

**T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**TÜRKİYE’DE HALKA ARZ YÖNTEMİYLE GERÇEKLEŞEN
ÖZELLEŞTİRMELERİN ETKİNLİK ANALİZİ**

Doktora Tezi

Esra KABAKLARLI

**Danışman
Prof.Dr. Abdulkadir BULUŞ**

Konya–2013

ÖNSÖZ

Çalışmanın tamamlanması sürecinde değerli görüşlerini benden esirgemeyen tez danışmanım sayın Prof.Dr. Abdulkadir BULUŞ'a, tezin veri toplama ve analiz aşamasında metodolojik yorumlarıyla katkıda bulunan sayın Dr. Motasam TATAHI'ye, çalışmam boyunca bana yardımcı olan eşim Faik KABAKLARLI ve manevi desteklerini her zaman yanımda hissettiğim Aileme, ayrıca bu tezde emeğinin geçtiğini düşünen herkese teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Esra Kabaklarlı

Mart ,2013

TÜRKİYE’DE HALKA ARZ YÖNTEMİYLE GERÇEKLEŞEN ÖZELLEŞTİRMELERİN ETKİNLİK ANALİZİ

ÖZET

Çalışmada halka arz yöntemiyle gerçekleştirilen özelleştirmelerin (Türk Hava Yolları, Türkiye Halk Bankası, Türkiye İş Bankası, Migros A.Ş., Konya Çimento A.Ş., Tofaş A.Ş., Erdemir, Petrol Ofisi A.Ş., Tüpraş, Petkim) finansal etkinlikleri “Olay İnceleme Analizi” (Event Study) ile test edilmiş ve hisse getirileri özel sektör işletmeleri ile karşılaştırılmıştır. İlgili literatür incelendiğinde halka arz sonrası kamu işletmelerinin hisse senedi getirilerinin olağan dışı getiri bakımından test edilerek özel işletmelerle karşılaştırılmasında en iyi yöntemin Dockner (2005), Tatahi ve Heshmati (2009) tarafından kullanılan “Olay İnceleme Analizi” (Event Study) olduğuna karar verilmiş ve aynı hipotezler uygulanmıştır. Tezin konu seçimi ile literatüreki boşluğun kapatılması amaçlanmıştır.

Ortalama ve kümülatif olağan dışı getirilere dayanarak hesaplanan olağan dışı getirilerin t istatistiklerinin eşik değeri aşmasından yola çıkarak; kamu işletmelerinin halka arz ile özelleştirmelerine yatırımcıların pozitif tepki verdiklerini ve borsada, özelleştirme sonrası bu işletmelere ait olağan dışı getirinin gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Analizin diğer bulgusunda kamu işletmelerinin özelleştirme sonrası borsadaki finansal getirisinin özel işletmelerden daha yüksek olduğu sonucuna güçlü bir şekilde ulaşılmıştır.

Operasyonel etkinlik ölçümünde, işletmelerin özelleştirme öncesi ve sonrası finansal rasyolarına dayanarak performansları “Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği” ile karşılaştırılmaktadır. Analizde özelleştirme sonrasında elde edilen bulgular işletmelerde istihdamın, kârlılığın ve likiditenin özelleştirme sonrası azaldığı ancak reel satışlar, kaldıraç oranı ve yatırımların arttığı yönündedir. İstatistiksel açıdan istihdam, yatırım ve etkinlikteki değişimler anlamsızken; kaldıraç oranı, reel satışlar ile kârlılıktaki değişim anlamlıdır. Çalışmanın son bulgusu, bankacılık sektöründeki halka arz yöntemi ile özelleştirmelerin (Halk Bankası ve İş Bankası) ekonomik etkinliğini ölçen “Malmquist İndeksi” sonuçlarına göre; özelleştirmelerin verimlilik üzerindeki etkisini krizlerin etkisinden soyutlamak güç olmakla beraber verimlilik arayışları teknolojik ilerleme (inovasyon) kaynaklıdır.

EFFICIENCY ANALYSIS OF PRIVATIZATION THROUGH INITIAL PUBLIC OFFERINGS (IPOs) IN TURKEY

ABSTRACT

This thesis examines the financial performance of Turkish firms (Türk Hava Yolları, Türkiye Halk Bankası, Türkiye İş Bankası, Migros A.Ş., Konya Çimento A.Ş., Tofaş A.Ş., Erdemir, Petrol Ofisi A.Ş., Tüpraş, Petkim) that were privatized by way of IPOs (Initial Public Offerings). We use Event Study methodology to empirically evaluate the financial efficiency of privatized firms. Also we compared the equity returns of state firms to the returns of private sector firms that were listed in the same period or in the same sector. When we looked at the empirical studies on the post-privatization performance, we decided that the best method for comparing state firms' abnormal returns to private firms' is "Event Study", used by Dockner (2005), Tatahi and Heshmati (2009). The same hypotheses are implemented. This study is an effort to help fill this research gap.

As the *t* statistics of abnormal returns depending on the calculation of average and cumulative returns exceed the threshold value, we conclude that investors reacted positively to privatization of state firms through IPOs. The abnormal returns took place in the stock market after privatization. We found that the cumulative returns for the private firms are significantly below privatized firms.

The pre-and-post privatization performance is tested using a method known as "Wilcoxon Signed Rank Test" involving using accounting data and financial ratios of the privatized firms. Empirical findings of post privatization analysis indicate improvements in firm performance in regards to real sales, leverage and capital expenditures. However, the model indicates deterioration in profitability, employment and liquidity. This is supported by the tests employed. The statistical results for capital expenditures, employment and efficiency are not statistically significant, supporting the general hypotheses about changes after privatizations. On the other hand, changes in leverage, real sales and profitability are statistically significant. The last section of the dissertation evaluates the economic efficiency of IPOs in banking sector privatization through another method known as the "Malmquist Index." This research concludes that: it is hard to isolate crises and privatization effects on efficiency and improvements in efficiency across the sample. Turkish banks appear to be mainly motivated by innovation.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER	v
Kısaltmalar	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
TABLOLAR LİSTESİ.....	xiii
Giriş	1
Tezin Konusu Amacı ve Önemi.....	3
Yöntem ve Kavramsal Çerçeve	3
BİRİNCİ BÖLÜM- ÖZELLEŞTİRME KAVRAMI VE TEORİLERİ.....	5
1.1. Özelleştirme Kavramının Tanımı	5
1.2. Özelleştirme Uygulamalarının Tarihsel Gelişimi	6
1.3.Özelleştirmenin Amaçları	8
1.3.1.Ekonomik Amaçlar	8
1.3.1.1.Serbest piyasa Ekonomisini Güçlendirmek	8
1.3.1.2. Ekonomide Verimliliği Yükseltmek.....	9
1.3.1.3.Sermaye Piyasasını Güçlendirmek	11
1.3.1.4.Gelir Dağılımını İyileştirmek.....	12
1.3.2.Mali Amaçlar	13
1.3.2.1.Kamu sektörünün Dış Finansman İhtiyacını Azaltmak.....	13
1.3.2.2.Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimini(KKBBG) Azaltmak	14
1.3.2.3. Vergileme Yapısını Değiştirmek	14
1.3.3.Gelişmiş ve gelişmekte olan Ülkelerde Özelleştirme Amaçları	15
1.3.4.İktisadi Etkinlik ve Doğal Tekeller.....	17
1.4.Özelleştirme Teorileri	19
1.4.1. Klasik Okul ve Parasalcı Görüş	19
1.4.2. Mülkiyet Hakları Teorisi (Property Rights Theory)	21
1.4.3. Kamu Tercihi Teorisi (Public Choice Theory)	21
1.4.4. Piyasa Dostu Yaklaşımı (Market- Friendly).....	22
1.4.5. Friedman Matrisi (Paranın Etkin Kullanımı).....	23
İKİNCİ BÖLÜM- ÖZELLEŞTİRME YÖNTEMLERİ.....	26

2.1. Mülkiyeti Elden Çıkarmadan Gerçekleşen Özelleştirmeler	26
2.1.1. Yönetim Sözleşmesi Yöntemi (Management Contract Methods)	27
2.1.2. İhale Yöntemi (Contracting Out).....	28
2.1.3. Finansal Kiralama Yöntemi (Leasing).....	28
2.1.4. Kupon Aracılığı ile Satış Yöntemi (Vouchers).....	29
2.1.5. Yap –İşlet- Devret Yöntemi.....	30
2.1.6. İşletme Hakkı Devri.....	30
2.2. Mülkiyetin Devri ile Gerçekleştirilen Özelleştirmeler	31
2.2.1. Doğrudan Satış (Varlık Satışı).....	31
2.2.2. Hisse Senedi Yoluyla Satış Yöntemi	31
2.2.2.1. Blok Satış	32
2.2.2.2. Çalışanlara Satış.....	33
2.2.2.3. Halka Arz ve Borsada Satış Yoluyla Özelleştirme	34
2.2.2.3.1.Talep Toplama Yöntemi	37
2.2.2.3.2. Sabit Fiyatla Talep Toplama	37
2.2.2.3.3. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama	38
2.2.2.3.4.Halka Arz Yönteminde Aracılık Yüklenimi (Underwriting).....	39
2.2.2.3.5. Halka Arz Yöntemiyle Özelleştirmede Fiyatlama.....	40
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM- DÜNYADA ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARI.....	42
Seçilmiş Ülke Uygulamaları	44
3.1.İngiltere’de Özelleştirme Uygulamaları	44
3.1.1.Muhafazakar Parti ile Başlayan Özelleştirmeler (1979-1987)	45
3.1.2.İngiltere Özelleştirme Programının Performansı.....	47
3.2.Fransa’da Özelleştirme Uygulamaları	50
3.3.Doğu ve Merkezi Avrupa’da Özelleştirme Uygulamaları, Seçilmiş Ülke Örnekleri	52
3.3.1.Polonya	54
3.3.2.Çek Cumhuriyeti.....	55
3.3.2.Macaristan.....	55
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM- TÜRKİYE’DE ÖZELLEŞTİRME	57
4.1. Cumhuriyet Öncesi Dönem.....	57

4.2.Cumhuriyet Sonrası Dönem (1923-1945).....	58
4.3.Demokrat Parti ve Planlı Kalkınma Dönemi (1946-1980)	59
4.4. 1980 Sonrası Liberal Dönem	61
4.5. Türkiye’de Son Dönem Özelleştirmelerin Ayrıntılı Analizi	64
4.5.1. Elektrik Sektöründeki Özelleştirmeler ve Elektrik Dağıtım İşletmeleri..	68
4.5.1.1.Türkiye Elektrik Sektörünün Özelleştirme Sonrası Performansı	70
4.5.2.Telekomünikasyon Sektöründe Özelleştirmeler	72
4.5.2.1.Türk Telekom Tarihçe	73
4.5.2.2.Türk Telekom Özelleştirme	74
4.5.2.3.Türk Telekom Halka Arz Süreci.....	75
4.5.2.4. Türk Telekom’un Özelleştirme Sonrası Performansı	76
4.5.3.Otoyollar ve Köprülerin Özelleştirilmesi	78
4.5.3.1.Teoride Otoyollarının Özelleştirilmesi	79
BEŞİNCİ BÖLÜM- TÜRKİYE’DE HALKA ARZ İLE ÖZELLEŞTİRİLEN	
İŞLETMELERİN ETKİNLİK ANALİZİ.....	82
5.1. Finansal Etkinliğin Olay İnceleme Analizi (Event Study) ile Ölçülmesi	82
5.1.1. Olay İnceleme Analizi (Event Study) Veriler.....	83
5.1.2.Olay inceleme analizi (Event Study) Metodoloji	85
5.1.3. Analiz Uygulama Sonuçları.....	89
5.1.4. GARCH (1,1) Analizi	97
5.1.5.Olay İnceleme Analizi Literatür Taraması	102
5.1.6.Olay Analizi ile Elde Edilen Sonuçlar ve Literatür Karşılaştırması.....	107
5.2. Operasyonel Etkinliğin Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği ile Ölçülmesi.....	110
5.2.1.Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği Metodoloji	111
5.2.1.1.Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği Sonuçları.....	113
5.2.1.2.Özelleştirmelerin Operasyonel Etkinliğinin Ölçülmesi Literatür Taraması	
.....	117
5.2.2.Operasyonel Etkinliğin Oran Analizi (Rasyo Analizi) ile Ölçülmesi....	127
5.2.2.1.Oran Türleri	127
5.2.3. Türkiye Petrol Sektörüne Oran Analizi Uygulaması.....	131
5.2.3.1.Petrol Ofisi A.Ş (POAŞ).....	132
5.3.2.2.TÜPRAŞ	138

5.3.2.3.PETKİM.....	144
5.3. Halka Arz Yöntemiyle Özelleştirilen Bankaların Ekonomik Etkinliğinin Ölçülmesi	150
5.3.1. Mülkiyet-Etkinlik İlişkisi Literatür Taraması.....	151
5.3.2. Veri Zarflama Analizi Metodoloji	154
5.3.2.1.Analiz ve Bulgular	157
Sonuç ve Genel Değerlendirme	162
KAYNAKÇA	166

Kısaltmalar

AR	: Abnormal Return, Olağan Dışı Getiri
CAR	: Cumulative Abnormal Return, Toplam Olağan Dışı Getiri
CEO	: Chief Executive Officer, Genel Müdür
DEAP	: Data Envelopment Analysis (Computer) Program, Veri Zarflama Analizi Bilgisayar Programı
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
EPDK	: Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu
ERDEMİR	: Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
GARCH	: Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
GSYİH	: Gayri Yurt İçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund / Uluslararası Para Fonu
ITU	: International Telecommunication Union
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüs
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
MI	: Malmquist İndeks
M2	: Para Arzı, Dolaşımdaki Para + Vadesiz ve Vadeli Mevduat(YP,TL)
ÖİB	: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı
PETKİM	: Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
PO	: Petrol Ofisi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu

TEDAŞ	: Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş
TEİAŞ	: Türkiye Elektrik İletim A.Ş
TFV	: Toplam Faktör Verimliliği
THY	: Türk Hava Yolları A.O.
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜPRAŞ	: Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş
VZA	: Veri Zarflama Analizi
YİD	: Yap İşlet Devret

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil- 1. 1. Ölçek Ekonomisi ve Doğal Tekel (Monopol)	18
Şekil -1. 2. Friedman Matrisi	25
Şekil- 2. 1.Özelleştirme Yöntemleri	27
Şekil- 4. 1. Özelleştirme Uygulamalarının Yöntemler İtibari ile Dağılımı (Milyon \$)65	
Şekil- 4. 2.1986–2012 Yılları Arasında Türkiye’de Özelleştirme Gelirleri	67
Şekil- 4. 3. Reel Elektrik Fiyatları	71
Şekil- 4. 4. Türk Telekom A.Ş Sabit Telefon Abone Sayısı.....	77
Şekil- 4. 5. Türk Telekom A.Ş, Şehir içi Telefon Görüşme Ücretleri (2003-2012 Aylık Reel Veriler)*	77
Şekil- 4. 6. Otoyol Özelleştirilmesinin Toplam Refaha Etkisi	80
Şekil-5. 1. : Olay İnceleme Analizinde Zaman Çizelgesi.....	86
Şekil-5. 2.Toplam Kümülatif Olağan Dışı Getiriri(750 Gün tahmin penceresi)	90
Şekil-5. 3. Kümülatif Olağan Dışı Getiriri GARCH 750 Gün Tahmin Penceresi.....	91
Şekil-5. 4. Kümülatif Olağan Dışı Getiriri GARCH 750 Gün Tahmin Penceresi.....	98
Şekil-5. 5.Petrol Ofisi Özkaynak Kârlılığı.....	133
Şekil-5. 6.Petrol Ofisi Aktif Kârlılığı	134
Şekil-5. 7.Petrol Ofisi Reel Satışlar	135
Şekil-5. 8.Petrol Ofisi Cari Oran	136
Şekil-5. 9. Petrol Ofisi Likidite Oranı.....	137
Şekil-5. 10. Petrol Ofisi İstihdam	138
Şekil-5. 11.TÜPRAŞ’ın Ortaklık Yapısı	139
Şekil-5. 12.Tüpraş Özkaynak Karlılığı	140
Şekil-5- 13.Tüpraş Aktif Karlılığı	141
Şekil-5.14.Tüpraş Reel Satışlar	142
Şekil-5. 15.Tüpraş Cari Oran.....	142
Şekil-5. 16.Tüpraş Likidite Oranı	143
Şekil-5. 17.Tüpraş İstihdam.....	144

Şekil-5- 18.Petkim Petrokimya Holding A.Ş. Ortaklık Yapısı.....	145
Şekil-5. 19.Petkim Özkaynak Karlılığı.....	146
Şekil-5. 20.Petkim Aktif Karlılığı.....	147
Şekil-5. 21.Petkim Reel Satışlar	148
Şekil-5. 22.Petkim Cari Oran.....	148
Şekil-5. 23.Petkim Likidite Oranı.....	149
Şekil-5. 24.Petkim İstihdam.....	150
Şekil-5. 25. Etkinlik Bileşenleri.....	151
Şekil-5. 26.Etkinlik Bileşenleri.....	157

TABLolar LİSTESİ

Tablo-2 1. Özelleştirme Teknikleri.....	26
Tablo-3 1. 1988–2011 yılları arasında Dünyada özelleştirme Tutarları (Milyar \$) ..	42
Tablo-3 2. Kamulaştırılan Başlıca Endüstriler	45
Tablo-3 3. Tahvil ve Hisse Senedi İhracı ile Özelleştirilen İşletmeler	46
Tablo-3 4. Direkt Satış Usulü ile Gerçekleştirilen Özelleştirmeler	47
Tablo-3 5. Kamu işletmeleri ve Özel İşletmeler Arasındaki Verimlilik Karşılaştırması	48
Tablo-3 6. Oluşturulan Özel Hisseler	50
Tablo-4 1. Türk Hükümetince Satın Alınan Ayrıcalıklı Yabancı Şirketler	59
Tablo-4 2. Türkiye’de Geçekleşen İlk Özelleştirme Uygulamaları	62
Tablo-4 3. Özelleştirme Uygulamalarının Yöntemler İtibari ile Dağılımı \$ (1986-2011)	64
Tablo-4 4. Yıllar İtibari ile Yöntemlerine göre Özelleştirme Uygulamaları, Satış Tutarları	66
Tablo-4 5. Türkiye Elektrik Dağıtım Sektöründeki Özelleştirmeler	69
Tablo-4 6. Avrupa’da Telekom Şirketleri Hissedar Yapısı	73
Tablo-4 7. Türk Telekom Ortaklık Yapısı	75
Tablo-5 1. Halka Arz Yoluyla Özelleştirilen Kamu İşletmeleri ve Özelleştirme Tarihleri	83
Tablo-5 2. Halka Arz ve Blok Satış Yoluyla Özelleştirilen Kamu İşletmeleri ve Özelleştirme Tarihleri	84
Tablo-5 3. Özel İşletmeler ve Halka Arz Tarihleri	85
Tablo-5 4. Özelleştirilen kamu İşletmeleri için Tanımlayıcı İstatistikler	92
Tablo-5 5. Özel İşletmeler için Tanımlayıcı İstatistikler	92
Tablo-5 6. Hesaplanan AAR t testi 200, 400 ve 750 günler 1. Grup ve 2. Grup işletmeler	93
Tablo-5 7. Ortalama olağan dışı getirinin (AAR) eşitlik testi	94

Tablo-5 8. Hesaplanan CAR t testi 200, 400 ve 750 günler 1. Grup ve 2. Grup işletmeler	95
Tablo-5 9. Ortalama olağan dışı getirinin (CAR) eşitlik testi.....	96
Tablo-5 10.Kamu İşletmelerine ait GARCH Tanımlayıcı İstatistikler	98
Tablo-5 11. Özel İşletmelere ait GARCH Tanımlayıcı İstatistikler	99
Tablo-5 12. Hesaplanan AAR t testi 200, 400 ve 750 günler GARCH 1. Grup ve 2. Grup işletmeler.....	100
Tablo-5 13. Hesaplanan Kümülatif (CAR) GARCH t testi 200, 400 ve 750 günler 1. Grup ve 2. Grup işletmeler.....	101
Tablo-5 14.Ortalama olağan dışı getirinin (AAR) eşitlik testi	101
Tablo-5 15. toplam olağan dışı getirinin (CAR) (GARCH) eşitlik testi.....	102
Tablo-5 16.Özelleştirme Sonrası Finansal Etkinliği Ölçen Çalışmalar	106
Tablo-5 17. İşletme Performansını Ölçmede kullanılan Oranlar.....	112
Tablo-5 18.Kamu İşletmelerinin Özelleştirme Sonrası Etkinlik Göstergelerindeki Değişimler.....	116
Tablo-5 19.Özelleştirmelerin Operasyonel Etkinliğini Ölçen Çalışmalar	117
Tablo-5 20. Endüstri ya da İşletme Verimliliğini Ölçen Çalışmalar	120
Tablo-5 21.Çok Ülkeli Çalışmalar	125
Tablo-5 22.Petrol Sektöründe Özelleştirmeler	131
Tablo-5 23.OMV Petrol Ofisi A.Ş Ortaklık Yapısı	132
Tablo-5 24. Mülkiyet-Etkinlik (Verimlilik) İlişkisinde Özel Sektörün Verimli Olduğu Sonucuna Ulaşan Çalışmalar	151
Tablo-5 25. Kamu Sektörünün Verimli Olduğu Sonucuna Ulaşan Çalışmalar	152
Tablo-5 26. Kamu ve Özel Sektör Arasında Etkinlik Açısından Bir Fark Olmadığı veya Sonuçların Belirsiz Olduğu Yönünde Bulgulara Ulaşan Çalışmalar.....	153
Tablo-5 27. Türk Bankacılık Sektörüne Yönelik VZA Yöntemi Kullanılarak Yapılan Çalışmalar	154
Tablo-5 28. Analizde Kullanılan Girdi ve Çıktılar	155
Tablo-5 29. Halkbank Yıllar Bazında Malmquist Index Ortalamaları Özeti	158
Tablo-5 30.İş Bankası Yıllar Bazında Malmquist Index Ortalamaları Özeti	160

Giriş

*Özelleştirmeler, Pandoranın Kutusuna
benzer. İçinde hem iyilikleri, hem de
kötülükleri barındıran, bir kere açıldı mı
sonsuz dek kapanmayan...
Hon.Peter M.Benson¹*

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de halka arz yöntemi ile özelleştirilen işletmelerin etkinliğini finansal, ekonomik ve operasyonel etkinlik boyutunda performans ölçümü konusunda literatürde en fazla kullanılan yöntemlerle ölçerek, etkinliklerini geliştirmek için yapmaları gerekenleri belirleyen bir model ortaya koymaktır.

Çalışmanın asıl konusu, kamu işletmelerinin mülkiyet yapısındaki değişimin etkinliği ne derece etkilediği sorunsalına dayanmaktadır. Kamu işletmelerinin verimsiz oldukları yönündeki genel görüş ve zarar eden bu işletmelerin, bütçeye getirdiği yükler, dünya genelinde kamu teşebbüslerinin varlıklarının sorgulanmasına neden olmuştur. Kamu teşebbüslerinin sorunlarına çözüm bulmak amacıyla, bu teşebbüslerin yönetimlerinin devri, şirketleştirme, kiralama ve özelleştirilmeleri gibi çeşitli reform paketleri uygulamaya konmuştur. Özelleştirme, bu önlemlerden en etkili ve belirgini olarak öne çıkmış ve yaklaşık 1980'li yıllardan bu yana kendisinden oldukça sık söz ettirmiştir.

Bu amaçla öncelikle mülkiyet ve etkinlik ilişkisi teorik ve ampirik literatür çerçevesinde ortaya koyulmaya çalışılacaktır. Çalışmanın teorik çerçevesinde özelleştirme kavramı ve teorileri, iktisat tarihindeki yeri, özelleştirme yöntemleri ve dünyadaki seçilmiş ülke uygulamaları irdelenmiştir. Çalışmanın başlığını oluşturan Türkiye'deki halka arz yöntemi ile gerçekleşen özelleştirmeler analiz edilmeden önce Türkiye özelleştirme tarihi dönemler itibari ile ele alınmış ve özelleştirilmesi

¹ Hon Peter M.Benson.(2000) . Dünyada Özelleştirme Uygulamaları, Türkiye Üzerine Görüşler.*IMKB Konferans ve Panel Serisi-3* s.19

“Acquisition Monthly” adlı yayın kuruluğu tarafından, “Gelişen Piyasalarda Yılın İşlemi” ödölünü alan Türk Telekom A.Ş, ayrıntılı değeriendirilmiştir.

Tez genel olarak beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde özelleştirme kavramı, tarihsel gelişimi ile özelleştirmenin amaçları incelenirken genel görünüm olarak özelleştirmenin çerçevesinin çizilmesi amaçlanmıştır. Özelleştirme teorileri, iktisat yazınında yer bulmuş temel iktisat okullarının özelleştirmeye bakış açısını ortaya koymaktadır.

İkinci bölümde özelleştirme yöntemleri genel hatları ile mülkiyetin devrini içeren ve içermeyen özelleştirmeler olarak ikiye ayrılarak alt başlıkları ana hatları ile açıklanmaktadır. Yöntemler içerisinde tezin asıl inceleme konusu olan halka arz yöntemi ile özelleştirmeye ayrı bir önem verilmiş daha ayrıntılı olarak alt başlıklar halinde incelenmiştir.

Üçüncü bölümde dünyada gerçekleşen özelleştirme uygulamaları önemli ülke örnekleri seçilerek özetlenmiştir. Özelleştirmenin çıkış ülkesi olan ve dünyadaki modern özelleştirme uygulamalarına ev sahipliği yapan İngiltere kapsamlı bir şekilde incelenmiş, Avrupa’daki diğer büyük ölçekli özelleştirmelere ev sahipliği yapan Fransa ve geçiş ekonomilerinden önemli ülke uygulamaları incelenerek dünyadaki özelleştirmeler ele alınmıştır.

Dördüncü bölümde, Türkiye’de özelleştirmenin tarihsel gelişimi Türkiye ekonomisinin başlıca alt dönemleri içerisinde ele alınmış ve son dönem özelleştirmeler daha ayrıntılı olarak incelenmiştir. Analizde yer alamayan ancak Türkiye’de stratejik öneme sahip ve son dönem özelleştirmelerden Türk Telekom A.Ş ve elektrik dağıtım işletmelerinin özelleştirilmesi ile sonrası fiyatlardaki değişim ele alınmıştır. Son günlerde tartışma konusu olan otoyol ve köprülerin özelleştirilmesi konusuna da teorik olarak yer verilmiştir.

Beşinci bölümde halka arz yöntemi ile özelleştirilen işletmelerin (Türk Hava Yolları, Türkiye Halk Bankası, Türkiye İş Bankası, Migros A.Ş, Konya Çimento A.Ş, Tofaş A.Ş, Erdemir, Petrol Ofisi A.Ş, Tüpraş, Petkim) finansal etkinliği “Olay İnceleme Analizi” ile incelenirken; operasyonel etkinlik "Wilcoxon İşaretili Sıra

İstatistiği" ile test edilmiş ve kısmi bir analiz olarak örneklem grubu içinde yer alan petrol sektörü özelleştirmeleri (Petrol Ofisi A.Ş, Tüpraş, Petkim) “Rasyo Analizi” ile incelenmiştir. Bankacılık sektöründe gerçekleşen halka arz yöntemi ile özelleştirmelerin (Halk Bankası ve İş Bankası) ekonomik etkinliği “Veri Zarflama Analizi” ile ölçülmüştür..

Tezin Konusu Amacı ve Önemi

Literatürde özelleştirme uygulamalarının işletme performansı üzerindeki etkisini inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların büyük bir çoğunluğu işletmelerin özelleştirme öncesi ve sonrası performanslarını karşılaştırmaktadır. Ancak Türkiye’de halka arz yöntemi ile özelleştirilen kamu işletmelerinin özelleştirme sonrası performans analizinde finansal,operasyonel ve ekonomik etkinlik ölçütünü bir arada kullanan çalışmaya literatür taramasında rastlanılmamıştır. Dünyada yapılmış örnekler üzerinden Türkiye’ye uygulanan çalışmamızda halka arz yöntemi ile özelleştirilen kamu işletmelerinin özelleştirme sonrası finansal etkinliğinin analizi ve özel sektörlerle karşılaştırılmasının yanı sıra ekonomik ve operasyonel etkinliğin de değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.

Özelleştirmelerin etkinliğinin analizinde halka arz yönteminin ele alınmasının nedenleri; Türkiye’de halka arz olmuş ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) mevzuatına göre borsada işlem görmeye başlamış olan işletmelerin verilerine daha sağlıklı ulaşılması, bu şirketlerin kamunun aydınlatılmasını sağlayacak şekilde (şeffaflık ilkesi doğrultusunda) mali tablo ve raporlarının Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde bağımsız denetleme kuruluşları tarafından denetlenmesidir.

Yöntem ve Kavramsal Çerçeve

Çalışmada finansal ekonomi literatüründe sermaye piyasalarının etkinliğini ölçmede kullanılan bir analiz yöntemi olan “Olay İnceleme Analizi” (Event Study) kullanılmıştır. Olay analizi gerçekleşen olay (event) sonrasında hisse senedi değerlerinde normal getirinin dışında oluşan olağan dışı (beklenilmeyen) getiriye hesaplamada kullanılmaktadır. Bu olaylar, şirket birleşmeleri, satın almalar, şirketlere ait olumlu ya da olumsuz haberler, kâr duyuruları, muhasebe hileleri, nakit

temettü ödeme politikaları, iflas veya satış duyuruları borçlanma, yatırım kararları ya da özelleştirme gibi hükümetin aldığı kararlar olabilir.

Çalışmada İMKB’de halka arz yoluyla gerçekleştirilen özelleştirmelerin finansal etkinliklerinin olay analizi ile testinin yanında özelleştirme öncesi ve sonrası işletmelerin finansal rasyolarına dayanarak performansları karşılaştırılmaktadır. İlgili literatür incelendiğinde işletmelerin iki döneme ait finansal rasyolarının karşılaştırılmasında en iyi yöntemin Megginson (1994), Boukbari ve Cosset (1998), D’Souza ve Megginson (1999) tarafından kullanılan “Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği” olduğuna karar verilmiş ve aynı hipotezler uygulanmıştır. Analizde özelleştirme sonrasında i) işletme karlılığının artışı ii) işletme performansında artış iii) sermaye yatırımlarında artış iv) üretim artışı v) istihdam azalışı vi) kaldıraç oranında azalış ; kurulan hipotezler aracılığıyla test edilmiştir.

Finansal etkinlik sonuçlarını tamamlaması açısından ekonomik etkinliğin ölçülmesi de uygulamaya dâhil edilmiştir. Ekonomik etkinliğin ölçülmesinde “Veri Zarflama Analizi” kullanılmıştır. Ekonomik etkinlik için sadece bankacılık sektöründeki halka arzların ele alınmasının nedeni olay inceleme analizine dahil edilen on işletmenin farklı sektörlerde yer almasıdır. İşletmelerin hepsi, veri zarflama analizine farklı girdi ve çıktılarına sahip olmaları nedeniyle dahil edilememiş yalnızca bankacılık sektöründeki halka arzlar (Halk Bankası ve İş Bankası) incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM- ÖZELLEŞTİRME KAVRAMI VE TEORİLERİ

Temelleri soğuk savaşla mücadele politikaları çerçevesinde atılan özelleştirme kavramı, ekonomi politiğe göre 1979 yılı Margaret Thatcher yönetimindeki Muhafazakâr Parti seçim manifestosunda ilk kez kullanmıştır. Özelleştirme uygulamalarının İngiltere’de Thatcher hükümeti ile başladığı pek çok kaynakta belirtilse de Megginson’na göre ilk büyük ölçekte “Denationalization” yani devletleştirilmiş işletmeleri elden çıkarma hareketi Federal Almanya Cumhuriyetinde 1957 yılında başa gelen Konrad Adenauer hükümeti tarafından 1961 yılında Volkswagen’e ait çoğunluk kamu hissesinin küçük yatırımcılara öncelik verilerek halka arzı ile başlamıştır (Megginson vd,1994:406-407).

Literatürde genel olarak özelleştirme kavramının temelinin Peter Drucker tarafından 1969 yılında “The Age of Discontinuity” isimli kitabında atıldığı, reprivatization kelimesinin ilk olarak “denationalizaiton” yani özel sektörde yer alırken zamanla kamulaştırılan işletmelerin tekrar özele bırakılması anlamında kullanıldığı belirtilir, ancak kelimenin kullanımı daha eskiye dayanmaktadır. Özelleştirme (privatization) ve yeniden özelleştirme anlamına gelen “reprivatization” kavramları “Bir işletme ya da endüstrinin mülkiyet ve kontrolünün kamudan özel sektöre geçmesi ”olarak 1961 yılında basılan “Webster’s Third New International Dictionary of the English Language Unabridged” isimli sözlükte tanımlanmıştır (Bel,2006:188).

1.1. Özelleştirme Kavramının Tanımı

Özelleştirme kamu sorumluluğunun, kısmen ya da tamamen özel sektöre transfer edilerek, hükümet bürokrasisinin azaltılması ve özel sektörün sorumluluğunun artırılmasının bir adımıdır. En dar tanımıyla özelleştirme mülkiyet değişimidir. Devletin ekonomiye müdahale araçlarının ve yönetimdeki ağırlığının değişimini içerir (Köthenbürger vd, 2006). Diğer bir tanıma göre özelleştirme; mülkiyet transferinin yanında yönetimin ve yönetim kurallarının değişmesi, sermayenin ve yeni teknolojilerin değişik şekillerde transferidir (Hibou,2004:47).

Genel anlamda özelleştirme reel ve finansal varlıkların özel sektöre satılmasıdır. Bazı durumlarda kısmi özelleştirme piyasaya girişlerdeki engellerin kaldırılarak yani deregülasyon ile monopol durumundaki kamu işletmelerinin monopol gücünün azalması ve bunların özel işletmeler ile rekabet edecek duruma gelmesidir (McFetridge,1997:3). Özelleştirme devlet ve sivil toplumun üretim ve gelir dağılımındaki rollerinin yeniden belirlenmesidir (Armella,1994:11).

Calva ve Sheshinski (2003) özelleştirmeyi makro ve mikro özelleştirme olarak sınıflandırmıştır. Makro özelleştirme geçiş ekonomilerindeki hükümetlerin siyasi bir kararla, ülkenin tüm ekonomiyi, belirli bir bölgeyi ya da endüstriyi özelleştirmesidir. Bu şekilde oluşan piyasa rekabeti ile devletin gelirlerinin artırılması ve sosyalist ekonomiden liberal ekonomiye geçiş hedeflenir. Mikro özelleştirme ise ne zaman ve nasıl sorularına cevap verilerek, işletme içerisindeki yönetici ve çalışanlar tarafından firma düzeyinde gerçekleşen özelleştirmedir.

Özelleştirme kavramı dar ve geniş anlamda ele alınabilir. Dar anlamda özelleştirme kamu işletmelerinin mülkiyet ve yönetiminin kamu sektöründen özel sektöre devrini ifade ederken geniş anlamda özelleştirme ise ekonomi içerisinde kamunun görevlerini daraltacak her türlü uygulamayı kapsamaktadır (Aktan,1995:7).

1.2. Özelleştirme Uygulamalarının Tarihsel Gelişimi

Tarih boyunca ekonomik faaliyetler, ticaret ve üretim araçlarının mülkiyeti kamu sektöründen özel sektöre ya da özel sektörden kamu sektörüne olmak üzere pek çok kez el değiştirmiştir. Eski çağlarda Mezopotamya’da değirmenler ve demir işleme araçları ortak kullanılıp mülkiyeti halka aitken, ticarete özel mülkiyet hakimdir (Anidi, 2005:1). Özelleştirme uygulamalarının tarihine baktığımızda eski Roma’da kamu ve özel mülkiyetin bir arada olduğu ve Roma Cumhuriyeti’nde devlet tarafından; vergi toplama, ordunun malzemelerinin sağlanması ve inşaat gibi konularda özel sektöre işlerin verildiği görülmektedir. Ancak Roma cumhuriyetten imparatorluğa geçişle beraber devletin üretim ve dağıtımdaki rolü artmıştır. Ekinlerin çoğu imparatora ait arazilerde üretilmiştir. Özel girişim tekstil üretimi ve ticaretiyle sınırlı kalmıştır. Artan hükümet bürokrasisinin doğurduğu maliyetler Roma İmparatorluğu’nun yıkılmasının nedenlerinden biridir (Parker ve Saal, 2003:25-26).

15.yy’da başlayan ve 19.yy’a kadar aralıklarla devam eden “çitleme hareketi” arazi mülkiyetindeki değişimi ifade etmektedir. Halka ait olan araziler zamanla özel mülkiyete geçmiştir. Bu hareketin sonucunda araziler ayrı bloklar halinde bölünerek belirli bireylerin mülkiyetine geçmiştir (Fulcher,2004:24).

Her ne kadar dünya çapında harekete yol açan özelleştirme dalgası 1979 da İngiltere ile başlamışsa da bu ekonomi tarihi için yeni değildir. Özelleştirmenin temelinde yatan esaslar Klasik İktisadi Düşünce’ye dayanmaktadır. İki yüzyıl öncesinde Adam Smith (1776) bu konuyu tartışmıştır: “Avrupa’nın her bir büyük monarşisindeki kraliyet arazileri satılarak elde edilen gelir, kamu borçlarının kapatılmasında kullanılsaydı, bunlar mülk olmaktan ziyade iyi bir gelir kaynağı olacaktı. Kraliyet arazileri özel mülkiyete geçseydi, bir kaç yıl içinde toprakların işlenmesi ile sağlanan fayda artacaktı.” (Aktaran:Salama,1996:3-4).

Koloni imparatorluklarının dağılması, büyük depresyon ve İkinci Dünya Savaşı sonrasında yaşanan gelişmelerle hükümetler daha aktif roller üstlenmiştir. İkinci Dünya Savaşı sonrası dünyaya yayılan korumacılık ve yaşanan durgunluk ile hükümetlere büyük roller düşerken, mal ve hizmetlerin üretimi ve dağılımında kamu mülkiyeti artmıştır (Anidi, 2005:1). Kamu işletmelerinden elde edilen vergi gelirleri bütçelerin birincil gelir kaynağı haline gelmiştir. Soğuk Savaş yıllarında dünyanın pek çok ülkesinde iktidar sahibi olan sosyalist, sosyal demokrat ve işçi parti hükümetleri büyük çapta kamulaştırmalara imza atarak özel sektöre ait stratejik işletmelerin mülkiyeti kamuya geçmiştir (Turhan,2004:9).

1970’lerin sonunda kamu sermayeli işletmeler, gerek iştirakler şeklinde gerekse sermaye desteği şeklinde devlet bütçesinin önemli bir kısmını oluşturmaktaydı. Ancak 1980’li yıllarla birlikte hükümetlerin düştüğü mali bunalımlar içeride ve dışarıda borçlanabilmenin güçleşmesi, devletleri kamu sektörü konusunda radikal reformları bulmaya itmiştir. Bu reformlardan iki tanesi önemlidir. Bu iki reformdan birisi standart sözlüklere yenilik olarak 1980’lerin başlarında geçen özelleştirme kavramıdır. Daha az yeni olan diğer reform ise kamu işletmelerinin devlet tarafından kontrol yöntemlerinin güçlendirilmesidir (Ramamurti ve Vernon,1997:7).

Özelleştirme olgusu 1970’li yıllarda yaşanan stagflasyon ve ekonomik krizlerin ardından aranan, ekonomiyi kurtarma paketleri ve çözüm politikaları içerisinde yer alan bir çıkış yöntemidir. 2007 yılıyla gelişen son dönem küresel kriz ise devletin rolünün ne kadarla sınırlı kalması tartışmasını yeniden başlatmıştır.

1.3.Özelleştirmenin Amaçları

Özelleştirme amaçları yönünden incelendiğinde, her ülke için aynı amacı içeren reçetelere rastlamak güçtür. Her ülkenin özeleştirme uygulamalarında hedeflediği amaçlar farklıdır. Özelleştirmenin amaçlarını belli sınıflar altında inceleyebiliriz. Amaçlar; genel ve özel amaçlar olarak gruplandırılacağı gibi; ekonomik, mali, sosyal, siyasi ve toplumsal amaçlar olarak da sınıflandırılabilir.

1.3.1.Ekonomik Amaçlar

Ekonomik amaçları kendi içinde makro ve mikro amaçlar olarak ikiye ayırabiliriz. Makro amaçlar, ekonominin bütünü için gözetilen amaçlarken, mikro amaçlar ise mikro düzeyde işletme odaklı amaçlardır. Makro düzeydeki amaçlar serbest piyasa ekonomisini güçlendirmek, gelir dağılımını iyileştirmek, enflasyonist baskıyı azaltmak, kamu sektörünün dış finansman ihtiyacını azaltmak, sermaye piyasasını geliştirmek ve ekonomide verimliliğin yükseltilmesi ile pareto optimumu sağlamak olarak sayabiliriz. Mikro düzeydeki amaçlar; kamuya ait işletmelerin satışı ile işletmenin verimliliğini artırmak, kamu tekellerini kırarak rekabete imkân vermek, işletme bazında karlılığı artırmak, işletmelerin yeni teknolojileri kullanımı ile ar-ge ve inovasyon harcamalarının bütçe içindeki payını artırmak olarak sıralanabilir.

1.3.1.1.Serbest piyasa Ekonomisini Güçlendirmek

Kamu işletmelerinin çoğu tekel özelliği taşımaları nedeni ile piyasa talebine duyarlı değildirler. Bu işletmelerin devletten mali yardım almaları nedeni ile iflas kaygılarının bulunmaması fiyat düşürme ve kaliteyi artırma çabası içinde bulunmalarını engeller. Serbest piyasa ekonomisi ile firmalar arasındaki rekabetin artması sonucunda tüketici faydası artış göstermektedir. Özelleştirme sonrasında özellikle tekel konumundaki kamu işletmelerinin özelleştirilmesi, serbest piyasa

ekonomisini geliştirerek ekonomik etkinlik ve verimliliğin artmasında katkıda bulunacaktır. Ancak serbest rekabet amacının gerçekleşmesi sırasında kamu tekellerinin özel sektör tekelleri şekline dönüşmemeleri için gerekli ekonomik ve hukuki düzenlemeler yapılmalı gerekli önlemler alınmalıdır (Ünal,2000:59).

Düzgün işleyen bağımsız düzenleme ve denetleme kurumlarından ticaret komisyonları, elektrik regülasyon kurumları ile bankacılık gözetim otoriteleri liberalleştirilen piyasalarda esaslı bir rol almaktadır (Kagami ve Tsuji,2000:288).

Özelleştirmede dikkat edilecek husus doğal monopollerin özelleştirilmesi sonrasında kamu tekeline çıkararak özel tekele dönüşmesinin önlenmesidir. Bu durumda İşletme yine hiçbir rekabetle karşılaşmayacak ve üretim etkinliğini artırmayacaktır. Bu durumda regülasyonlar önem taşıırken gelişmekte olan ülkelerde regülatör kurumların özel doğal monopol tarafından ele geçirilmesi riski oluşmaktadır. Çünkü mülkiyetten ziyade regülasyon ve rekabet ekonomik performans için daha önemli faktörlerindendir (Plane,1997:32).

Serbest piyasanın getirdiği en önemli yenilik maliyetlerin azalması ile fiyatların düşmesidir. Telekom sektöründeki özelleştirme uygulamaları dünyanın pek çok yerinde düşük görüşme ücreti getirmiştir. Türkiye için Türk Telekom A.Ş şehir içi telefon görüşme ücretleri reel anlamda incelendiğinde özelleştirme sonrasındaki 1,5 yıl içinde ücretler fazla değişiklik göstermezken, 2007 yılının ilk çeyreğinde sıçrama göstermiş ve ücret artışı 2012 yılına kadar devam etmiştir. Bu durumda serbest piyasa ekonomisinin piyasada doğal monopol durumunda bulunan özel işletmeler ile sağlanamadığını söyleyebiliriz (Bkz 4. bölüm, şekil-4.5).

1.3.1.2. Ekonomide Verimliliği Yükseltmek

İşletmelerin performanslarının ölçülmesinde gerek özel mülkiyet gerekse kamu mülkiyetinde bulunsun verimlilik ve etkinlik ölçüm teknikleri ön plana çıkmaktadır.

Verimlilik kısaca $\frac{\text{üretim}}{\text{girdi}}$ olarak ölçülürken , “etkinlik” en iyi üretim sınırına

yaklaşma olarak tanımlanabilir. Etkinlik “ tahsis etkinliği” ve “teknik etkinlik” olarak sınıflandırılmaktadır. Teknik etkinlik belirli bir miktardaki girdi ile maksimum

çıktıya ulaşmak iken, tahsis etkinliğinde girdi fiyatları analize dahil olur ve optimal girdi kullanımı ile hedef çıktıya ulaşmayı ifade eder (Coelli, 1996:3).

Kamu sektörünün yeni teknolojileri izleyememesi, popülist politikalar sonucunda artan istihdam sorunu, gizli işsizlerin kamu sektöründe yer alması gibi yapısal problemlerden dolayı kamu sektörü özel sektöre nazaran daha az verimlilikle çalışabilmektedir. Türkiye’de KİT’ler ürünlerine yaptıkları zamlara rağmen kârlılıklarını artırdıkları halde verimliliklerini artıramamışlardır. İlgili fiyat artışları ancak özel sektörün girdi olarak kullandığı KİT ürünlerinin maliyet enflasyona yol açmasını sağlamıştır (Uzunoğlu,1996:51).

Dünyada mülkiyet ve kârlılık-etkinlik arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların sonuçları ikiye ayrılmaktadır. İlk gruba göre mülkiyet ve kârlılık-etkinlik arasında herhangi bir ilişki bulunmamaktadır. Düşünüldüğünün aksine kamu işletmelerinin özelleştirilmesi sonucunda etkinlikleri artmamaktadır. Diğer görüşe göre ise özel işletmelerin etkinliği kamu işletmelerine nazaran daha yüksektir. Bozec, Dia ve Breton (2006) Kanada kamu işletmelerinin özelleştirme öncesi ve sonrası, kârlılık ile teknik etkinlik değerlerini analiz etmiştir. Elde edilen sonuçlara göre özelleştirilen kamu işletmelerin özelleştirme sonrasında teknik etkinlik değerlerinde değişme görülmezken özelleştirme yalnızca işletmenin kârlılık oranlarına pozitif etkide bulunmuştur. Kârlılık rakamlarının artmasının nedeni işletmelerin özelleştirme sonrası amaç değişikliğine giderek, sosyal amaçlardan ziyade kârlılık maksimize eden amaçlara yönelmesidir. Ayrıca Kanada’daki kamu işletmelerinin hepsi özelleştirme sonrasında istihdamda kısıntıya gitmiştir. Bu net gelir etkinliğine pozitif katkıda bulunurken, işgücü etkinliğine pozitif katkıda bulunmamaktadır. Sonuç olarak gelir etkinliği ve kârlılığın kamu işletmelerinde artması amaçlarda ve önceliklerde meydana gelen değişimlerdir (Bozec, Dia ve Breto,2006:747). Megginson vd (1994) 18 farklı ülkedeki 32 farklı sektör içinde yer alan kısmen ya da tamamen halka arz yöntemi ile gerçekleşen 61 farklı özelleştirmeyi (1961–1990), işletmelerin önemli finansal göstergelerini özelleştirme öncesi 3 yıl ve sonrası 3 yıl periyodunda incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre özelleştirmeler verimlilik ve etkinlik artışı ile sermaye yatırımlarında artış sağlamıştır.

Literatürdeki özelleştirme verimlilik ilişkisini inceleyen çalışma sonuçlarını özetlemek gerekirse, tek başına mülkiyet transferi bir işletmenin verimlilik kazanmasında yeterli bir faktör olarak görülmemektedir. Kurumsal reform, düzenleyici kuruluşlar önem taşır. Bazı görüşlere göre kamu işletmeleri özelleştirmeye gerek kalmadan sadece rekabete açılmalarıyla bile etkinliği sağlayabilirler. Ancak bunun gerçekleşebilme durumu tartışılabilir. Doğal monopolün olduğu sektörlerdeki kamu işletmeleri ne kadar rekabete de açılabilirler bile diğer özel işletmeler için görev zararları genel bütçeden karşılanabilen birer ayrıcalıklı rakip olarak karşılanacaktır. Bu da rekabet ortamının oluşmasını engellemektedir (Calva, 1998:4).

1.3.1.3.Sermaye Piyasasını Güçlendirmek

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları arasındaki fark mevcut finansal araçların (hisse senedi, options, swaps, cds) vadelerinin kısa oluşu, borsada volatilitenin yüksek oluşu ve piyasanın sığılığı olarak tarif edilen borsada gerçekleşen işlem sayısının az olmasıdır. Özelleştirmeler sonrasında borsada işlem gören şirket sayısındaki artış ve borsadaki işlem hacminin artması bu yapısal sorunların çözümünde yarar sağlayacaktır. Özelleştirmeler sonrası yeni hisse senedi ihracı aracılığı ile tasarrufların yatırımlara dönüşmesi kolaylaşacaktır (Ünal,2000:60).

Sermayenin tabana yayılması ile ulaşılmak istenen; serbest piyasa ekonomisinin işlerliğe kavuşturulması, diğer yandan ise kişisel özgürlüklerin sağlanması ile gelir dağılımının iyileştirilmesidir. Ancak mevcut özelleştirme uygulamalarında sermayenin arzulanıldığı ölçüde tabana yayılmadığı, yani bireysel hisse senedi sahibi sayısının özelleştirme uygulamalarından sonra hızla azaldığı, halkın elindeki hisse senetlerinin, büyük yatırımcılar tarafından satın alındığı ve bu kuruluşların sermaye piyasasını yönettikleri görülmüştür. Ülke bazında örnekler baktığımızda; İngiltere’de British Aerospace’in özelleştirilmesinin ardından hisse senedi sahibi sayısı 1980-1981 yıllarında 158.000 iken bu sayı 1983 yılında 26.000’e düşmüş, diğer bir örnek olarak Amersham International’deki 65.000 olan hisse sahibi sayısının 7.500’e düştüğü tespit edilmiştir. İngiltere’de genel olarak halka arz

uygulamalarından sonra 1981-1983 döneminde bireysel yatırımcıların oranı %28 iken, 1987-1988 yıllarında bu oran %20'ye düşmüş, kurumsal yatırımcıların payı ise %69'dan %75'e çıkmıştır. Japonya ve Tayvan'daki uygulamalarda da benzer durum gözlenmiştir (Öztürk,2002:7).

İyi işleyen sermaye piyasalarının ekonomi için pek çok fonksiyonları bulunmaktadır. İlk varlık değerlendirme, hissedarların kontrolü ve yönetim disiplini gibi ilkeler barındırır. Riskin hissedarlar arasında dağılmasını sağlar. Halka arz şeklinde gerçekleşen özelleştirmelerin derinleştirdiği sermaye piyasası her ne kadar uluslararası sermaye akımlarını daha fazla çekse de küçük yatırımcıların tasarruflarının mobilizasyonuna da katkı sağlarlar. Özel sektörün yönetimini şeffaflaştırırken dünya ile daha bağlantılı hale getirir (Plane, 1997:43-44).

1.3.1.4.Gelir Dağılımını İyileştirmek

Kamu işletmelerinin hisse senetlerinin çalışanlara, küçük tasarruf sahiplerine ilk ihraç sırasında belli promosyonlarla satılması bu kesimlere gelir transferi sağlamaktadır. Gerçekleşen özelleştirme uygulamalarında gerek borsaya ihraç sırasında gerek diğer satış yöntemleriyle gerçekleşen işlemlerde çalışanların hissedarlığının gerçekleşmesi işletmenin verimliliğini artıracaktır. Çalışanlar yeni sahibi olduğu işletmelerde daha hevesli çalışacaklardır. Artan performansın ve üretimin hisse sahiplerine kar olarak döndüğü düşünüldüğünde gelir dağılımında belli bir oranda iyileşmeye neden olabilir (Uzunoğlu,1996:52).

Diğer taraftan özelleştirmeye karşı olan baskı grupları özelleştirilen işletmeler ile sendikaların yönetim kurulu üyeleri ve bu işletmelerin yöneticileridir. Çünkü özelleştirmeler gelir dağılımını yeniden düzenleyecek ve el değiştirecektir. Büyük ölçekli özelleştirmeler sendikaların gücünün azalmasına bunun hisse sahiplerine geçmesini sağlarlar (Rosa, 1997:82).

Özelleştirmelerin gelir dağılımına yansıyacak diğer bir etkisi işsizlik kanalı ile gerçekleşir. Özelleştirme sonrasında özelleştirilen devlet işletmelerinden çıkarılan işçiler kamunun başka alanında istihdam edilemiyorsa işsizlik artmaktadır. Örneğin Latin Amerika'da özelleştirme sonrası işsizlik rakamları durumu yansıtmaktadır.

Latin Amerika’da 1990 yılı kentsel işsizlik oranı 5.8% iken 1995 yılında 7.5% ve 1999’da 8.7% olmuştur. Sendikalarının gücünün azalması, belirli bölgelerde hizmetlerin aksaması, arz istikrarı ve devamlılığının azalması,”wimbledon effect” olarak adlandırılan yabancı sermaye baskınlığı, kötü borçlanma problemleri ve belirli sektörlerdeki krizlerin kontrol edilememesi gibi gelir dağılımı olumsuz etkileyebilecek dezavantajlarda bulunmaktadır (Kagami,2000:12).

1.3.2.Mali Amaçlar

Özelleştirme ile gerçekleşmesi planlanan mali amaçlar; Kamu Sektörünün Dış Finansman İhtiyacını Azaltmak, Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimini(KKBG) Azaltmak ve Vergileme Yapısını Değiştirmek başlıkları altında toplanabilir.

1.3.2.1.Kamu sektörünün Dış Finansman İhtiyacını Azaltmak

Kamu işletmelerinin yerli alıcıların yanı sıra yabancı alıcılara satılması ülkeye giren döviz miktarını artıracaktır. Türkiye’ye gelen doğrudan yabancı sermayenin önemli bir kısmı özelleştirmeler yoluyla gelmektedir. Devlete ait işletmelerin satışında yerlilerin yanında yabancılar da önemli alıcı konumundadırlar. Özelleştirme yolu ile Türkiye’ye giren uluslararası doğrudan yatırım tutarı 2005 yılında 1.5 milyar dolar (toplam 9.8 milyar dolarlık DYY girişinin %15’i); 2006 yılında ise 1.8 milyar dolar (toplam 20.1 milyar dolarlık DYY girişinin %8.8’i) olmuştur. Ancak 2001’de %70,7 olan özelleştirmelerin DYY içindeki payı yıldan yıla azalarak 2006’da %8.8’e inmiştir. Özelleştirme yoluyla gelen doğrudan yabancı sermaye, greenfield denilen yeni işletme, donanım ve teknoloji oluşturan yaratan yabancı sermayeden ziyade satın alma-birleşme(merger&aquisition) olarak adlandırılan mevcut işletme ve tesislerin satın alınması şeklinde gelen yabancı yatırımlardır (Talaşlı,2008:49,50). DYY içinde önemli hacme sahip özelleştirme rakamları 2012 yılında incelendiğinde toplam değeri 12,1 milyar \$ olan 19 işlem gerçekleştirmiştir. Böylelikle, özelleştirmelerin toplam işlem hacmindeki payı %43’e ulaşmıştır (YASED,2013).

Özelleştirme ilk bakışta kamu işletmelerinin zararları ve sübvansiyonlarından kaynaklanan bütçe açıklarının kapatılması ve kısa dönemde devlet bütçesine gelir kaynağı olması gibi avantajlar açısından olumlu algılanır. Ancak devletin

işletmelerden doğacak gelecek gelir akımlarını azaltmasının ya da bir seferde satış geliri şeklinde elde edilmesinin yanında hşkşmet tarafından şzelleştirme gelirlerinin nerelerde kullanıldığı toplam uzun dşnem faydanın analiz edilmesinde şnem taşımaktadır (Plane,1997:43).

1.3.2.2.Kamu Kesimi Boręlanma Gereksinimini(KKBG) Azaltmak

Şzelleştirmenin mali amağlarından bir tanesi de devlete gelir sağlamaktır. Kamu kesimi boręlanma gereği, destekli břtęe ile beraber Kamu İktisadi Teşebbşsleri (KİT) kâr/zararı, yerel yşnetimlerin açıklarını, břtęe dışı fonlar, dşner sermayeli kuruluşlar ve sosyal gşvenlik kuruluşlarının břtęe dengelerini kapsamaktadır(Pınar,2006:123). Kamu iktisadi teşebbşslerinin zarar etmesi durumunda kamu kesimi boręlanma gereği artacaktır. Kamuda zarar eden işlemelerin şzelleştirilmesi, kamu kesimi boręlanma gereğinin azalması yşnşnde, devlet břtęesi ve kamu finansmanı açısından olumlu olacaktır.

Şzelleştirmenin esas amağlarından biri KİT’lerin hazineye olan mali yşkşnş azaltmak olmasına rağmen şzelleştirilen kuruluşların daha şok kârly kuruluşlar olması ve kamu mşlkiyetinde verimsiz ve zarar eden kuruluşların bırakılarak hazineye yşk olmaya devam etmeleri KKBG’yi azaltmamaktadır. Zarar eden kuruluşların satışının kolay olmamasından dolayı aslında şzelleştirmelerin KİT’lerin devlete olan yşkşnş azaltmadığı şeklinde eleştirilere yol açmaktadır(Altıntaş,1988:98).

Tşrkiye’de Kamu Kesimi Boręlanma Gereği’nin(KKBG), GSYİH’ye oranı 2012 yılı geręekleřme tahminine gşre %1,73 olup; KKBG’nin en bşyşk bşlşmş konsolide břtęeden kaynaklanırken, ikinci sırada şzelleştirme kapsamındaki kuruluşların zararları yer almaktadır.(Kalkınma, 2012).

1.3.2.3. Vergileme Yapısını Değiştirmek

Hşkşmetler KİT fiyatlarını vergilendirme aracı olarak kullanmaktadırlar. KİT şrşnlerine yapılan zamlar enflasyon vergisi olarak adlandırılan zorunlu vergiye neden olabilmektedir. Bu şekilde elde edilen dolayly vergiler her gelir grubuna aynı oranda yansadığı için adaletsiz bir vergi tşrşdşr. Devletin KİT şrşnlerini kullanarak

elde ettiği bu dolaylı vergi yerini, özelleştirme sonrasında kamu işletmelerinin özel sektöre devri ile oluşan özel kuruluşların kârlarından elde edilen gelir ve kurumlar vergisi gibi dolaysız vergilere bırakacaktır (Balaban, 2007:12).

Vergi yapısını bozan ve hükümetlerin vergi gelir kayıplarına neden olan “free rider problem” olarak literatüre geçen “bedavacılık sorunu” kamu ekonomisinin mücadele alanlarından birisidir. Vatandaşların kamunun altyapı, belediye ve sağlık hizmetlerinden yararlanmasına rağmen vergisini ödememesi bedavacılık sorununun örneklerindendir. “Free Rider” kamu mallarından yararlanmasına rağmen bunun karşılığında bu malın maliyetinin finansmanında katkıda bulunmayan kişidir. Kamu mallarının kullanımından doğan marjinal faydadan daha az bir birim maliyet öder. Ancak toplumun bütün fertlerinin “free rider ” stratejisini benimsemesi durumunda kamu mallarının üretimi gerçekleşmeyecektir. Bu durumda toplumun kamu mallarının kullanımından kaynaklanan toplam faydası sıfıra inecektir (Hyman,1999:156). Özelleştirme bu sorunu ortadan kaldıran mekanizmayı, özel mülkiyetin satın aldığı kamuya ait işletmelerinin faaliyetini bedavacılığa yer vermeden denetlemesi ve hizmetleri etkin bir biçimde fiyatlandırması ile sağlayabilir. Özelleştirmeden elde edilen faydalar sadece hacim olarak yüksek tutardaki özelleştirmelerden ziyade şokları minimize eden güçlü makroekonomik çerçeveye ve bedavacılık problemini ortadan kaldıran denetim altyapısına bağlıdır (Kraft vd,2002:15).

1.3.3.Gelişmiş ve gelişmekte olan Ülkelerde Özelleştirme Amaçları

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke özelleştirme uygulamaları yöntem, amaç ve sonuç bakımından farklılaşmaktadır. En temel düzeyde ele alındığında gelişmiş ülkeler etkinliği artırmak için yani mikro temelli özelleştirme amacı güderken, gelişmekte ülkelerin özelleştirme uygulamaları daha makro amaçlı yani bütçe açıklarını kapatmaya yönelik gerçekleşmektedir.

Gelişmiş ülkelerde kamu işletmeleri, hükümete ek kamu geliri sağlama amacından daha çok ekonomik etkinliklerinin artırılması amacı ile özelleştirilmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde kıt kaynaklardan maksimum çıktıyı sağlama yani etkinliği artırma önemli bir amaç olarak kalmasına rağmen

fakirliği önleme ve sürdürülebilir ekonomik kalkınma diğer birincil amaçlardandır. Bunun yanında özelleştirme uygulamalarının fakirliği önlemedeki rolü belirsizdir. Kamu gelirlerinin artması ve devletin transfer harcamalarını artırması yönünde fakirliği önlemede katkısı olurken, özelleştirme sonrası kamu mal ve hizmetlerinde fiyat artışı ve istihdam azalışı ile refahın azalmasına yol açabilir (Bayliss,2002:619).

İngiltere, Fransa, Şili ve Türkiye gibi önemli tutarda özelleştirmeye sahne olan ülkelerde özelleştirme ile mülkiyetin daha geniş hisse sahipliğine yayılması amaçlanmıştır. Kamuya ait hisselerin özel sektöre satılması ile devletin bütçe açığı yeni borçlanma senedi ihraç etmekten daha az enflasyonist bir yöntemle giderilirken, siyasi liderlerin özelleştirme uygulamalarını desteklemelerinin bir nedeni de kamunun boyutunun küçültülmesi planının bir parçası olmasıdır. Bu şekilde mülkiyet değişikliği ile kamu finansmanında daha fazla etkinlik sağlanabilir. Özelleştirmenin altında yatan diğer ekonomik etmenler: hisse sahipliğinin genişletilmesi ile borsadaki fiyatlarda oluşan fiyat oynaklığının (volatilite) azaltılması, portföy çeşitliliğinin sağlanması ve borsaya taşınan riskin azaltılmasıdır. Çünkü bireysel hisse sahipliğinin, kurumsal mülkiyete nazaran artması ile hisse senedi fiyatlarındaki oynaklık azalır. Bunun nedeni kurumların bireylere oranla daha yüksek hacimlerde borsada işlem yaparak fiyatlar üzerinde etkili olmaları ve vergi muafiyetlikleridir (Seth,1989:29).

Mülkiyetin daha geniş kesime yayılmasını sağlayan özelleştirme uygulamalarını hükümetlerin teşvik etmelerinin nedenleri ülkelere göre farklılık göstermektedir. Bu nedenler: İngiltere’de pareto optimumun sağlanması, refahın pek çok kesime yayılması ile işçi-patron arasındaki farklılıkların kalkması, Fransa’da kamulaştırmaların zorlaştırılması, Şili’de monopol gücün birkaç yatırımcının elinde yoğunlaşmasının önlenmesi ve son olarak Türkiye’de ise daha geniş mülkiyet sahipliğinin özelleştirme programında öncelikli neden gibi gösterilmesidir. Mülkiyetin tabana yayılmasının gerçekleşip gerçekleşmediği; toplam hissedar sayısındaki artış, çalışan hissedarlığındaki artış ya da bireylerin kurumlara oranla hisselerindeki artış gibi kriterlerle ölçülür. 1978-1988 yılları arasında İngiltere, Fransa ve Japonya hisse senedi piyasasında yeni özelleştirmeler doğrultusunda

toplam hissedar sayısı %55 artış gösterirken, 11 milyon insan yeni hisse sahibi olmuştur. Ancak Tayvan ve Türkiye gibi ülkelerde hisselerin büyük bir kısmı bireylerden ziyade; hükümet, bankalar ya da büyük sanayi grupları gibi kurumlar tarafından tutulmaktadır (Seth,1989:30,32).

Kamu işletmelerinin performansları ülkeden ülkeye, sektörden sektöre, işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir. Latin Amerika kamu işletmeleri, Güney Afrika kamu işletmelerinden daha iyi performans göstermelerine rağmen, Asya ülkelerindeki kamu işletmelerine nazaran daha fazla sorun yaşamaktadır. Dünyadaki kamu işletmeleri için yapılabilecek standart varsayımlar; maliyetlerinin kazançlarından fazla oluşu ve etkin çalışamamalarıdır. Bunun için finansal ve ekonomik performans kriterleri kullanılır. Finansal performans için o işletmeye yatırım yapan yatırımcının dönem sonunda sermayesi oranında elde ettiği kâr dikkate alınırken, ekonomik performansta ise tahsis ve üretim etkinliğine bakılır. Pek çok durumda kârlılık performansı çalışkan ve yetenekli yöneticilerin kaynak kullanmadaki becerilerine, hükümet politikaları ile uyuma ve hükümetten aldıkları desteğe bağlı olabilir (Nellis ve Kikeri,1989:600).

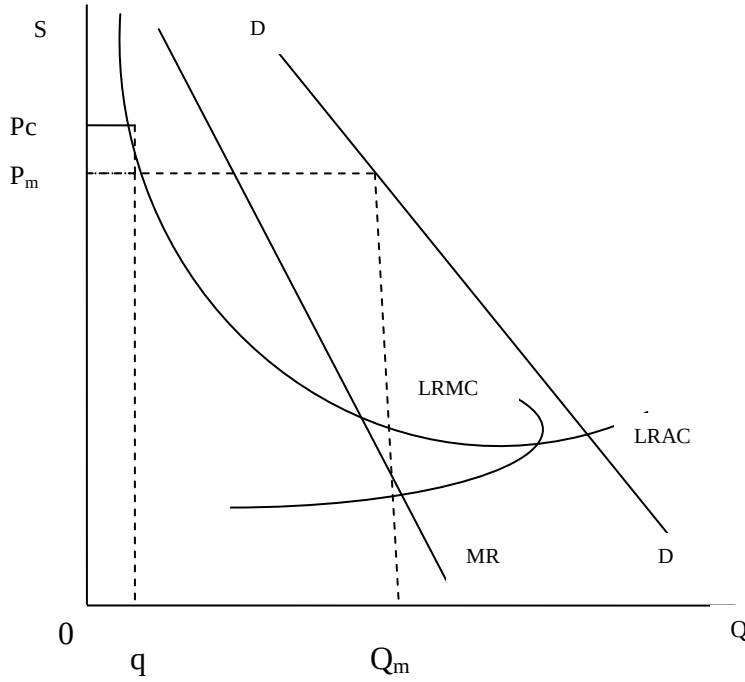
Diğer taraftan kârlılık durumu yönetimin elinde olmayıp monopol gücün kullanılması ya da hükümetin etkin olmayan fiyatlama politikası ile ilgili olabilir. Birtakım makro ekonomik politikalarla hükümet piyasada oluşan kurları ve faiz oranlarını kamu teşebbüslerini korumak amacıyla kontrol edebilir. Hükümetin piyasalara müdahalesinin amacı dolaylı olarak kur politikaları ile girdi fiyatlarında, faizlerle de sermaye temininde sübvansiyonu sağlamaktır (Nellis ve Kikeri ,1989:661).

1.3.4.İktisadi Etkinlik ve Doğal Tekeller

Rekabetin en önemli koşulu olan piyasada çok sayıda alıcı ve satıcının bulunması fiyatların maliyetlere kadar inmesine neden olmaktadır. Ancak bazı sektörlerde mal ve hizmet üretimi ölçeğe göre artan getiri altında gerçekleşir. Üretimleri arttıkça parça başına maliyetleri düşüren büyük firmaların yanında maliyetleri gittikçe artan küçük firmaların ayakta kalmaları ve rekabet ortamı beklenemez. Piyasada üretimi en az maliyetle gerçekleştiren tek bir firma kalır. Bu

şekilde tek bir firmanın üretimi veya satışını gerçekleştirdiği piyasa yapısına “doğal tekel ya da doğal monopol” adı verilir (Aktan ve Dileyici, 2005:22).

Şekil- 1. 1. Ölçek Ekonomisi ve Doğal Tekel (Monopol)



Yukarıdaki şekilde doğal monopolun oluşum süreci özetlenmiştir. Uzun dönem ortalama maliyet eğrisini gösteren “LRAC (Uzun dönem ortalama maliyet)” piyasa talebine göre daha büyük bir üretim düzeyinde minimum noktaya ulaşmaktadır. Tek bir üreticinin daha az maliyetle üretimi gerçekleştirdiği bu durum “doğal monopol” olarak adlandırılır. Kârını maksimize etmek için uğraşan monopol durumdaki üretici marjinal maliyetin marjinal hasılatı eşit olduğu noktada fiyatı P_m ve üretimi Q_m olarak belirleyecektir. Piyasada rekabeti sağlayacak ölçüde yeterli üreticinin bulunduğunu varsaydığımızda her bir firma sadece “q” kadar üretim yapabileceklerdir. Grafikte görüldüğü gibi q üretim düzeyinde ortalama maliyet tek üreticinin ürettiği durumdaki maliyetin oldukça üzerinde olduğundan piyasa fiyatı da yine monopol fiyatının üzerinde “ P_c ” olarak oluşmaktadır. Bu durumda piyasada oluşan doğal monopol rekabetçi duruma tercih edilmektedir (Viscusi, 2005: 86).

Bazı sektörler yukarıda anlatılan piyasa yapısına bağlı olarak doğal tekel özelliği taşımaktadırlar. Telekomünikasyon sektöründe yerel santrale kadar olan hatlar her bir kullanıcının her birinin santrale kablolar yoluyla bağlanmasını gerektirdiğinden sabit maliyet yüksek olmaktadır. Sektörde, marjinal maliyet yeni bir abonenin yaratacağı trafikten ziyade bu aboneye hat çekilip çekilmemesi kararına bağlıdır. Yerel ağların kurulma maliyetlerinin yüksekliği telekomünikasyon hizmetini doğa tekel haline getirmiştir(İçöz,2003:29).

Demiryolu taşımacılığı; rayların döşenmesi, bakımı ve istasyonların inşası gibi altyapı maliyetlerinin ve sabit maliyetlerin yüksek olması nedeniyle önemli ölçüde ölçek ekonomisi içermektedir. Fiziksel koşullar doğal monopoli doğurmaktadır. Demiryolu teknolojisi için gerekli yatırımların bölünemezliği ölçeğe göre artan getiriye neden olarak rekabetçi firma sayısını sınırlamaktadır. Bu nedenle hizmet ücretleri marjinal maliyeti aşabilir (Kessides ,2004:188).

1.4.Özelleştirme Teorileri

Bir işletmenin kamu ya da özel sektör mülkiyeti taşımasının, işletme performansı ve amaçları üzerinde farklı etkileri bulunabilmektedir. Kamu işletmeleri, kârlılık amacını ikinci plana atıp; bölgesel kalkınma, ithal ikamesi, kadın ve engelli istihdamı gibi farklı sosyal kalkınma göstergelerini birincil amaç edinebilir. Özel sektöre ait işletmelerin ise en önemli amacı hissedarlarına dağıtılan kârı maksimize etmektir. İşletmelerdeki farklı mülkiyet yapılarının doğurduğu farklı amaçlar literatürde bulunan beş farklı yaklaşım tarafından açıklanmaktadır.

- Klasik Okul ve Parasalcı Görüş
- Mülkiyet Hakları Teorisi (Property Rights Theory)
- Kamu Tercihi Teorisi (Public Choice Theory)
- “Piyasa Dostu” (Market- Friendly) Yaklaşımı
- “Friedman Matrisi” (Paranın Etkin Kullanımı)

1.4.1. Klasik Okul ve Parasalcı Görüş

Özelleştirmenin temelinde yatan özel mülkiyet teorisinin fikir babası Adam Smith, 200 yıldan daha fazla yıl öncesinde serbest piyasa ekonomisinin prensiplerini

ortaya koyduğu Yaratılışın Sorgulanması ve Ulusların Zenginliğinin Nedenleri (An Inquiry into The Nature and Causes of the Wealth of Nations) başlıklı ünlü eserinde devletlerin toplumdaki üç rolüne deyinmiş ve ilk ikisini milli güvenliğin ve adaletin sağlanması olarak sınırlamıştır. Ancak devletin son rolünü ise özel sektör tarafından katlanması zor maliyetler içeren ancak tüm maliyeti kamu tarafından değil de hizmeti alan taraflar tarafından da karşılanabilecek faaliyetler olarak sıralamıştır. Bunlar ülkede ticaretin, tarımın ve kalkınmanın gelişmesine katkı sağlayan, pozitif dışsallık içeren ; yol, köprü liman ve kanalların yapımı ile eğitim hizmetleridir. Bu hizmetler ücretli olmalı ve tüm masraflar devlet tarafından yüklenilmemeli, özel sektör tarafından kamu kontrolünde yürütülebilmelidir (Smith, 1776).

Adam Smith (1776:26) “Yaratılışın Sorgulanması ve Ulusların Zenginliğinin Nedenleri” adlı, eserinde “Yemeğimizi kasabın, biracının ya da fırıncının yardım severliğinden dolayı değil, onların kendi çıkarlarını gözetmeleri nedeniyle elde ederiz. Onların insancılıklarına değil, bencilliklerine sesleniriz ve hiçbir zaman kendi ihtiyaçlarımızdan değil onların kazançlarından söz ederiz.” Demekle mübadelenin altında yatan esas güdünün kişisel çıkar olduğunu bununda işbölümü ve uzmanlaşmayı artırdığını ifade etmektedir. Özel mülkiyette bireysel fayda gözetimi kamu mülkiyetinden daha fazladır. Bu durumda klasik görüşün özelleştirme teorisinin temelinde, özel mülkiyet ve kişisel çıkar kavramlarının ye aldığını söyleyebiliriz.

Monetarist ya da Parasalcı okul klasik ekolün devamı olarak, hükümetin ekonomiye müdahalesinin para arzının kontrolü ile sınırlanması gerektiğini benimsemektedir. Chicago Üniversitesi iktisatçılarından Milton Friedman, klasik paranın miktar teorisinden yola çıkarak para arzının büyüklüğü ile enflasyon arasındaki ilişkinin analizinde, merkez bankalarının belli bir oranın üstünde para arzını artırıcı kararlarının ekonomiye enflasyon olarak geri döneceğini savunur. Monetarist görüşün klasik teoriden beslendiği devletin sınırlı rolü tezi, özelleştirme ile ilgili görüşleriyle de desteklemektedir. Milton Friedman eğitimde özelleştirmenin savunucularındandır. Eğitimin özelleştirilmesinde kupon sistemini geliştirmiş ve

devletin eğitim hizmetini dağıtacağı kuponlarla özel sektöre transfer ederek, halkın vergi yükünün azalacağını savunmuştur (Friedman, 1955).

1.4.2. Mülkiyet Hakları Teorisi (Property Rights Theory)

Serbest piyasa ekonomisinin önemli bir bileşeni olan teoriye göre, mülkiyet hakları, bireylerin kendi mülklerini edinebilme ve serbestçe piyasaya girme hakkı ile donatılmalarıdır. Fiyatlar piyasa hareketine göre oluşmaktadır. Kişiler istedikleri mülke yatırım yapmakta ve geliştirmekte özgürdürler. Devletin mülklerine müdahale etmeyeceğini bildikleri sürece yatırım yapar ve geliştirirler.

Mülkiyet hakları teorisine göre hissedarlar özel mülkiyet ile elde edilen kârın işletmede kalmasını işletmenin değerinin artması ve yönetiminin performansı için çaba gösterecektir. Özel bir şirkette hisse sahibi olan yatırımcı şirketin zarar etmesi durumunda hisselerini elden çıkararak, satabilir. Oysa kamu teşebbüslerinde tüm vatandaşların teorik olarak hak sahibi oldukları düşünüldüğünde bireysel mülkiyet hakları el değiştirememektedir. Piyasada firmaların performansları ile ilgili bilgilerin açıklanması ve şirket performansının fiyatına yansması piyasaları şeffaf kılmaktadır (McFetridge, 1997:15).Özel bir şirkette yöneticilerin performansını ölçen çeşitli mekanizmalar bulunmasına rağmen kamuda yöneticiler performansa bakılmaksızın siyasi kaygılarla atanabilmektedir. Özel bir işletmede başarısız yönetici işini kaybetme riski ile karşı karşıyadır. Mülkiyet haklarının açıkça anlatıldığı ve insanların servetlerini artırabilme izninin olduğu ülkelerde özelleştirme daha başarılıdır.

1.4.3. Kamu Tercihi Teorisi (Public Choice Theory)

Modern özelleştirme görüşünün gelişmesine en büyük katkı iktisat okullarından kamu tercihi ekonomistlerinden gelmiştir. Kamu tercihi teorisi özelleştirmenin temelinde yatan güdülerini kişilerin çıkarlarını gözetmesine ve faydalarını maksimize etme çabasına dayandırmıştır. Kâr amacı güdülmedikçe kamu kurumlarının yöneticisi konumundaki bürokratlar kişisel çıkarlarını halkın çıkarlarının önünde tutacaklardır. Bu kişisel çıkarlar bazı grupları işe sokma, yüksek ücret verme şeklinde olabilir. Ancak özel sektördeki yöneticilerin birincil amacı

işletmenin kârını ve hissedarların primlerini maksimize etmektir. Özel sektör yöneticileri iflas riski ve bilânçolarının sermaye piyasasında bankalar ve denetleyici kurumlar tarafından her mali dönem analiz edilmesi nedeniyle disiplinli bir şekilde işletmenin mali performansına odaklanırlar.

Teoriye göre bürokrasinin kamu hizmetlerinde yarattığı problemlerin çözümünün en kolay yolu monopol durumdaki kamu hizmetlerinin ihalelerle rekabete açılmasıdır. Aslında hizmet kalitesini artıran, mülkiyetin özele ya da kamuya ait olmasından ziyade piyasada yaşanan rekabetin sonucunda etkinliğin artmasıdır (Boyne,1998:475).

Mülkiyet hakları ve kamu tercihi teorileri özel mülkiyet haklarının önemine vurgu yaparak, bu şekilde piyasada eksik bilgi varsayımında işleyen kurumları denetleme imkânı yakaladığını öne sürerler. Politikacılar oy beklentisi ile istihdam yaratırken, sendikaların siyasi partiler üzerinde yadsınamaz etkileri bulunmaktadır. Bu durumun dünya genelinde pek çok örneği vardır. Örneğin İngiliz hükümeti uzunca bir süre etkinliği bulunmayan kömür madenlerini, sektörde iş kayıpları oluşmaması için kapatmaktan kaçınmıştır. Yine Fransa’da sürekli zarar eden Credit Lyonnais bankası batık kredilerinin çoğunu hükümetteki sosyalist partinin arkadaş çevresine vermiştir. Özelleştirme ise şirketler için politikacılar ve yöneticileri arasında bir sınır çizerek şirketlerin politik niteliğini yok eder (Boycko vd,1996; 309).

1.4.4. Piyasa Dostu Yaklaşımı (Market- Friendly)

Değişen ekonomik sistemde devletin üstlendiği yeni roller için, Dünya Bankası ekonomistlerince 1991 yılında hazırlanan raporda “piyasa dostu” (market –friendly) tezi öne sürülmüştür. Bu yaklaşımının başlıca özellikleri:

- Özel sektörün üretimini üstlenmediği temel eğitim, çevrenin korunması, altyapı, fakirlikle mücadele, nüfus kontrolü gibi konularda kamu harcamalarının gerçekleşmesi devletin rolüdür. Diğer taraftan kamunun fiziki üretimi yönetmesi yada ithalatı daha ucuz olan bir malın yerel üretimini desteklemesi yanlıştır. Ancak piyasanın işlemediği, zoraki

durumlarda devletin piyasaya müdahalesi gerçekleşebilir. Devletin piyasaya müdahalesi tereddütlü ve çekingen olmalıdır.

- Devlet ticaret dengelerini kontrol eder ve gözlemler. Uluslararası ve yerel piyasaların disiplini için sürekli müdahalelerde bulunabilir.
- Piyasaya devlet müdahalesi açık, basit ve şeffaf olmalıdır. Bu müdahaleler takdir yetkisinden ziyade kurallara tabi olmalıdır. Devletin ekonomik kalkınmadaki rolü önemli olmakla beraber, piyasaların etkin işlemesine yönelik; sosyal, kanuni ve ekonomik altyapının sağlanması ve özel girişim için uygun yatırım ikliminin oluşturulması ile sınırlı kalmalıdır (Singh, 1994:39).

Japonya, Tayvan, Çin ve Güney Kore gibi 1950’li yıllar sonrası ekonomik yönden gelişen bu ülkeler için dünya bankası raporunda ele alınan “piyasa dostu” yaklaşımının geçerliliği tartışılmaktadır. 1950’ler öncesinde Japonya 5 milyon ton çelik, 50.000 adet otomobil üretimi ile yıllık çelik üretimi 100 milyon ton ve yıllık otomobil üretimi 6.000.000 olan Amerika’nın gerisinde kalırken, 1980’li yıllarla beraber Japonya, Amerika’dan daha fazla çelik ve otomobil üretir hale gelmiştir. Bu ülkelerde devletin piyasalara müdahalesi tereddütlü ve çekingen olmayıp, güçlü ve agresiftir. Belirli sektörlerde (çelik, kimya, makine ve diğer ağır sanayiler) devlet teknolojik gelişimin sağlanması için “yapısal politikalar” ile “plan merkezli piyasa ekonomisi” izlemiş ve bu endüstrileri teşvik etmiştir. 1950-1973 yılları arasında Japon ekonomisindeki hızlı büyümenin kaynağı olan ve Güney Kore ve Tayvan’da da yapısal dönüşüm için kullanılan politikaların en önemlileri; ithalat kontrolleri, uzun dönem negatif faizli krediler, yerel endüstriye giriş ve çıkışların sınırlandırılması, döviz kuru kontrolü, yabancı teknolojinin ithalidir. 1980’lerin öncesinde Tayvan ve Güney Kore’de devlet, stratejik sektörleri kolaylıkla kredilendirmek için bankaları devletleştirmiştir (Singh, 1994:40-43).

1.4.5. Friedman Matrisi (Paranın Etkin Kullanımı)

Özelleştirme olgusunu şekillendiren temel kuramların başında Milton Friedman’ın “Paranın Etkin Kullanımı” kuramı gelmektedir. Sermaye ile mülkiyetin

farklı ya da aynı elde olmasının ekonomik etkinlik üzerinde yaratacağı sonuçları değerlendiren Friedman Matrisinde dört farklı durum bulunmaktadır (ÖİB,2008: 29).

Friedman Matrisi'ne göre

- I) Birinci durumda bir kişi kendi parası ile kendisi için mal veya hizmet satın alıyorsa minimum fiyatla en kaliteli ürünü almak için çaba gösterirken fayda/maliyet dengesi maksimum düzeyde sağlanır. Bu duruma verilebilecek bir örnek, kişinin süpermarkette kendisi için kendi parası ile alışveriş yapması. Bu durum özel mülkiyetin etkinliğini savunmaktadır.
- II) İkinci durum kişinin kendi parası ile bir başkası için mal veya hizmet satın aldığı durumdur. Örneğin özel günlerde başkaları için hediye alma durumu. Kişi mal ve hizmetin fiyatına ve görünüşüne önem vermesine rağmen ürünün kalitesine aynı derecede önem vermez.
- III) Üçüncü durumda kişi, başkasının parası ile kendisine mal veya hizmet satın almaktadır. Bu durumda fiyat önemini kaybederken kalite ve görünüm ön plana çıkmaktadır. Hesabı bir başkasının ödediği bir yemekte yemeğin fiyatına dikkat etmemen ancak yemekten maksimum faydayı elde etmeyi beklediğin durum.
- IV) Son durumda kişi başkasının parası ile başkasına mal veya hizmet satın almaktadır. Hem fiyat hem de kalite önemini kaybeder. Bu durum kamu mülkiyetinin güzel bir örneğidir.

Hükümetlerin çoğunun harcamaları aşağıda yer alan (şekil 2.1) Friedman matrisin sağ köşelerinde yer almaktadır. Üçüncü duruma örnek olarak kişinin sosyal güvenlik fonlarını, sosyal yardımları ya da devletten aldığı bursları ,hibeleri kullandığı durumdur. Son duruma örnek olarak kamuya ait işletmelerin faaliyetleri, toplu konut ve lojmanlar için bürokratların yaptıkları özensiz harcamalar gösterilebilir. Milletvekilleri halkın parasını kamuya ait hizmetlerde harcamak için seçimle göreve gelirler. Bürokratlarda aynı şekilde kurum fonlarını kamu hizmetleri için kullanmaya yetkilidir. Ancak insan doğası gereği bürokratların kullandıkları kamu fonlarına gösterdikleri özen kendi paralarını harcamalarına kıyasla oldukça azdır (Friedman, 1990:116-117).

Şekil -1. 2. Friedman Matrisi

		Parayı Harcayan Kişi	
		Kendisi	Başkası
Paranın Mülkiyeti	Kendisi	Kalite ve fiyat birincil önemlidir.	Fiyat önemlidir kalite önemini kavbeder.
	Başkası	Kalite önemlidir, fiyat önemini kaybeder.	Fiyat da kalitede önemli değildir.

İKİNCİ BÖLÜM- ÖZELLEŞTİRME YÖNTEMLERİ

Özelleştirme yöntemlerini genel olarak, dar anlamda mülkiyetin transferini içeren yöntemler ile mülkiyetin transferini içermeyen yöntemler olarak sınıflandırabiliriz. Bu yöntemlerden hangisinin kullanılacağı ise ülkeden ülkeye ya da sektörden sektöre farklılık göstermektedir. Telekom hizmetlerinin özelleştirilmesinde mülkiyetin kısmen ya da tamamen transferini içeren blok satış ya da halka arz ile özelleştirme daha yaygın iken posta hizmetlerinde, piyasanın rekabete açılması ve şirketleştirme ile yönetim sözleşmesi gibi uygulamalara gidilmektedir. Enerji sektöründe üretim ve dağıtım hizmetleri birbirinden ayrı yöntemlerle özelleştirilmektedir. Üretim birimi kısmen ya da tamamen özelleştirilirken elektrik dağıtım birimleri imtiyaz, kiralama vb yöntemlerle özelleştirilmektedir. Doğal gaz sektöründe kiralama yöntemi yaygındır. Ulaşım hizmetlerinde yap işlet devret modeli, şirketleştirme ve ihale yöntemleri yaygın iken; su, kanalizasyon, çöp toplama hizmetleri belediyeler tarafından ihale ve kiralama yöntemleri ile özel sektörden hizmet satın alınarak özelleştirilmektedir (Aktan ve Dileyici, 2005:59).

2.1. Mülkiyeti Elden Çıkarmadan Gerçekleşen Özelleştirmeler

Mülkiyeti elden çıkarmadan gerçekleşen özelleştirmeler satışlar öncesi ara bir adım ya da kamu işletmeleri için özelleştirmeye giden yol olarak tanımlanabilir. Bunlar şirketleşme, iştiraklerin satışı, kamu işletmelerinin özel sektör disiplini ve rekabetine erişmesi gibi adımlardır (Nur,2003:51). Tablo 1’de bunların hangi adımlar olduğu gösterilmiştir.

Tablo-2 1. Özelleştirme Teknikleri

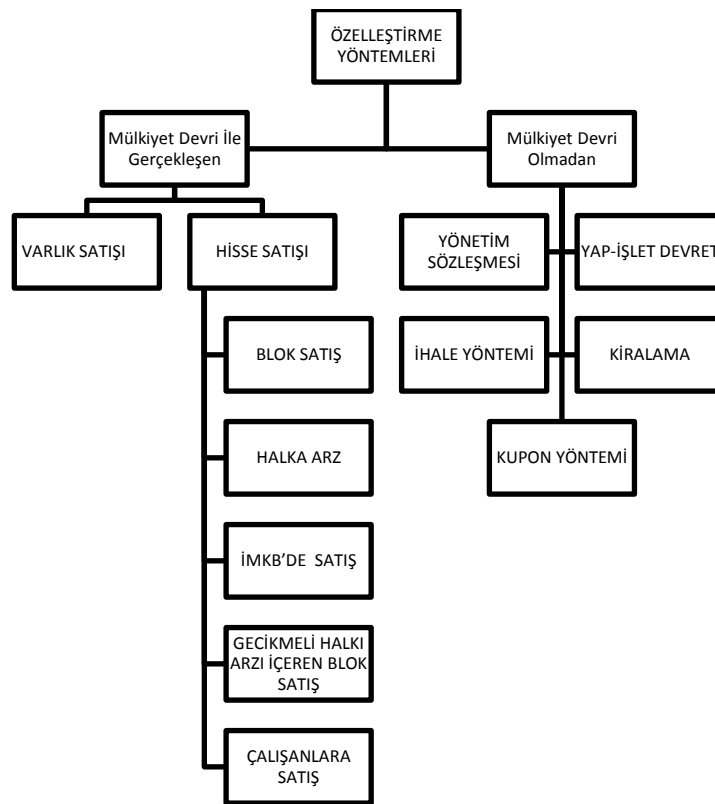
Opsiyonlar	Teknikler
Mülkiyet Devri Olmadan	i) Kamu Girişim Reformları a) Yeniden Yapılandırma b) Şirketleşme ii) Yönetimin Özelleştirilmesi ve Devri a) Yönetim Sözleşmeleri b) Finansal Kiralama (Leasing) c) İmtiyazlar iii) İşletme Hakkı Devri iv) İş ortaklığı
Mülkiyet Devri	i) Yatırımcılara Direkt Satış (Kısmi ya da Tamamı) ii) Borsada Halka Arz

	iii) Açık Artırma,İhale Yöntemi iv) Çalışanlara Satış
--	--

Kaynak: Noorul Ainur Mohd Nur, “Privatization in Malaysia at the Crossroads: Politics and Efficiency”, Yayınlanmamış Doktora tezi , City University of New York, 2003, s.52

Şekil 2.1’de özelleştirme yöntemleri farklı bir açıdan ele alınmıştır. Temel olarak mülkiyetin devrinin gerçekleştiği ya da sadece yönetimin özelleştiği uygulamalar olarak ikiye ayırmaktayız.

Şekil- 2. 1.Özelleştirme Yöntemleri



Kaynak: Mohd Nur (2003) s.52 ile Destan (2010),s. 51’den derlenerek hazırlanmıştır.

2.1.1. Yönetim Sözleşmesi Yöntemi (Management Contract Methods)

Devletin kamu işletmelerindeki mülkiyet hakkını saklı tutarak sadece yönetimin özelleştirmesidir. Yönetim sözleşmesi (management contract) adı verilen bir sözleşme ile kamu işletmelerinin yönetimi özel sektöre devredilmektedir (Aktan,1995:9).

Yönetim sözleşmesinde belirlenen süre genelde 3 ya da 5 yıl, kamu işlerinin yürütmesi için devlet özel sektöre ödemede bulunmaktadır. İlgili işletmenin yatırım kararları devlet tarafından verilmeye devam ederken operasyonel riski devlet üstlenmektedir. Devlet yönetimi devralan özel işletme ile yönetim sözleşmesinin yanında başarı ölçütünde kâr vermeye yönelik performans sözleşmesi de imzalayabilir. Bu yöntem daha çok hava alanları ve atık su ünitelerinin özelleştirilmesinde kullanılmaktadır (Aktan ve Dileyici, 2005:54).

2.1.2. İhale Yöntemi (Contracting Out)

İhale yöntemi ile mülkiyet transferi gerçekleştirilmeden hizmet arzı özel kesime devredilmektedir. Devlet bazı mal ve hizmetlerin üretimini özel kesime ihale ya da sözleşme (contracting –out) yoluyla devretmektedir. Örneğin belediye, üniversite, hastane gibi kuruluşlar; temizlik, bakım onarım hizmetlerini özel sektöre yaptırabilmektedir (Kök,1995:127).

Birçok ülkede devlet kamu hizmetlerini bizzat kendi yerine getirmek yerine bu hizmetleri ihale yöntemi ile özel sektöre devretmektedir. Özellikle hizmet sektöründe kullanılan bu yöntem belediye hizmetlerinin yerine getirilmesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Yerel yönetimlerde en çok kullanılan özelleştirme yöntemi olan ihale yöntemi ile belediyeler ucuz ve kaliteli hizmet sunmaktadır (Uçar, 2006:17).

2.1.3. Finansal Kiralama Yöntemi (Leasing)

Kamu işletmelerinin özel işletmelere kiralanması ve kiralanan kamu işletmelerinin özel işletmelerce mal ve hizmet üretiminde kullanılarak, uzun dönemde özel işletmenin mülkiyetine geçerek özelleştirilmesi uygulamasıdır (Falay,1994:25).

Finansal kiralama kanununa göre, Finansal kiralama sözleşmesi “kiralayanın, kiracının talebi ve seçimi üzerine üçüncü kişiden satın aldığı veya başka suretle temin ettiği bir malın zilyetliğini, her türlü faydayı sağlamak üzere ve belli bir süre feshedilmemek şartı ile kira bedeli karşılığında, kiracıya bırakmasını öngören bir sözleşmedir” (3226 sayılı kanun,1985).

Leasing kamu varlıklarının; altyapı, ekipman ve sistemleri de içerecek şekilde, özel kesime işletmesi için geçici olarak devredilmesidir. Özel operatörler leasing anlaşmasının şartlarına göre kamu varlıklarını kiralarlar. Kiralama kontratı genelde 10-20 yıl gibi süreci kapsamaktadır. Sözleşmenin sona ermesi durumunda tarafların isteğine göre her iki tarafça yenilenir. Kiralamanın kamuya faydası kamunun varlıklarından gelir elde etmesi ve bunlar için gerçekleştireceği bakım masrafından kurtulmasıdır (Kollie, 2010:42).

Kiralama yönteminde kamu işletmesinin mülkiyeti devlette kalırken, kiralayanın kira süresi sonunda işletmeyi satın alması kararlaştırılabilir. Kiralayan özel işletmenin işletme, için yatırım yapma zorunluluğu yoktur. Yönetim sözleşmesi ile özelleştirmeden farklı olarak operasyonel risk devlet tarafından değil özel sektöre üstlenilir. Fakat diğer sorumluluklar yine devlette kalır(Aktan ve Dileyci,2005:54).

2.1.4. Kupon Aracılığı ile Satış Yöntemi (Vouchers)

Bu yöntemde devlet paraya çevrilebilir kuponlar aracılığı ile belli bir hizmeti, isteyen vatandaşlara ya da geliri düşük kimseler ile kamu görevlilerine sağlar. Kupon sahibi muhtaç kişiler ellerindeki kuponlarla o hizmeti özel sektörden alabilir(Falay, 1994:24).

Kupon yoluyla satış yöntemine örnek olarak, devletin gelir düzeyi düşük kimselere ya da kamu personeline devlet hastanelerinde ücretsiz ya da düşük bedelle sağlık hizmeti sunmak yerine bu kimselere sağlık kuponu vererek bu hizmeti özel hastanelerden almaları olanağını sunması verilebilir (Aktan:1995:8).

Geçiş ekonomileri olarak adlandırılan Polonya, Çekoslovakya, Romanya, Yugoslavya gibi Doğu Avrupa ülkelerinin merkezi planlamadan serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde yaşadıkları büyük ölçekli özelleştirmelerde yöntem olarak “Hazine Kuponuna Dayalı Özelleştirme” tercih edilmiştir (Apathy vd, 1995:9).

2.1.5. Yap –İşlet- Devret Yöntemi

Literatür ve kanundaki tanımından özetle yap-işlet-devret modeli kamunun görev alanına giren bir hizmetin ya da alt yapı yatırımın önceden belirlenen bir süre ve maliyet üzerinden belirlenen esas ve usullerle imzalanan sözleşme ile özel bir işletme tarafından gerçekleştirilmesi ve sözleşme sonunda tekrara kamuya devredilmesidir. Bu yöntemle özel firmaya ekonomik anlamda bir imtiyaz hakkı da verilmektedir (Yaşar, 2006:57).

Yap –İşlet-Devret (YİD) yöntemi ile özelleştirme daha çok büyük ölçekli ve ihtiyat gerektiren altyapı yatırımlarının özelleştirilmesinde kullanılmaktadır. Bu yatırımlar; su dağıtım şebekeleri, hava alanları, köprüler gibi önemli finansman gerektiren yatırımlar olabilir. Özel işletmecinin yatırım inşaatını ya da işletmesini 20 yıl ve daha uzun süreyle finanse etmesini ve sonrasında tekrar kamuya devretmesini gerektirmektedir (Webster ve Sansom, 1999:4).

YİD modeline örnek olarak; İstanbul Atatürk Havaalanını terminal kapasitesini artırmaya yönelik projeyi, YİD modeli ile iki aşamalı olarak gerçekleşen ihaleyi TAV'ın kazanması ve Atatürk Dış hatlar binası ile çok katlı otoparkını belirli bir süreyle işletmesini gösterebiliriz (Özenen, 2003:98).

2.1.6. İşletme Hakkı Devri

Kamu kuruluşlarının veya işletmelerin aktiflerindeki mal ve hizmet üretim birimlerinin mülkiyet hakkı kamuda kalmak şartı ile belirli bir süre ve şartlar altında, bedel karşılığında işletilmesi hakkının özel sektöre verilmesidir (Doğan, 2012:20).

İşletme hakkı devirlerinde devir süreleri; limanlarda 30 yıl, marinalarda 49 yıl, termik santralde 20 yıl olarak belirlenmiştir. Bu sürelerin sonunda işletme hakkı devir edilen tesisler tüm ilave yatırımları bedelsiz olarak ve çalışır durumda devlete teslim edilmektedir.

Bu yöntemin Türkiye’de kullanıldığı alanlardan biri karayollarının özelleştirilmesidir. Karayolları Genel Müdürlüğü’nün sorumluluğundaki, Edirne-İstanbul-Ankara Otoyolu, Fatih Sultan Mehmet Köprüsü ve Çevre Otoyolu ve bazı

otoyollar ile bunlar üzerindeki hizmet tesisleri, bakım ve işletme tesisleri, ücret toplama merkezleri ve diğer mal ve hizmet üretim birimleri ile varlıklar tek paket halinde birlikte, 25 yıl süreyle “İşletme Haklarının Verilmesi” yöntemiyle özelleştirilmesi amacıyla ihaleye açılmıştır (ÖİB,2012:12-13).

2.2. Mülkiyetin Devri ile Gerçekleştirilen Özelleştirmeler

Satış yöntemi, devletin kamu işletmelerindeki fiziki ya da mâli varlığını satmasıdır. Fiziki varlığını arazi, bina, makine ve teçhizat gibi unsurlar oluştururken mâli varlığını da hisseler oluşturmaktadır. Satış yönteminde iki alt yöntem bulunmaktadır.

2.2.1. Doğrudan Satış (Varlık Satışı)

Doğrudan satış yönteminde özelleştirilecek kamu işletmelerinin aktifleri kısmen ya da tamamen satışa sunulmaktadır. Satışta tüm aktiflerin yer aldığı duruma toptan-bütünsel özelleştirme, aktiflerin sadece bir bölümünün yer aldığı duruma ise kısmi özelleştirme ismi verilmektedir. Satılması planlanan kamu işletmelerinin aktif değerlerinin aşırı yüksek olmaması, düzgün bir mali yapıya sahip olmaları doğrudan satış ile özelleştirmede avantaj sağlamaktadır. Doğrudan satış yöntemi daha çok kâr amaçlı mal ve hizmet üreten kamu kuruluşlarının örneğin Türkiye’de KİT’lere bağlı müesseselerle, bağlı ortaklıkların özelleştirmesinde uygulanabilir (Falay, 1994:28).

2.2.2. Hisse Senedi Yoluyla Satış Yöntemi

Kamu kuruluşlarının tüm veya bir kısım hissesinin doğrudan halka, tek bir alıcıya, o kamu kurumunda çalışanlara, yöneticilere veya kurumsal alıcılara satılmasıdır. Satışta kişi başına hisse miktarı sınırlandırılabilir, belli gruplara altın hisse verilebilir, belli gruplara indirim ve ayrıcalıklar uygulanabilir. Buna örnek olarak İngiltere’de British Telecom’un hisse senetlerinin kuruluşta çalışanların %36’sına bedelsiz veya indirimli satılması örnek gösterilebilir (Falay,1994).

Stratejik öneme sahip kamu işletmelerinin satışında ulusal çıkarlar açısından risk oluşturmamak için altın hisse uygulaması ile hisse satışında bazı kısıtlar getirilebilir. Altın hisse ile devlet, kamu işletmesi özel mülkiyete geçse bile özel oy hakkına sahip olur, yabancıların mülkiyetinde belirli bir oranı aşması engellenebilir

(Aktan,1995:39).Şirket ana sözleşmesinde ülke güvenliğine zarar verecek gelişmelerin önlenmesi, kamu çıkarlarının gözetilmesi, az gelişmiş yörelerin gelişmesi ve üretimin devamlılığının sağlanması gibi konularda devlet adına tek bir hisse tahsisi (altın hisse) ile yönetim kurulunda bu kararlar üzerinde devlete söz hakkı verebilmektedir (Destan, 2010:51).

Hisse senetlerinin ihracı yurt içinde sermaye piyasasında olabileceği gibi yurt dışı sermaye piyasaları kanalı ile de gerçekleşebilir. Örneğin son zamanlarda devlet hisse senetlerinin talep toplama ve satış işlemlerinde özel büyük aracı kurumları kullanmaktadır. Türkiye Sanayi ve Kalkınma Bankası(TSKB) özelleştirme projelerinde Özelleştirme İdaresi'nin danışmanı olarak değer tespiti, özelleştirme stratejisinin belirlenmesi gibi alanlarda hizmet vermektedir. Hisse senetlerinin satışı doğrudan tek bir alıcıya, halka, işletme çalışanlarına ya da özel bir aracı kuruluşa gerçekleşebilir. Diğer bir yöntem ise borsada halka arz yoluyla satıştır.

2.2.2.1. Blok Satış

Türkiye’de özelleştirme yöntemi olarak en çok blok satış yöntemi kullanılmaktadır. Yaşar (2006) özelleştirme yöntemlerini karşılaştırdığı çalışmasında 1984-2004 yılları arasındaki 138 özelleştirme uygulaması içinden 74 uygulama ile blok satış yönteminin Türkiye’de en çok kullanılan yöntem olduğunu saptamıştır. Blok satış yönteminin en çok kullanılmasının nedenleri arasında; Türkiye’de henüz çok ortaklılık kültürünün tam olarak yerleşmemesi, yasaların şirketlerin ana sözleşme değişikliklerine ancak yüzde 50’nin üzerindeki çoğunluk hisselere imkân vermesi ve özelleşen şirkete çoğunluk hisseye sahip yatırımcıların, finansmanda ve yönetimde kolaylık sağlamaları gibi nedenler sıralanabilir (Yaşar,2006:123).

Blok satış yöntemiyle özelleştirmenin avantajı ihale ile gerçekleştirilen özelleştirmede toplanılan tekliflerde fiyat rekabeti sonucunda devletin yüksek gelir elde etmesidir. Oysa halka arz yönteminde teknik olarak düşük fiyatlama (underpricing) sonrasında özelleştirme sonrasında gelir kaybı yaşanabilmektedir. Hükümetler blok satış yöntemi ile doğrudan yabancı yatırımları çekebilirler bu şekilde gelen büyük şirketlerin teknoloji ve yönetim uzmanlığından faydalanırlar. Ancak dezavantajı ise yerel sermaye piyasalarının gelişmesinde fazla bir katkısı

olmadığı gibi geniş halk kitlelerinin, küçük yatırımcıların özelleştirmelerde yer almalarını ve hisse sahipliğini artırmaz (Calva,1998: 14-16).

Siyasi iktidarlar özelleştirilen şirketlerin alıcılarını her an aldıkları işletmeyi kolayca devletleştirme tehdidi altında “siyasi bağımlılık” yaratma potansiyeli taşıyan blok satışı diğer yöntemlere tercih ederler. Özelleştirmenin amacı politikacılar ile şirketler arasındaki ilişkiyi kesmektir. Oysa blok satış yöntemi şirketlerle politikacıların ilişkisini kesmediği gibi daha da yoğunlaştıran bir ortama yöneltmektedir (Yaşar, 2006:130,131).

2.2.2.2. Çalışanlara Satış

Şirketin hisselerinin belli bir oranının şirket yöneticilerine ve çalışanlara belirli bir teşvik mekanizması ile ya da teşviksiz satışını içerir. Özellikle çalışanlara sağlanan bu teşvikler; bedelsiz hisse verilmesi, hisse bedelinin taksitle ödenmesi, vergi muafiyeti içeren hisse satışı şeklinde olabilir (Yaşar, 2006: 51).

Özelleştirilen kamu işletmelerinde çalışanların işletme sermayesine ortaklığı verimlilik ve etkinliğin artırılmasında etken olmaktadır. Sermayeye katılma ve sahiplik duygusuyla çalışanlarda işletmeye olan bağlılık artarken, sorumluluk duygusu kârlılık ve verimliliğe etki etmektedir (Gürol,1987:103). Bu yöntem gelir dağılımının daha adil bir yapıya kavuşması açısından da değerlendirilebilir. Kamu işletmelerinin özelleştirilmesinde işletme çalışanlarına (ve yöre halkına) öncelik verilmesi sonucu çalışanlar emek geliri yanında, hisse senetlerinden temettü olarak sermaye geliri elde etme imkanına sahip olacaktır (Gürol,1994:7).

Türkiye’deki uygulamalar incelendiğinde Teletaş’ın arz edilen %22 oranındaki payın yaklaşık %37’si şirket çalışanlarına devredilmesi, Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş (ERDEMİR) halka arzında, 1 milyar 65 milyon TL kısmının işçilere personel vakfı aracılığı ile satılması örnek gösterilebilir. Özelleştirmelerde çalışanlara satılan hisse senetlerinin oranı satışlardan elde edilen gelire oranla düşük bulunmaktadır. THY, Petkim, Petrol Ofisi (POAŞ) gibi kuruluşların paylarının çok düşük oranda da olsa bir bölümü mavi ve beyaz yakalı çalışanlara satılmıştır. Diğer taraftan çalışanlara satış yönteminin bir diğer şekli olan “yönetici kadroya satış”

(management buy-out) yöntemi ile bazı kamu işletmelerinin payları şirketlerin yöneticilerine satılmıştır (Gürol, 1994:123).

2.2.2.3. Halka Arz ve Borsada Satış Yoluyla Özelleştirme

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka arz “Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder” (SPK,1981).

Halka arz yöntemi ile özelleştirilecek kamu işletmeleri yayın organları ile yurt içi ve yurt dışında duyurularak şirket hakkındaki tüm bilgiler ve müracaat esasları, aracı kurumlar talep sahiplerinin bilgilerine sunulmaktadır (Aktan, 1995:16).

Halka arzın özelleştirilecek kamu işletmelerine sunduğu avantajlar; şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetim, uluslararası muhasebe standartlarını uygulama olarak sıralanabilir. Bu şekilde işletmeler, tüketiciler, yatırımcılar ve kreditorler gözünde prestij ve güven kazanarak uluslararası piyasalarla etkileşim, yabancı yatırımlar ve kurumsal yönetim (corporate governance) süreçlerini hızlandırmakta ve profesyonel yönetim tekniklerini edinmektedirler (IMKB, 2012).

Halka arz yöntemleri mevcut hisselerin portföyden halka arzı ile ya da Özelleştirme İşleri Başkanlığı'na devredilen hisselerin halka arzı şeklinde gerçekleşmektedir. Hisse senetlerinin halka arz yöntemi yoluyla özelleştirilmesi kararlaştırılan kamu işletmesinin toplam sermaye tutarı hisse senetlerine bölünerek sermaye şirketi haline getirilmektedir ve hisse senetlerinin değeri tespit edildikten sonra sermaye piyasasında satışı yapılmaktadır. Özelleştirmelerin ilk yıllarında, hisse senetlerinin değerinin tespitinin zor olması ayrıca Türkiye’de halkın yeterli tasarrufunun bulunamaması ve borsanın yaygın olmayışından dolayı yeterli satış olmamış ve hisse senedi fiyatları ilk ihraçta yüksek tutulmuştur (Şenol, 2006:10).

Türkiye’de halka arz yöntemi ile özelleştirme uygulaması ilk kez TELETAS A.Ş’nin özelleştirilmesinde 1988 yılında kullanılmıştır. Teletas’ın yüzde 40 oranındaki hissesinden yüzde 22’lik bölümü 1988 yılında halka ve çalışanlara arz edilmek suretiyle satılmıştır.

Mülkiyetin halka arz yoluyla değişmesindeki en büyük risk “insider speculation” denilen “içerdekilerin spekülasyonu”dur. Örneğin Şili’de 1970’lerin ortasında, Allende rejimi ile devletleştirilen şirketler hızlı bir şekilde özelleştirilirken; özelleştirilen firmaların başlıca alıcısı, hükümetle yakın ilişkili bir grup, kontrolleri altındaki bankalardan borçlanarak hisselerin önemli bölümünü kontrol etmiş ve hisse senedi piyasasında fiyatlar yükselmiştir. Reel çıktıya ve sermayeye oranla toplam finansal varlıklar balon şeklinde artış göstermiştir (Taylor,1994:72). Şirket içinde yer alan yöneticiler ile çalışanların şirketle ilgili henüz kamuya açıklanmamış hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek bilgilere sahip olması ve bu bilgileri, menfaatleri doğrultusunda fırsat eşitliğini bozacak şekilde kullanması “içerden öğrenenlerin ticaretidir” ve SPK mevzuatınca yasaklanmıştır (SPK, 1981).

Müslümov (2005) blok satış ve halka arz yöntemi ile özelleştirilen kamu işletmeleri arasındaki performans farklarını incelemiştir. Elde ettiği bulgulara göre sadece blok satış yöntemi ile özelleştirilenlere nazaran halka arz + blok satış yöntemi ile özelleştirilen kamu işletmelerinin özelleştirme sonrası kârlılık ve katma değer açısından daha yüksek finansal performansa sahip olduğunu saptamıştır. Halka arz yöntemi ile özelleştirilen işletmeler blok satış yöntemiyle özelleştirilen kamu işletmelerine oranla daha düşük finansal kaldıraca sahipken sermaye yatırımları yüksek ancak istihdam oranları daha düşüktür. Sonuçları Müslümov iki şekilde açıklamıştır; ilki halka arz yöntemi ile özelleştirilen işletmeler daha katı kurumsal yönetim mekanizmasına sahiptir ayrıca halka arz edilen kamu işletmeleri genellikle büyük ve kârlı işletmelerden seçilir, özelleştirme sonrasında halka açıklığın şartlarını sağlamak büyük ölçüde iyi performanslarını devam ettirirler.

Halka arz yöntemiyle özelleştirmede devlet diğer yöntemlere nazaran daha az gelir elde edebilir. Blok satış yönteminde özelleştirilen kamu işletmesinin yönetim hakkının da özel sektöre geçmesi nedeni ile yönetim hakkı için alıcı ilave prim

ödemeye razıdır. Ancak halka arz yönteminde borsada daha fazla alıcı çekebilmek için hisse senedi arz fiyatının gerçek değerinden daha düşük fiyatlandırılması yani teknik olarak borsada “düşük fiyatlama” (underpricing) denilen yöntem devletin özelleştirme gelirinin beklenenden az olmasına neden olabilir (Özcan,2008:18).

Dünya uygulamalarından özelleştirmelerinde halka arz yöntemini yoğun ve başarılı şekilde kullanan İngiltere’ye baktığımızda halka arz için kullanılan üç yöntem bulunmaktadır. Teklifler sabit fiyatla (fixed price) yapılabilir, açık artırma usulü,ihale (by tender) ve placing ile yapılmaktadır. Sabit fiyat teklifinde alıcılara önceden beyan edilen fiyattan ne kadar sayıda hisse alacaklarını belirlerler açık artırma usulünde ise alıcılar minimum fiyata eşit ya da üzerinde bir fiyat ve alacakları hisse miktarını belirlerler. İşlem fiyatı (Strike price) bu fiyatın altında teklif veren başvuruları elemektedir. Eğer minimum teklif fiyatı piyasayı temizleyen yani arz ve talebi eşitleyen fiyatın altında ise işlem fiyatı bu fiyata eşit ya da altında belirlenir. Placing satışta hisseler halka değil brokerlarla kurumsal ve özel yatırımcılara satılmaktadır. İngiltere’de önemli özelleştirmelerin çoğunluğu sabit fiyat teklifi ile gerçekleşmiş ve ihraç eden banka tarafından da garanti edilmiştir (Bishop vd,1999:291).

Halka arz yöntemi ile özelleştirmenin sağlayacağı en önemli avantaj, yatırımcılar arasında bireysel yatırımcıların payını artırarak hisse fiyatlarındaki dalgalanmaları azaltmanın mümkün olmasıdır. Kurumsal yatırımcıların hisse senedini elde tutma sürelerinin bireysel yatırımcılara oranla daha kısa olması ve şirket haberlerine ya da piyasadaki gelişmelere daha hızlı tepki göstermeleri alım-satım hacimlerini yükselterek hisse fiyatlarının dalgalanmasına yol açmaktadır (Albayrak,1994:78).

Uzun yıllar halka arz yöntemi ile özelleştirmeler blok satışların gerisinde kalmıştır. Bunu nedeni IMKB'nin yeterince derinliğe ulaşmaması ve hisse senetlerinin yüksek getirilerine rağmen alternatif yatırım araçları kamu iç borçlanma senetlerinin ve dövizin cazibesinin daha fazla olmasıdır. Diğer taraftan 1980-90'lı yıllarda borsanın yetersiz işlem hacmi ve işlem gören şirketlerin fiyat/kazanç oranının düşüklüğü nedeniyle , halka arz ile özelleştirilecek işletmelerden devletin blok satışa

nazaran daha az gelir elde etme ihtimali de olumsuz etkilemiştir.İşletmelerin tamamen halka arz edilmemesinin bir diğer nedeni de şirket yönetiminde sorumluluk sahibi çekirdek yönetici grubuna ihtiyaç duyulmasıdır (IMKB,2000).

2.2.2.3.1.Talep Toplama Yöntemi

Özelleştirilmesi planlanan işletmenin hisse senetlerine yönelik talepler toplanır ve talepler sonucunda oluşan fiyatların değerlendirilmesi ile hisse senetlerinin talep edenler arasındaki dağılımı kararlaştırılır. Sabit fiyatlarla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama şeklinde iki yöntemle gerçekleşir.

İngiltere’de British Gas, British Telecom ve British Airways’in halka arzlarında elde edilen talep toplamı halka arz oranının 4, 5 ve 23 katı olmuştur. Arza oranla daha yüksek katlarda talep toplamının en önemli sebepleri reklam faaliyetlerinin profesyonelce yapılmasıdır. Bu faaliyetler tanıtım broşürleri ve küçük kitapçıkların tüketicilere halka gönderilmesi, Financial Times gazetesine verilen 10 sayfalık ilanlar, tanıtım reklamları, danışman ve hukukçulardan talep toplama sürecinde destek alınması gibi faaliyetlerdir (Yazıcı, 1997:83).

Ülkemizde özelleştirmeyi olumsuz açıdan değerlendirenler KİT’lerin değerinin altında satıldığı hususuna vurgu yaparak kamuoyu oluşturmaktadır. Bu konuda kamuoyunun yeterince bilgilendirilmemesi yoğun tartışmalara ve özelleştirmeye karşı halkta negatif düşüncelerin oluşmasına neden olmaktadır. Halka arzlarda piyasada oluşacak fiyatın gerçek değerden düşük ya da yüksek olmasında halka arz edilen şirketin cazibesi, halka arz zamanının uygunluğu, arzdan önce yapılan tanıtım faaliyetleri gibi talebe dayalı unsurlar ile ülkenin sermaye piyasalarının derinlik düzeyi ve kişi başına düşen tasarruf oranı ile milli gelir seviyesi gibi makroekonomik faktörler ön plana çıkmaktadır (Atasagun, 1992:95-97).

2.2.2.3.2. Sabit Fiyatla Talep Toplama

ÖİB, sabit fiyatla toplama yönteminde sabit bir satış fiyatı belirler. Elde edilen talep miktarı arzdan az ise tüm talepler karşılanırken, arzdan fazla ise arz edilen tutar toplam talep eden yatırımcı sayısına bölünerek talepler karşılanır.

2.2.2.3.3. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama

Bu yöntemde ÖİB tarafından belirlenen asgari satış fiyatına göre talepler en düşükten en yükseğe doğru sıralanır. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat satış fiyatı olarak belirlenir ve bu fiyattan tüm talepler karşılanır (Sevil,1996;28).

Hisse senetlerinin ilk halka arz edildiklerinde daha fazla yatırımcıyı çekmek amacıyla hisse senetlerinin gerçek değerinin altında fiyat belirlenerek satılmasına “düşük fiyatlama (under pricing)” denilmektedir. Düşük fiyatlama ile yatırımcılar ilk anda pozitif kazanç elde ederler (Kurtaran, 2008:407).

Halka arzlarda karşılaşılan “düşük fiyatlama” borsaya açılan özel işletmelerin yanı sıra kamu işletmelerinin de karşılaştığı bir sorundur. Kamu işletmelerinin halka arzında görülen düşük fiyatlama oranı özel işletmelerden yüksektir. Perotti ve Güney (1993), Ljunsqvist ve Habib (2001), Menyah ve Paudyal (1996) yaptıkları ülke analizlerinde kamu işletmelerinin halka arzında özel işletmelere oranla istatistiksel açıdan anlamlı ve büyük oranda düşük fiyatlama tespit etmişlerdir.

Türkiye ile diğer ülkeler karşılaştırıldığında kamu kuruluşlarının özelleştirme için yapılan halka arzlarında oluşan ihraç primlerinin nispi olarak yüksek olmadığı görülmektedir. Diğer ülkelerin tersine kamu işletmelerinin ihraç primleri özel işletmelerin ihraç primlerinden düşük olmuştur. Bu durumun borsanın fazla gelişmemiş olması ile bağlantılı olduğu düşünülmektedir. Özellikle halka arz edilen hisse senetlerinin değerlendirme konusunda en çok kamuoyunda düşük değerlendirme olduğu ya da KİT’lerin değerinin altında özelleştirildiği tartışmaları yer almaktadır. Gelişmiş ülkelerde kayıt sisteminin güvenilir olması gelişmiş sermaye piyasası ve firma bilgilerinin geçmişe dönük erişilmesi değerlemeyi güvenilir yapmaktadır (Yazıcı,1997:140).

Halka arz aşamasının ardından bu hisseleri alan yatırımcıların riskini azaltmak ve ikinci el piyasada alım-satımda fiyat düşüşlerinden oluşacak kaybı minimuma indirmek ve hatta hisselerin fiyatını canlı tutmak için satış fiyatının hisse senedinin gerçek fiyatının altında belirlenmesi düşünülebilir (Altıntaş,1988:179)

Düşük fiyatlamamanın uygulandığı özelleştirmelerde asimetrik bilginin etkisi bulunmaktadır. Asimetrik bilgi iki nedenden kaynaklanabilir. i) Borsaya açılan işletme(kamu ya da özel) ile yatırımcılar arasında şirket hisselerinin cari değerini hesaplamada oluşan asimetrik bilgi. ii) Bilgiye tam ulaşan ve bilgiye ulaşamayan yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi. Bu iki durumda da halka açılan işletme asimetrik bilginin gelecekte oluşturacağı belirsizlikleri ortadan kaldırmak için düşük fiyatlama yoluna gidecektir. Oysa hükümetlerin finansal açıdan iyi performans gösteren ve kârlı işletmeleri ilk etapta özelleştirdikleri düşünüldüğünde bu durum asimetrik bilgi hipotezine ters düşmektedir. Düşük fiyatlandırmanın halka arz yolu ile gerçekleşen özelleştirmelerde kullanılması kamu bütçesinde finansal maliyetlere yol açmaktadır (Farinós vd, 2007:373-374).

Borsada halka arz ile gerçekleşen özelleştirmelerde kamu işletmelerine ait hisse senetleri birincil piyasada ilk kez işleme sokulur. Borsada satış yoluyla özelleştirmede ise ikincil piyasada işlemler gerçekleşir (Sevil,1996:40). İkinci el piyasaların gelişmesi ve iyi işlemesi sadece temettü geliri için hisse senedi satın almayan, hisse senetlerinin satarak fiyat artışlarından kar elde etmek isteyen yatırımcılar açısından önemlidir (Yazıcı, 1997:143).

2.2.2.3.4.Halka Arz Yönteminde Aracılık Yüklenimi (Underwriting)

Hisse senetlerinin halka arzında yatırım bankaları ya da aracı kurumların aracılık fonksiyonundan yararlanılmaktadır. Aracı banka ya da kurumun (underwriter) halka arz sırasındaki fonksiyonu çıkarılan hisse senetlerinin aracılık yüklenimi sözleşmesi ile satılmayan kısmı yeniden satılmak üzere satın alması ve bu şekilde işletmenin ilk anda oluşabilecek fiyat dalgalanmalarına karşı korunmasıdır (Altıntaş,1988:163).

Hisse senedinin ihracında karşılaşılan en önemli iki sorun doğru fiyatlama ve hisselerin dağılımıdır. Hükümetler özelleştirme ile elde edecekleri geliri maksimize etmek için ihraç edilen hisse senedi fiyatının yüksek olmasını isterler. Brokırılar ya da aracı kurumlar ise daha düşük fiyatla çıkarılan hisse senetlerini, borsada satışı kolay olacağı için tercih ederler. Hükümetlerin özelleştirmeden elde etmeyi bekledikleri diğer bir amaç ise kamu sermayesinin tabana yayılması ve halkın mülkiyetinin

genişletilmesidir. Oysa aracı kurumlar için kurumsal yatırımcılara satış daha etkin olabilmektedir. Hükümet ve kamu hisselerinin özelleştirilmesindeki aracı kurumlar satış işlemleri başlamadan anlaşmaya varmaları borsada oluşacak fiyatın sağlıklı bir şekilde belirlenmesinde önemlidir (Welch ve Fremond,1998:28).

Özel işletmelerin yüklenimini (underwriting) yapan özel sektör kuruluşları halka arz edilen hisselerin borsada yeterli talebi toplamaması ve satılamaması durumunda satılmayan hisse senetlerinin yükü kendilerine kalacağı için yüklenim yaptıkları firmaların değerini mümkün oldukça düşük tutmaya çalışacaklardır. Ancak kamu kuruluşları için böyle bir durum söz konusu olmadığından düşük fiyatlama yapılmayabilecektir (Yazıcı,1997:144).

2.2.2.3.5. Halka Arz Yöntemiyle Özelleştirmede Fiyatlama

Halka arzlarda değerleme ve fiyatlama iç içe giren kavramlardır. Borsada ilk kez arzla özelleştirilecek kamu işletmelerinin fiyat/kazanç oranı ile hisseleri borsada işlem gören benzer firmaların fiyat/kazanç oranı karşılaştırılarak firmanın değeri yaklaşık olarak belirlenir. Karşılaştırmanın sağlıklı olması ačíısından iki işletmenin arz, talep, sermaye yapısı ve mülkiyet yapısının benzerlik göstermesi gerekmektedir.Ancak Türkiye’de borsanın çok derin olmaması , aynı sektöre faaliyet gösteren işletmelerin çok azını İMKB’de işlem görmesi , kamu işletmelerinin halka arz öncesi mülkiyetinin kamuda olması bu yaklaşımı ve değer tespitini güç kılmaktadır. Bunun yanında halka arzların ilk işlem gününde ihraç primlerinin oluşması ile hisse fiyatının değerin altında belirlenmesi kamu işletmelerinin düşük değerlendiği şeklinde kamuoyunda yorumlara neden olmaktadır (Yazıcı,1997:135).

Halka arz edilen işletmenin halka arzlar sonucunda oluşan fiyatın değerden düşük ya da yüksek olmasında hisse senetlerine olan talep önemli bir etkidir. Hisseye olan talebi etkileyen faktörler halka arzın zaman olarak uygunluğu, şirketin karlılığı, halka arzdán önce yapılan reklam faaliyetleri, ülkedeki sermaye birikimi ve sermaye piyasasının gelişmişliği sayılabilir (Atasaęun, 1992: 95-97).

Halka ilk kez arz edilecek işletmelerde fiyat/kazanç oranının hisse senetleri öncesinde borsada işlem gören işletmelerin fiyat/kazanç oranından düşük alınmalıdır.

Benzer özelliklere sahip işletmelerde olsalar dahi hisseleri borsada işlem gören şirketlerin hisse senedi değeri , hisse senedi borsada işlem görmeyen ve yeni arz edilen şirketlere oranla daha yüksek olacaktır. Bunun önemli nedeni diğer hisse senetlerinin borsada pazarlanabilir olması bu unsur hissenin değerini artıran bir faktördür (Aktaran:Yazıcı,1997:47).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM- DÜNYADA ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARI

1988–2011 yılları arasında bütün dünya ülkelerinde toplam 2 trilyon 445 milyar \$ tutarında özelleştirme uygulaması gerçekleştirilmiştir. Bu tutarın %43 ‘ü AB üyesi 25 ülke tarafından gerçekleştirilmiştir. 1988–2000 yılları arasındaki toplam özelleştirme rakamlarında artış gözlemlenirken 2001–2005 yılları arasında özelleştirme tutarları düşüş göstermiştir. Sonrasında gözlemlenen artışlar 2008 yılında patlak veren küresel ekonomik krizle sekteye uğramış ve 2010 ve 2009 yılındaki parlak rekorlar krizin son hali olan Euro Bölgesi Borç Krizi ile tekrar 2011 yılında bir önceki yılın yarısından daha fazla düşerek dip noktalara gelmiştir (Bkz, Tablo -3.1)

Tablo-3 1. 1988–2011 yılları arasında Dünyada özelleştirme Tutarları (Milyar \$)

Yıl	Özelleştirme Tutarı (milyar \$)	AB 25 Ülke %
1988	39.00	20.10 %
1989	28.00	50.80 %
1990	24.00	52.40 %
1991	46.00	60.90 %
1992	39.00	32.50 %
1993	60.00	45.20 %
1994	76.00	52.10 %
1995	80.00	54.80 %
1996	100.00	51.40 %
1997	162.00	39.20 %
1998	140.00	47.20 %
1999	140.00	53.60 %
2000	180.00	39.40 %
2001	43.80	61.80 %
2002	69.20	32.60 %
2003	46.60	63.10 %
2004	94.00	72.50 %
2005	140.00	60.40 %
2006	116.00	44.40 %
2007	138.00	39.50 %
2008	111.00	68.10 %
2009	265.17	21.10 %
2010	213.64	20.60 %
2011	94.40	27.90 %
Toplam	2,445.81	43.0 %

Kaynak: Privatization Barometer Report 2011

2011 yılı dünyada özelleştirme uygulamaları bakımında hayal kırıklıklarına yol açmıştır. 2010 yılında yaşanan Brezilya petrol şirketi Petrobas’ın 70 milyar \$ ile

bugüne kadarki en yüksek ikincil halka arz özelleştirme rekorunun tersine 2011 yılında, 2010 yılındaki özelleştirme tutarının yarısından bile az tutarda gelir elde edilmiştir. 2011 yılı dünya Özelleştirme raporunu incelediğimizde Çin toplam tutar açısından 19 büyük özelleştirmeden elde ettiği 14.12 milyar \$ gelir ile birinci sırada yer almaktadır. 2011 yılı Çin'in en büyük özelleştirmesi eylül ve mayıs aylarında Sinohydro Group ile Shanghai Pharmaceutical Holding Company'nin 2.11 milyar \$ ve 1.97 milyar \$' a gerçekleşen halka arzlarıdır (agi, 2012:8).

İngiltere, Şili, Jamaika, Meksika, Polonya, Filipinler, Togo gibi ülkeler özelleştirmelerde önceliği satışları hızlı ve kolay olan; rekabet gücü yüksek, minimum politik risk içeren küçük ve orta ölçekli kamu işletmelerine vermişlerdir. Küçük ve orta ölçekli kamu işletmelerinin özelleştirilmesinden kazanılan deneyimlerle büyük ölçekli kamu işletmelerinin özelleştirilmesine aşamalı olarak geçilmiştir. Arjantin ve Brezilya gibi ülkeler ise uzun zaman alan gelişmiş finansal mühendislik gerektiren büyük ölçekli kamu işletmelerinin özelleştirmelerine öncelik vermiştir. Arjantin'de hükümetin ilk olarak özelleştirdiği petrol, telekom ve demiryollarındaki kamu işletmelerinin işletme zararları tüm kamu sektörünün zararının %50'ni oluşturduğu için hükümet bu işletmelerin bütçedeki yükünden öncelikle kurtulmak istemiştir. Ülkelerin özelleştirmelere hangi ölçekte ve hangi sektördeki kamu işletmeleri ile başlamaları ülkelerin makro ekonomik ve mali yapısına, özel sektörün finansman yapısına, yatırımcı ilgisine ve özelleştirmelerde gelen tekliflerin kârlılığına göre değişebilmektedir (Kikeri vd,1993:48,49).

Özelleştirmenin zamanlaması, planlanması, yavaş ve aşamalı mı yoksa aceleyle mi gerçekleşmesi devletin özelleştirmeden sağlayacağı geliri belirlemektedir. 1979-1988 yılları arasında İngiltere özelleştirme uygulamalarından 17 milyar pound kazanırken, Şili 1975-1980 yıllarları arasında 850 milyon dolar elde etmiştir. Her iki ülke içinde gözlemciler elde edilen gelirin özelleştirmelerin daha yavaş ve aşamalı gerçekleşmesi durumunda daha fazla elde edileceğini tespit etmiştir (Ramamurti, 1997:11).

Özelleştirmelerde zamanlama önemlidir. Özelleştirmeler iş çevrimlerinden (business cycles) etkilenmektedir. Ekonominin yükselişe geçtiği dönemlerde

özelleştirilen kamu işletmelerinden işçi çıkarılmasının yarattığı sosyal sakıncalar daha azdır çünkü işten çıkarılan işgücü piyasada kolay iş bulabilir. Ayrıca yüksek stokla çalışan ve aktifinde gereksiz gayri menkuller bulunan kamu işletmelerinin ekonominin canlı olduğu dönemlerde bunları elinden çıkarması daha kolaydır (Kagami ve Tsuji,2000:287).

Seçilmiş Ülke Uygulamaları

3.1.İngiltere’de Özelleştirme Uygulamaları

Kurumsal ve politik anlamda ilk defa İngiltere’de başlayan özelleştirme uygulamaları diğer ülkelere model olmuş ve zamanla dünyaya yayılmıştır. Bu açıdan İngiltere’deki özelleştirme uygulamalarının amaçlarının ve sonuçlarının incelenmesi dünya uygulamaları açısından önem taşımaktadır. Thatcher hükümeti ile hız kazanan ve kurumsal temele oturan özelleştirme uygulamalarıyla kamu sektörünün ekonomideki payı %50’den fazla düşüş göstermiştir.

İngiltere’de kamu sektörü 19 yüzyıldan 20 yüzyıla kadar pek çok evreler ve değişiklikler yaşamıştır. Bu evreler kısaca özetlenirse; 19. Yüzyılda belediyelere ait işletmeler altyapı ve sağlık hizmetleri ile su ve elektrik tedariki amacıyla kurulan işletmeler önemli ölçüde artış göstermiştir. 20. yüz yıl öncesinde konut inşaatı yerel yönetimler tarafından üstlenilmiştir. 1940’lardan önce savaşa destek sağlamak için pek çok endüstri merkezi hükümete bağlanırken, 1939-1945 savaş sonrası dönemde, işçi partili hükümetler tarafından kamu sektörüne ağırlık verilmiştir. Ulaşım (demiryolu ve karayolu), enerji sektöründeki (gaz, elektrik, kömür) monopol işletmelerin kamusallaştırılması gerçekleşmiştir. Kamusallaştırılan işletmeler arasında “Bank of England” ve “Cable and Wireless ” yer almaktadır. Kamulaştırmaların diğer bir safhası demir-çelik (sektör 1951-55 döneminde muhafazakar parti hükümeti tarafından kamu mülkiyetinden çıkarılmıştır), gemi inşası, hava taşıtı, roket endüstrilerini kapsayarak 1964-1970 ile 1974-1979 dönemlerinde İşçi Partisine mensup hükümet tarafından gerçekleşmiştir. Kamulaştırmalar devlerin özel işletmelerde verimliliği artırmak amaçlı doğrudan ya da dolaylı olarak kamunun hisse payının yükseltmesi ya da yapısal ve finansal zorluk çeken özel sektörün acilen kurtarılması şeklinde gerçekleşmiştir. En önemli

örneklerden birisi uçak motoru üreticisi Rolls-Royce'un 1970-1974 döneminde muhafazakar partiye mensup hükümet tarafından devletleştirilmesidir. Sonuç olarak İngiltere'de kamu sektörü GSYİH'nın 1979'da %11'ni oluşturmuş ve 1.5 milyon insan istihdam etmiştir (Fraser ve Wilson,1988:1,2).

İngiltere'de ikinci dünya savaşından sonra İngiliz hükümeti tarafından başlatılan devletleştirme politikalarının en önemli nedenleri gelir dağılımının adil hale gelmesi, fiyatların devlet eli ile düşürülmesi; verimliliğin artırılmasıdır. Kamu mülkiyetine geçen işletmelerde, işçilerin kamu hizmeti için milliyetçi duygularla canla başla çalışacağı ve bunun da verimliliğin artacağı beklenilmiştir. Ancak savaş sonrası devletleştirme politikası İngiliz ekonomisine zarar vererek başarısız olmuştur. 1960'lardan 1989'lara kadar kamu endüstrilerinde sermaye yatırımlarının toplam getirisi özel sektörden daha düşüktür. Bu endüstrilerin 1970'ler öncesi sermaye getirisi sıfıra yakın gerçekleşmiştir. İstatistikler kamu endüstrilerince sağlanan mal ve hizmetlerin fiyatının perakende fiyat endeksinden daha hızlı arttığını göstermektedir. 1970-1983 arasında, devletin elindeki monopol endüstrilerden gaz, kömür, elektrik ve telekomünikasyon sektörlerinde ücretler sırasıyla %38,%21,%18,%18 artış göstermiştir. Verimlilik, ücretler kadar artmazken, ücretlerin bu artışları bulmasında işçi sendikalarının rolü büyüktür (Salama,1996:6).

Tablo-3 2. Kamulaştırılan Başlıca Endüstriler

Endüstri	Kamulaştırma Tarihi	İşçi Sayısı
Merkez Bankası (Bank of England)	1 Mart 1946	6.700
Sivil Havacılık	1 Ağustos 1946	23.300
Kömür	1 Ocak 1947	765.000
Telekom (Cable and Wireless)	1 Ocak 1947	9.500
Demiryolları ve yan taşımacılık işletmeleri	1 ocak 1948	888.000
Elektirik	1 nisan 1948	176.000
Gaz	1 Nisan 1949	143.500
Demir ve Çelik	15 şubat 1951	292.000

Kaynak: David Parker, *The Official History of Privatization* ,Routledge Taylor&Francis Group,London,s.7

3.1.1.Muhafazakar Parti ile Başlayan Özelleştirmeler (1979-1987)

Mayıs 1979 seçimlerinin ardından göreve gelen Margaret Thatcher başkanlığındaki yeni hükümet(Muhafazakar Parti) deregülasyonları ve özelleştirme

politikalarını başlatmıştır. Özelleştirme uygulamaları kamuya ait endüstrilerin ve diğer kamu işletmelerinin tahvillerinin hisse senedi piyasasında satışa sunulması ile başlamıştır. Özelleştirmeler tahvil ve hisse senedi ihracı ile direkt satışlar şeklinde olmuştur.

Kamu işletmelerinin ya da sonradan devletleştirilen şirketlerin hisse senetlerinin borsada ihracı hükümet tarafından hazırlanan yoğun reklam kampanyaları ile gerçekleştirilmiştir. Bu yöntemle sadece devletin ortaklık payının, şirketlere müdahalesinin azaltılması değil, bireysel ortaklık payının artırılması özellikle kamu işletmelerinde çalışanların hisseleri satın almaları amaçlanılmıştır. Ancak bireysel alıcıların pek çoğu arz edilen hisse senetlerini kısa zaman sonra kar elde etme amacıyla satarak ellerinden çıkarmışlardır. Bu trend 1981-1987 yılları arasında, fiyat artışlarından dolayı halkın ilgisiyle, 1987 yılı ekiminde Londra Hisse Endeksinin keskin düşüşüne kadar devam etmiştir. Hisse senedi sahipliğindeki artış özelleştirme sayesinde gerçekleşmiştir. 1988 yılı için hisse senedi sahiplerinin %30'u özelleştirilmiş şirketlerin hisselerini elde tutmuştur (Fraser ve Wilson, 1988:18).

Tablo-3 3. Tahvil ve Hisse Senedi İhracı ile Özelleştirilen İşletmeler

İmalat Sanayi	British Aerospace (initial sale of share)	Amersham International (tıp sanayi ve araştırmalar için radyoaktif izotop üreten şirket)	Jaguar Cars (lüks araba üreticisi),	Rolls-Royce (Başlıca Uçak motor üreticisi)
İletişim	Cable and Wireless (initial sale of share)	British Telecommunications		
Ulaşım	Associated British Ports,	British Airways	British Airports	
Diğer hizmetler	TSB (Trustee Saving Banks)			
Petrol ve Gaz:	British Gas	Britoil (UK gaz ve petrol yataklarını araştıran ve çıkaran şirket)	Enterprise Oil	British Petroleum

Kaynak: Robert Fraser ve Michael Wilson, Privatization: The UK Experience and International Trends, Longman, Essex, 1988, s. 18

Tablo-3.4. 'de yer alan direkt satış yöntemi ile kamuya ait işletmeler, var olan ya da yeni kurulan özel şirketlere borsada ihraç edilmeden satılmıştır.

Tablo-3 4. Direkt Satış Usulü ile Gerçekleştirilen Özelleştirmeler

İmalat	Ulaşım	Diğer sektörler
British Sugar Corporation	British Rail	National Enterprise Board
British Shipbuilders	National Freight Corporation	Forestry Commission
British Leyland	National Bus Company	Suez Finance Company
Royal Dockyards		National Seed Development Organization
Royal Ordnance Company		Drake and Scull

Kaynak :Robert Fraser ve Michael Wilson, *Privatization: The UK Experience and International Trends*, Longman ,Essex, 1988, s. 58

3.1.2.İngiltere Özelleştirme Programının Performansı

İngiltere’de gerçekleşen özelleştirmelerin etkinliğini ölçen pek çok çalışma literatürde yer almaktadır. Bu çalışmalar özelleştirmelerin ekonomik performansını ölçmek için tahsis etkinliği, ekonomik etkinlik, karlılık ve üretim maliyetleri gibi ölçüm tekniklerini kullanmışlardır.

İngiltere’de gerçekleşen özelleştirmeleri, kamu ortaklığının geniş kitlelere yayılması amacı açısından incelersek bu amacın sonucunun çok net olmadığını görebiliriz. Özelleştirmeler sonrasında bireylerin şirketlerdeki hisseleri artmıştır ancak hisselerinin toplam değeri kurumların değerine nazaran düşüş göstermiştir. Birleşik Krallıkta bireylere ait hisselerin oranı 1981’ den 1992’ ye, %25 ‘den %20’ye düşerken kurumlara ait hisselerin oranı artış göstermiştir. Diğer taraftan özelleştirmelerin belirgin sonuçlarından birisi kamu işletmelerinin özel sektöre satılması ile şeffaflıklarının artmasıdır. Finansman açısından özelleştirmeler işletmelere çok az oranda katkı sağlarken sermaye piyasası dış finansmanın birincil kaynağı olamamıştır (Bishop vd,1999:7).

1990’ların ortalarında başlayan monopol durumdaki demiryollarının özelleştirmesi ile demiryolu hatları ve sinyal hizmetleri farklı işletmelere devredilmiştir.1999 ve 2002 yılları arasında meydana gelen tren kazaları demiryollarının özelleştirilmesinin yarattığı imajı kamu oyu gözünde zedelemiştir. Birbirinden bağımsız işletmelerin demiryolu trafiğini iyi yönetememesi ve

altyapıdaki eksik yatırımlar nedeni ile meydana gelen kazalar sonrasında tekrar kamulaştırmalar gündeme gelmiştir (Parker,2006:385).

Özeleştiriler sonucunda hükümetin kamu hizmetlerine müdahalesi belli ölçüde azaltılmıştır. İşçi sendikalarının kamu şirketleri üzerindeki baskısı hafiflemiş şirketlerin kontrolü kamudan, özel kesime geçmiştir. Özelleştirme kamunun işletmeler üzerindeki kontrolünü hafifletse de regülasyonların rolü artmaya başlamıştır. Özel işletmelerin piyasadaki fiyat politikaları, kurallara uyup, uymadıkları regülatörler tarafından kontrol edilmektedir (Bishop vd,1999:11,12).

Tablo-3 5. Kamu işletmeleri ve Özel İşletmeler Arasındaki Verimlilik Karşılaştırması

Yıl	Kamu İşletmeleri%*	Özel İşletmeler%**
1970	6.4	16.8
1971	6	16.8
1972	6.2	18.5
1973	6.2	18.7
1974	4.9	17.2
1975	4.9	14.6
1976	6.2	15.6
1977	6.2	17.8
1978	5.7	17.1
1979	5	18.3
1980	4.7	16.1
1981	5.6	16.0
1982	6.6	16.7
1983	6.8	19.4
1984	6.3	20.6
1985	5.1	21.3

Kaynak: Kaynak: David Parker (2009).*The Official History of Privatisation* ,Routledge Taylor&Francis Group,London,s.17

*Gayri safi ticaret fazlası (net sermaye stoğunun yüzdesi)

** Gayri Safi Ticaret Karı (net sermaye stoğunun yüzdesi)

Kamu ve özel işletmelerin performanslarının karşılaştırılması kamulaştırılan işletmelerin çoğunun monopol olması ve özel sektörde karşılaştırma yapılacak rakibinin olmaması nedeni ile kısıtlıdır. Ancak tablodan açıkça görülmektedir ki İngiltere’de kamulaştırılan şirketlerin 1970 ve sonrası yıllardaki performansı özel işletmelere nazaran oldukça düşüktür. Bunda hükümetin enflasyonu önlemek için kamu mallarına uyguladığı fiyat kısıtlamaları ve artan girdi fiyatları karşısında kamu

işletmelerinin fazla kâr elde edememesi ile kötü yönetim ve hükümet politikaları yatmaktadır (Parker, 2009:16).

İngiltere’de şehirlerarası otobüs işletmelerinin 1985 yılında özelleştirme sonuçları beklenilenden daha az olumlu olmuştur. Kârı yüksek rotalara sahip kasabaların işletmeciliğine talep fazla iken, daha az müşteriye sahip beldelerin işletmeciliğine talep az olmuştur. Rekabet belli bölgelere yoğun olarak yansımıştır. Kişi başına yolcu taşıma maliyetlerinin düşmesine rağmen ücretler yükselmiştir.

İngiltere’de gerçekleştirilen özelleştirmelerden iki sonuç çıkarılabilir; İlki özelleştirmelerin kendi başına karlılığı ya da etkinliğı artırıcı etkisi bulunmamaktadır. Regölasyonunun olduğı endüstrilerde bile regölasyon daraltılır veya rekabet artarsa buradaki işletmelerin verimlilikleri artacaktır. Özelleştirmelerden önce kamu işletmelerindeki yönetim biçimindeki değışikliklerde performansta iyileşmeye yol açmıştır. Özelleştirmelerin verimlilikten ziyade finansal performans üzerinde pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Diğerk taraftan işletmeler bazında performansa bakılınca; British Airways, Cable and Wireless, Amersham International gibi işletmelerin özelleştirilmesi başarılıdır. British Telecom ve British Gas işletmeleri iyi performans göstermelerine rağmen özelleştirme öncesine kıyasla performans düşüşü vardır (Pollitt, 2000:133,134).

1980’li yıllarda başlayan özelleştirmeler bütün olarak düşünöldüğünde işletmelerin etkinliğini tamamıyla artırdığı hususunda bazı şüpheler yer almaktadır. Özelleştirmeyi takip eden yıllarda şirketlerin kârı artmış ve yatırımcılar borsadaki hisselerden kazanç sağlamışlardır. Bunun yanında monopol gücün verdiğı yüksek kârlara bakarak şirketlerin etkinliğinin tam olarak arttığını söyleyemeyiz, yani kârlılık yalnız başına etkinlik göstergesi değıldir. Verimlilik yani işçi başına düşen çıktıya ve toplam üretim faktörleri verimliliğine (sermaye ve diğerk girdiler başına düşen çıktı) bakmamız gerekir. Özelleştirilen işletmeler için hesaplanan bu verimlilik göstergeleri 1970’li yıllara nazaran keskin bir artış göstermiştir. İşçi sendikalarının baskısının kontrol altına alınılması ile işücü verimliliğı toplam faktör verimliliğı (TFP)’nin önüne geçmiştir. Örneğın British Telecomda hızlı büyüme gerçekleşirken işücü sayısında göreceli bir azalış yaşanmıştır. Diğerk taraftan

fiyatlara bakıldığında 1980'li yıllar boyunca hava yolu ulaşımında müşteriye yansıyan yıllık fiyatlar %0.4 oranında azalırken, British Gas'ın fiyatları ile elektrik fiyatları %1.5 artmış, British Telekom fiyatları değişmemiştir (Bishop v.d,1999:12,13).

Tablo-3 6. Oluşturulan Özel Hisseler

	Sona Erme Tarihi	Kısıtlama
Amersham International	Hükümet Kararıyla 31 Mart 1988 öncesi ve sonrasında değiştirilebilir.	Bireysel Hisse Sahipliğinde 15% kısıt
Cable and Wireless	Zaman limiti yok	Bireysel Hisse Sahipliğinde 15% kısıt
Jaguar	Şirket Kararıyla 31 Aralık 1990 sonrasında değiştirilebilir.	Bireysel Hisse Sahipliğinde 15% kısıt
Enterprice Oil	Şirket Kararıyla 31 Aralık 1988 sonrasında değiştirilebilir.	Bir kişi oy hakkının %50'den fazlasını kontrol etmediği sürece özel hissedarların oy hakkı bulunamamaktadır.
British Telecom	Zaman limiti yok	Bireysel Hisse Sahipliğinde 15% kısıt
British Aerospace	Zaman limiti yok	Yabancı hissedarlığına %15 limit
British Gas	Zaman limiti yok	Bireysel Hisse Sahipliğinde 15% kısıt
Rolls – Royce	Yabancı hissedarlığı kısıtında zaman sınırı yok Yerel Hissedarlar için zaman kısıtı 1 Ocak 1989	Yabancı hissedarlığına %15 limit ve Bireysel Hisse Sahipliğinde 15% kısıt

Kaynak: David Parker,(2009) *The Official History of Privatisation* ,Routledge Taylor&Francis Group,London,s.428

Tablo-3.6, İngiltere'de özelleştirme uygulamalarında hükümet tarafından getirilen bireysel hisse sahipliği kısıtları ile yabancı hissedarlığının kısıtlarını göstermektedir. Ülkede telekomünikasyon, uçak sanayi,enerji gibi stratejik öneme sahip sektörlerde yabancı hisse sahipliğinde kısıtlama getirilmiştir. Ayrıca bu sektörlerde yeni bir özel monopol oluşmaması için de bireysel hisse sahipliğinde de kısıtlama mevcuttur.

3.2.Fransa'da Özelleştirme Uygulamaları

Fransa kamu işletmelerinin özelleştirilmesinde politika uygulayan en aktif Batı Avrupa ülkeleri arasındadır. 1982-1984 yılları arasında, sosyalist hükümet tarafından ülkenin en önemli mühendislik firmaları ile büyük bankaların çoğunun devletleştirilmesinin ardından, 1986 Martında göreve gelen Jacques Chirac

hükümeti ile özelleştirmeler hız kazanmıştır. Jacques Chirac hükümeti tarafından yapılan düzenlemeler diğer pek çok ülkedeki benzer özelleştirme programlarını şekillendiren temel kuralları oluşturmuştur. Bu kuralların içerdiği başlıklar

1. Özelleştirilen şirketlerin çalışanlarına, %10 oranında hissenin otomatik tahsisi
2. Kritik büyüklükteki hisselerin, güvenilen ve onları spekülatif amaçla kullanmayan, “hard-core” olarak adlandırılan, uluslar arası kuruluşların çekirdek kadrolarına verilmesi ayrıca piyasalardaki geleceği için güvenlik unsurunun eklenmesi (Fraser ve Wilson,1988:107).

Fransa, tüm banka ve sigorta sektöründeki işletmeler ile çoğu sanayi işletmelerinin mülkiyetinin beş yıl içerisinde özel sektöre geçmesini hedefleyen kapsamlı özelleştirme programını 1986 yılında başlatmıştır (Maclean vd,2006:218). Fransız meclisinde 1986 yılında kabul edilen özelleştirme kanunu ile; kamu işletmelerinin özelleştirme öncesinde bağımsız bir değer tahsisine tabi olması ve satış fiyatının en az tahsis edilen bu değer kadar olması ayrıca alıcıların “tarafsız” olması ve kamu hisselerinin satışında “milli egemenliğin” korunması gibi ilkeler benimsenmiştir (Fraser ve Wilson,1988:109). Fransa’da kamu hizmetinin özel bir anlamı ve doğal bir yeri bulunmaktadır. Büyük çapta gerçekleştirilen özelleştirmelere rağmen Avrupa’daki en büyük ve en fazla korunan kamu sektörü Fransa’ya aittir (Maclean vd,2006:53). Bunun en önemli göstergesi özelleştirilen işletmelerde “Hard – Core” yani çekirdek kadro olarak isimlendirilen bir gruba özelleştirilmelerde yer verilmesi ve belirli şartlar aranmasıdır. Devlet özelleştirmeler sonrasında da bu işletmelerin faaliyetlerini izlemek istemiştir.

1986 seçimlerinin ardından kurulan Jacques Chirac başkanlığındaki merkezi sağ hükümeti kamuya ait şirketlerle ilgili ani bir karar değişikliğine giderek, 1986 nisanında toplam değeri 250.000-300.000 milyon Fransız frangı olan ve 800.000 işçi barındıran 65 kamu işletmesinin satışının beş yıl içinde gerçekleşeceğini ilan etmiştir. Bu işletmeler arasında Sosyalist hükümet tarafından 1981–1986 yıllar arasında devletleştirilen işletmeler yanında II. Dünya savaşı sonrasında Charles De Gaulle tarafından devletleştirilen Renault gibi işletmeler de yer almaktadır. Bu işletmelerin satışından beklenen bir kereye mahsus satış geliri ve zarar eden bunun

yanında gereğinden fazla işçi barındıran işletmelere devletin müdahalesinin azaltılmasıdır. Kamu işletmelerinin zararlarının yol açtığı bütçe açıklarının kapatılması için ihraç edilen senetlerinin azaltılması ve faiz oranlarının düşmesi beklenen sonuçlar arasındadır (Fraser ve Wilson,1988:108).

Sosyalist partiden gelen Fransa Cumhurbaşkanı François Mitterrand Fransa'nın milli egemenliğine zarar verebilecek her türlü kamuya ait hisse satışının karşısında olacağını bildirerek, kritik kamu işletmelerinin yabancılara satışını engellemiştir. 1981-1986 yıllarındaki devletleştirmelerdeki temel amaç Fransız ordusu için önem taşıyan bilgisayar işletmelerinin yabancılardaki hisselerinin tekrar kamuya devredilmesidir. Özelleştirmeler önündeki bu politik engeli önlemek için Chirac hükümeti halka arzda yabancılardan hisse sahipliğinin %20'yi geçmemesini ayrıca özelleştirilen işletmelerin %10 hissesinin işçilerine ayrılmasını öneren bir plan harekete geçirmiştir.

Farklı politik görüşteki hükümetlere rağmen Fransa'da özelleştirme uygulamaları devam etmiş ve 2003 yılına gelindiğinde devletin “Renault-Nissan , Dassault Systemes and Thomson” şirketlerinde bulunan hisseleri azalmıştır. Meclis Air France'da yer alan kamu hisselerinin %54.4 oranından %24'e indirilmesine oy birliği ile karar vermiş ancak havayolu şirketin KLM ile birleşmesi nedeniyle özelleştirme ertelenmiştir. Air France- KLM havayolu işletmesinde kamuya ait hisseler Fransız hükümeti tarafından 2004 yılı aralığında satışa çıkarılmıştır (Maclean vd,2006:218).

3.3.Doğu ve Merkezi Avrupa'da Özelleştirme Uygulamaları, Seçilmiş Ülke Örnekleri

Doğu Avrupa ülkelerinde gerçekleştirilen özelleştirme programlarındaki temel hedef milli ekonominin bütün olarak yeniden yapılandırılmasıdır ancak uygulanan özelleştirme modelleri, İngiltere ve Fransa'daki özelleştirme modellerini takip edememiştir. İngiltere ve Fransa'da özelleştirme ile sadece devlet mülkiyetindeki kamu işletmeleri özel sektör mülkiyetine geçmiştir. Bu ülkelerde kamu işletmeleri özelleştirme öncesinde de özel işletmelerle rekabet halindedir ve pazar ekonomisinin şartları altında üretim yapmaktadırlar. Gelişmiş tam piyasa ekonomisi ve gelişmiş bir

borsa ile kamu işletmelerini satışı oldukça rahat olmuştur. Diğer taraftan, Doğu Avrupa ülkelerinde özelleştirme öncesinde kumanda ekonomisi yer aldığı için kamu işletmelerinin satışında borsanın ve alım gücü yüksek özel sektörün yer almaması bu ülkelerin özelleştirme programlarının onlarca yıl aksamasına yol açmıştır (Maclean vd, 2006:218).

1989-90 devrimlerinin ardından Doğu Avrupa ülkeleri siyasi yapıdaki dönüşümün ekonomik yapıdaki değişime ilk yansıması olan özelleştirme uygulamaları ile merkezi planları kaldırarak “devletsizleştirme” politikasını "seçmişlerdir. Ancak özelleştirilen kamu işletmeleri ile birlikte yeni bir problem ortaya çıkmıştır.40-50 yıl önce özel mülkiyetin elindeyken devletleştirilmiş olan bu işletmelerin mülkiyeti eski sahiplerine ve mirasçılara mı verilecek yoksa orada çalışan işçilerle toplumun birikimlerine mi bırakılacaktı? Bu sorular toplumdaki sermaye yetersizliği ile birleşince özelleştirmenin kuramsal olarak sorgulanmasına yol açmıştır(Apathy vd,1995:7-8).

Batı Avrupa ülkelerindeki bütçenin önemli bir yüzdesini oluşturan yüksek rakamlı özelleştirmelerin tersine Doğu Avrupa ülkelerinde büyük gelir beklentilere rağmen özelleştirme rakamları, bütçenin önemsiz bir yüzdesini oluşturmaktadır. Bölgedeki en başarılı özelleştirme programına sahip Macaristan’da 1991 yılında devlet mülkiyet ajansı (state property agency) 39.18 milyar Forint yaklaşık 500 milyon dolar gelir ancak sağlamıştır. Bu rakam konsolide devlet bütçesinin ancak %2’sini oluşturmaktadır (Frydman and Rapaczynski:1994,141).

Geçiş ekonomilerinde özelleştirme yöntemlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştıran Bennett vd (2007) 1990-2003 yılları arasındaki geçiş ekonomilerinin uyguladıkları özelleştirme yöntemlerinden doğrudan satış, kupon yoluyla satış ve çalışanlara satış yöntemlerinden elde edilen gelirlerle ülkelerin ekonomik büyüme verilerini ülkeler arası panel veri analizi ile ölçmüş ve sonuç olarak sadece kupon (voucher) yöntemiyle gerçekleştirilen özelleştirmelerin hızlı ekonomik büyüme oranları ile ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Çünkü komünist sistemden kalan yerli tasarrufların düşüklüğü hisse yoluyla satışı etkinsiz hale getirmiştir (Bennett vd, 2007,:661).

3.3.1.Polonya

Polonya, özelleştirmeleri belli bir zemine oturtmadan ilk etapta halka arz yöntemini kullanarak başlayan tek geçiş ekonomisidir. Halka arz metodunda gerekli olan finansal piyasa alt yapının olmayışını dikkate almayan hükümetin niyeti, 1990 yılında yirmi “en iyi” kamu işletmesini özelleştirerek işe başlamaktır. Varşova’da, komünist parti merkez komitesinin eski binasında, Fransa Lyon borsasını örnek alan borsanın kurulması için gerekli yasalar çıkarılmıştır. Hedef alıcı kitlesi; yerli ve yabancı yatırımcılar ile özelleştirilecek işletmelerin çalışanlarıdır. Ancak halka arz yönteminden beklenen sonuç alınamamıştır. Bu yöntemle 1990 yılında sadece 5 işletme, özelleştirme maliyetlerinin dörtte biri değerinde 300 milyar Zloti yaklaşık 21.6 milyon dolar gelirle özelleştirilmiştir. Bu işletmelerin özelleştirme öncesi biçilen değerleri 500 milyar Zloti’den daha düşük değerde satılmasından rahatsız olan hükümet, hisselerin bir kısmının kamu bankaları tarafından alınmasını zorunlu kılmıştır (Frydman and Rapaczynski,1994:156).

Polonya’da özelleştirmenin ilk yıllarında yaşanan hayal kırıklığı hükümeti “core investor” yani çekirdek kadro ya da çekirdek yatırımcı kriterine itmiştir. Özelleştirmelerdeki çekirdek yatırımcı önemli miktarda blok hisseyi satın alan daha fazla sermaye ve deneyimi özelleştirilen işletmelere katabilen ve işletmenin içindekilerin performansını gözetleyen yatırımcı profilidir. Ve böylece Polonya’daki kamu işletmelerinin satışında farklı olarak ikinci bir özelleştirme metodu seçilerek yabancı alıcılara doğrudan satış gerçekleştirilmiştir.1991 yılında bu yöntemle 6 firma özelleştirilmiştir (Frydman and Rapaczynski,1994:157).

Polonya’nın özelleştirme sonrasındaki durumu şaşırtıcıdır. Kamu işletmelerinin özelleştirmeler öncesindeki performansı özelleştirmeler olmadan da kamu işletmelerinin etkinliklerini artırabildiklerini göstermektedir. Araştırmalar bunda kamu işletmelerindeki yöneticilerin özelleştirme uygulamalarını bekledikleri ve özelleştirme sonrasında da koltuklarını kaybetmemek için aktif çalışmalarına dayandırmaktadır. Diğer taraftan Doğu Avrupa ülkelerindeki binlerce özelleştirilen kamu işletmeleri ile ilgili araştırmalar özelleştirilen işletmelerde yıllık verimlilik artışının %4-5 olduğunu ve bu rakamın diğer kamu işletmelerinden 5 kat fazla

olduğu gösterilmektedir. Özelleştirilen işletmeler kamu işletmelerine nazaran %20 den fazla oranda işgücünü azaltmıştır (Havrylyshyn ve McGettigan,1999:5).

3.3.2.Çek Cumhuriyeti

Geçiş ekonomileri arasında başarılı özelleştirme uygulamalarına örnek olan ülkede yöntem olarak hazine kuponu (voucher) yöntemi esas alınmıştır. 1992 yılından itibaren 5,5 milyar dolar pay senedi kuponlar karşılığı satışa çıkarılmıştır. Özelleştirmenin kısa sürede tamamlandığı ve başarılı olduğu ülkeler arasındadır. Bunun en önemli nedeni mülkiyetin özel sermayeye değil de halka kuponlar aracılığı ile devredilmesi gösterilmektedir (Serim,1996:43).

Küçük ölçekli işletmelerin hisseleri açık artırma usulü ile satışa çıkarılırken, büyük ölçekli işletmeler ise kupon (voucher) yöntemi ile özelleştirilmiştir. Küçük işletmelerin özelleştirilme süreci büyük ölçekli işletmelere nazaran daha hızlı, düzenli ve etkin olmuştur. Ekonomideki özel sektör payı dört yıl içinde büyük bir başarı örneği göstererek %0,5 oranından %65'e yükselmiştir. Çek Cumhuriyetinde özelleştirme sonrası makroekonomik atmosfer yaşanan hızlı ve şok özelleştirme uygulamalarına rağmen beklenmedik şekilde olumludur. Enflasyon oranı düşmüş, bütçe kabaca dengeye ulaşmış, piyasalardaki mal kıtlıkları sona ermiştir. Her ne kadar kurumsal altyapıyı oluşturan hukuki reformlar yavaş bir hızla ilerlese de özelleştirme bütünüyle gözden geçirildiğinde olumlu karşılanmaktadır (Hopkins,1998: 63,71).

3.3.2.Macaristan

Macaristan diğer Doğu Avrupa ülkelerinden daha erken bir dönemde özel sektörün gelişmesinin önündeki engelleri kaldırmıştır.1981'de ilk liberalizasyon ekonomi iş gruplarının kurulması ile 1986'dan itibaren kamu işletmeleri devlet anlayışından çıkarak özel sektör reformunu yaşamaya başlamıştır. 1989 yılının ikinci yarısından itibaren de ekonomik yapıda özelleştirme, planlama yönteminin yerine geçmiştir. Özelleştirilmelerde getirilen alıcı sınırlamasından dolayı Macaristan'da kamu işletmelerinin aktif değerlerinin yaklaşık yarısı kadar bir değere özelleştirildiği tahmin edilmektedir (Apathy vd:1995,89).

Genel olarak Doğu ve Merkezi Avrupa ülkelerinin özelleştirme sonrası GSYİH büyüme rakamları incelendiğinde büyük hızla ve çapta gerçekleşen özelleştirme uygulamalarının Doğu ve Merkezi Avrupa ülkelerindeki GSYİH büyümesini olumlu etkilediğini görememekteyiz. Doğu Avrupa ülkelerinin özelleştirme öncesi GSYİH rakamları ile sonrası 1994 yılı rakamlarını genel olarak karşılaştırdığımızda; özelleştirmenin yüksek oranda yaşandığı Çek Cumhuriyeti GSYİH 1994 yılında %2,5 büyümüş ancak yinede 1989 yılındaki toplam üretimin %19 gerisinde kalmıştır. Daha az özelleştirme oranına sahip Polonya, 1994 yılında %5 oranında büyüme yaşarken 1989 yılı GSYİH rakamının %95 oranını ancak yakalamıştır. Macaristan 1994 yılı sonunda %3,5 oranında büyümüş ve GSYİH zirve rakamının ancak %82'sini yakalayabilmiştir. İstatistiksel hesaplama hatalarını göz ardı edersek 1995 yılı verilerini de hesaba katarak özelleştirmenin GSYİH iyileşmesinde çok büyük bir farklılığa yol açmadığını söyleyebiliriz (Spechler, 1998:31).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM- TÜRKİYE’DE ÖZELLEŞTİRME

Türkiye’de özelleştirme uygulamaları 1984 yılında başlamış olsa da, kamu işletmeciliğinin ve özel mülkiyetin kökeni Osmanlı İmparatorluğu’na kadar gitmektedir. Cumhuriyetin ilanından sonra kurulan kamu işletmelerinin kanunlarında ilk kez özelleştirme hakkında hükümlerin yer aldığı görülmektedir.

Türkiye’nin özelleştirme tarihçesini Cumhuriyet Öncesi Dönem, Cumhuriyet Sonrası Dönem (1923-1945), Demkrotat Parti ve Planlı Kalkınma Dönemi (1946-1980), 1980 Sonrası Liberal Dönem ve Son Dönem Özelleştirmeler olarak dönemlere ayırabiliriz.

4.1. Cumhuriyet Öncesi Dönem

Türkiye’de kamu işletmeciliğinin tarihi ve kökleri Osmanlı İmparatorluğu’na dayanmaktadır. Osmanlı üretim araçlarının tespiti ve tahsisinde devletçi bir tutum izlemesine karşın üretimin şekil ve niteliğine karışmayarak fiyatlara savaş, kıtlık ve salgın hastalık durumları haricinde müdahale etmemiştir (Buluş, 2009:20).

18. ve 19. yüzyıllarda Osmanlıda devlet eliyle kurulan imalathanelere rastlanılmakla beraber bu imalathaneler sanayi devriminden önceki teknolojiyi kullanmışlardır.1830 ve 1840’lı yıllarda Avrupa’dan ithal edilen makinelerle kamu mülkiyetine sahip ordu donama ve sarayın ihtiyacını karşılamak üzere belirli fabrikalar kurulmuştur.İstanbul ve çevresinde kurulan dokuma fabrikaları, Feshane, Dökümhane ve Tophane ile Hereke’deki ipekli dokuma fabrikası, İzmir'deki kağıt fabrikası Osmanlı dönemindeki kamu işletmelerine örnek gösterilebilir (Pamuk,2011:202).

Özellikle 19. yy sonuna kadar Türk ekonomisinde özel girişim sınırlı kalmış ve devlet eliyle kamu işletmeleri kurulmuştur (Köseoğlu,2005:4)..Osmanlı İmparatorluğunda devletin ilk sanayi tesisi silah imalatı için II. Beyazıt devrinde kurulan Tophanedir. Zeytinburnu Silah Fabrikası, Bakırköy Barut Fabrikası, Beykoz Deri fabrikası (1812), Hereke Fabrikası (1843), Feshane Fabrikası(1815) ilk kamu işletmelerine örnek gösterilebilir (Eldem,1970:117-119).

1913-1915 yılları arasında İstanbul ve Batı Anadolu'da faaliyet gösteren işletmeler mülkiyet açısından incelendiğinde; 282 sanayi tesisinin büyük ölçekli olanlarının (22 adet) devlete ait olduğu bu tesislerin saray ve ordunun ihtiyaçlarını karşılamak için üretimde bulunduğu, özel kesime ait işletmelerin ise küçük ölçekli olup tüketim malları üretiminde (gıda ve tekstil) yoğunlaştıkları gözlemlenmektedir (Şahin, 2007:17-19).

4.2.Cumhuriyet Sonrası Dönem (1923-1945)

Cumhuriyetin kuruluş yılları olan 1923-1929 döneminde iktisat politikaları görece liberal temellidir. Bu dönemde devlet desteği ile sermayedar yetiştirme girişiminde devlet tekellerinin imtiyazlı özel şahıs ve şirketlerce yönetilmesi yöntemi yaygın olarak kullanılmıştır. Dönemin genel felsefesine uygun olarak imtiyazlı yerli ve yabancı şirketlere devredilen kamu tekelleri işletme sermayesini dahi devletten karşılamalarına rağmen tekel avantajından yararlanarak yüksek kazanç elde etmişlerdir. Kibrit-çakmak, ispiro ve alkollü içecekler, barut ve patlayıcı maddeler, petrol-benzin ithali ve dört büyük limanın işletilmesi ilgili tekeller bu dönemdeki imtiyazlı şirketlerin faaliyet alanlarıdır (Boratav,2008:311).

Cumhuriyetin ilk yıllarındaki “devletçilik” akımı çerçevesinde dahi özel sektörün geliştirilmesi ana fikri dönemin düşünce hayatı ve uygulamalarında dikkat çekmiştir. Cumhuriyetin kuruluş dönemlerinde liberal ekonomik görüş hakimken, kamu işletmelerinin bile piyasa ekonomisi kuralları içinde yönetilmesi ve özerk olması amaçlanmıştır.1923 İzmir İktisat kongresinde kalkınmanın özel sektör öncülüğünde gelişmesine yönelik kararlar alınmıştır.1923-1932 yılları arasında liberal ekonomi politikası izlenildiği dönemde Sanayi Teşvik kanunu çıkarılarak (1928) özel girişimin geliştirilmesi amaçlanmıştır (Özcan, 2008:21).

1929 dünya ekonomik buhranının aksattığı dış ticaretin o zamana kadar yeterli sermaye birikimini ve sanayileşmeyi gerçekleştiremeyen Türkiye ekonomisi üzerinde olumsuz etkisi gözlemlenmiştir. Milli gelir düşüklüğü, Lozan Antlaşması'nın gümrük hükümleri gibi nedenler devletin ekonomiye aktif katılımını zorunlu kılmıştır. Özel teşebbüs yeterli sermaye birikimini oluşturamazken devlet

hazırladığı sanayi planları çerçevesinde sermaye birikimini ve sanayileşmeyi devlet iktisadi teşekkülleri aracılığı ile gerçekleştirmeyi üstlenmiştir (DPT, 1963: 10).

Tablo-4 1.Türk Hükümetince Satın Alınan Ayrıcalıklı Yabancı Şirketler

Sektörler	Şirket Sayısı	Satın Almaların Yılları	Satın Alma Değeri(milyon TL)
Demiryolları ve limanlar	8	1928-1937	120,5
Belediye Hizmetleri	12	1933-1945	27,7
İmalat Sanayi	2	1940-1943	2,1
Madencilik	2	1936-1937	4,4

Kaynak: Yahya S. Tezel. (1994).*Cumhuriyet Döneminin İktisadi Tarihi (1923-1950)*.(3. basım). İstanbul :Tarih Vakfı Yurt Yayınları ,s204

1930-1940 dönemi bir önceki göreceli liberal döneme göre yabancı sermayeye karşı tutumun değiştiği ve Osmanlı döneminden kalan yabancı yatırımların önemli bir kısmının bedelleri ödenerek kamulaştırıldığı bir dönemdir. 1923–1950 döneminde kamulaştırılan 24 yabancı özel şirketin büyük bir bölümü demir yolları, limanlar ve belediye hizmetleri gibi daha yüksek tutarda sermaye gerektiren altyapı ile ilgili sektörlerde yer almaktadır. Türkiye’de gerçekleşen kamulaştırmalarda tıpkı Avrupa’daki bazı devletleştirmelerin altında yatan nedenleri görebilmekteyiz. Demiryollarının kamulaştırılmasında milli çıkarlar ön plana çıkarken Birinci Dünya Savaşı ile Kurtuluş Savaşı sırasında bu hatların yabancı şirketlerin elinde olmasının yarattığı stratejik sakıncalar önemli bir rol oynamıştır. Demiryolu hizmetlerinin hatlar üzerinden farklı şirketlerce üstlenilmesi ve birbirinden bağımsız hareket etmeleri bazı teknik aksaklıklara neden olmuştur. Yaşanan bu olumsuzlukların yanında eskiyen ve yenileme maliyetleri yüksek, kârlılıkları düşük olan hatların yabancı şirketlerce elden çıkarılmaları daha kârlı görülmüş ve devletleştirmelerde sorun çıkarmamışlardır.(Tezel,1994:203).Yabancı özel şirketlerden Bomonti Bira Fabrikası ve Amerikan Kibrit Şirketi haricinde millileştirilen özel şirket olmamıştır (Tezel,1994:205).

4.3.Demokrat Parti ve Planlı Kalkınma Dönemi (1946-1980)

Çok partili rejime geçiş sonrası iktidara gelen demokrat partinin (1950-1960), programı demokrasi ve liberalizm etrafında şekillenmiştir. Demokrat parti 1946 yılındaki kuruluş programında özel girişimin ve sermaye birikiminin ekonomik

hayatın temelini oluşturacağını açıkça belirtmiştir. Bu açıdan kamu ve özel sektör arasındaki sınırları kaldıran özelleştirme politikasının Türkiye'nin politik ajandasına bu yıllarda girdiğini söyleyebiliriz. Menderes Hükümeti iktidarının ilk yıllarında özelleştirme amaçlı bazı girişimlerde bulunmuştur ancak ilerleyen zamanlarda hükümet, parti ekonomi görüşünün tersine kamu sektörünün büyümesine izin vermiştir. Devletin ekonomiden çekilmesi ilke olarak benimsenmiş ancak uygulamaya geçilememiştir. Ekonominin pek çok sektöründe (madencilik, demiryolları, gemicilik, turizm, ağır sanayi, tarım, imalat) mantar gibi çoğalan kamu işletmeleri bu döneme has bir gelişmedir (Turhan, 2004:61).

Demokrat parti hükümetinin 29 Mayıs 1950'de TBMM'ye sunduğu programda “Bundan böyle amme karakterine haiz olmayan sahalarda işletmeciliğe geçmeyeceğimiz gibi muhtelif sebeplerin altında kurulmuş olan işletmeleri , amme hizmeti gören ve ana sanayide taalluk edenler hariç, muayyen bir plan dahilinde elverişli şartlarda peyderpey hususi teşebbüse devretmeye çalışacağız” cümleleri yer almıştır. Ancak Demokrat parti hükümeti programında yer alan bu söylemi gerçekleştirmemiş ve KİT sayıları o dönemde artış göstermiştir (Talas, 1994).

1960'lı yıllarda uygulanan kalkınma planları doğrultusunda önemli sayıda KİT kurulmuş ve devlet tarafından sübvansiyonlarla bu işletmeler desteklenmiştir. Bu dönemde KİT'lerin problemleri ilk kez kapsamlı olarak değerlendirilmeye başlanmış ve kamu işletmelerinin sayısı ve faaliyet alanlarının daraltılması hedeflenmiştir (ÖİB, 2008:30).

İlk üç kalkınma planında benimsenen ithal ikameci stratejiler çerçevesinde KİT'ler, bir yandan ulusal sanayinin oluşturulmasında doğrudan yatırım ve işletmecilik faaliyetleriyle yer alırken, diğer taraftan özel sermayeyi tamamlayıcı bir misyonla alt yapı ve ara malı yatırımlarında yoğunlaşıp, düşük fiyat politikaları uygulamak suretiyle özel sektörün gelişimine katkıda bulunmuşlardır. Planlı kalkınma döneminde özelleştirme fikrinden ziyade yerli sanayinin gelişmesi ve özel sektörü tamamlaması için KİT'lerin fiyat kontrolleri, döviz ve faize olan müdahalelerle desteklenmesi ön plana çıkmıştır (Esenyel, 2006:28).

4.4. 1980 Sonrası Liberal Dönem

24 Ocak 1980 kararlarının ardından serbest piyasa sisteminin benimsenmesi ile özelleştirme olgusu ülke gündemine girmiştir. Turgut Özal'ın başbakanlığı dönemindeki hükümet ile gündeme gelen özelleştirme programına yönelik ilk yasal düzenleme 1984 yılında çıkarılan özelleştirmelerden “Toplu Konut Ve Kamu Ortaklığı İdaresi”ni sorumlu tutan 2983 sayılı kanundur. Bu kanunla kamu iktisadi teşebbüsleri ve bunlara bağlı tesislere hisse senedi ihracı yoluyla gerçek ve tüzel kişilerin ortak edilebilmesine veya işletme haklarının devrine olanak getirilmiştir. 1990 yılında Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi yürürlüğe giren kanunla :“Kamu Ortaklığı İdaresi” ve “Toplu Konut İdaresi” adı altında iki kuruluşa ayrılmıştır. Özelleştirme uygulamalarından “Kamu Ortaklığı İdaresi” sorumlu tutulmuştur (İmren, 1996:16).

1985 yılında Dünya Bankasının desteğiyle hazırlanan “Özelleştirme Ana Planı” sonrasında 1986 yılında yürürlüğe giren 3291 sayılı “Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi Hakkında Kanun”a dayanılarak özelleştirmeler gerçekleştirilmiştir (Narin,2011:9). Uygulanacak özelleştirmeleri yönlendirmek için Morgan Guaranty Trust Company of New York firmasınca, IMF ve Dünya Bankasının etkisiyle hazırlanan ana planda özelleştirmelerin başarıya ulaşabilmesi için kamu hizmeti gören KİT’lerle, ticari esaslara göre faaliyet gösteren KİT’lerin birbirinden ayrılması gerektiği belirtilmiştir (Serim, 1996:48-49)

1987 yılında Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı Kurulu (TKKOK) tarafından THY A.O’nın bağlı ortaklıkları Uçak Servisi A.Ş (USAŞ) ve beş farklı çimento fabrikası özelleştirilme kapsamına alınmıştır. 1987 yılında iki dev kuruluş Pektim ve Sümerbank özelleştirme kapsamına alınmıştır (Kilci,1994:24) 1988 yılına kadar küçük çapta kamu hisseleri özel sektöre blok satış yoluyla satılmıştır. Halka arz yöntemi ile gerçekleşen ilk özelleştirme 1988 yılında telefon ve ekipmanlarını üreten Teletaş A.Ş’nin özelleştirilmesidir. Teletaş’ın %40 oranındaki kamu hissesinin %22’si kamuya satılmış ve kalan %18’i kamu katılım fonu altında "altın hisse " olarak tutulmuştur. Teletaş’ın halka arz için seçilen ilk kamu işletmesi olmasının nedeni ileri teknoloji üretmesi ve kârlı olmasıdır (Keller vd, 1994:17).

Tablo-4 2.Türkiye’de Geçekleşen İlk Özelleştirme Uygulamaları

İşletmeler	Satılan Kamu Payı (%)	Alıcı	Satış Tarihi	Satış Tutarı (\$)
Manisa Yem	15.00	Halil Yurtseven	23.07.1986	66.000
Isparta Yem	15.00	Dr.Turhan Özgul	23.07.1986	85.776
Biga Yem	40.00	Silivri Yem A.Ş	21.11.1986	147.800
Bursa Soğuk Depo	52.00	Bursa Belediyesi	21.11.1986	105.700
Samas	32.65	Tokat İl Özel İdaresi	23.01.1987	114.325
Binas	47.50	T.Kalkınma Vakfı	02.07.1986	632.760
Yemta	20.00	Tariş Gen.Müd	21.11.1986	79.178
Aksaray Yem	40.00	H.Ozot-M.Demiray	01.05.1989	410.600
Çorum Yem	30.00	Pankobirlik	01.05.1989	108.053
Eskişehir Yem	45.00	Zeytinoğlu Holding	01.05.1989	972.473
Kayseri Yem	13.30	Kayseri Yem Fab.Ort	01.05.1989	75.637
Adana Kağıt Torba	60.00	Yard. Derneği	15.03.1991	378.000
Toplam Satışlar				3.176.300

Kaynak: Keller, A Z;Dogan, Cetin; Eroglu, Omer **“Evaluating privatization policies in Turkey**
The International Journal of Public Sector Management; 1994; 7, 1; ss. 15-24

Türkiye’de özelleştirme uygulamalarının genellikle hukuk engeline takıldığı görülmektedir. Yasal boşlukların zaman içinde belirginleşmesi ve çıkarılan kanun hükmünde kararname (KHK)’lerin Anayasa mahkemesi tarafından iptal edilmesi nedeniyle yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu doğrultuda 1994 tarihli ve 3987 sayılı kanun ile hükümete üç ay süre ile özelleştirme konusunda KHK çıkarma yetkisi verilmiştir(Kilci,1994:8).

Bugün de yürürlükte olup, özelleştirmelere esas teşkil eden 1994 yılında yürürlüğe giren 4046 sayılı özelleştirme kanunuyla birlikte;

- "Özelleştirme Yüksek Kurulu" ve "Özelleştirme İdaresi Başkanlığı" kurulmuştur.
- "Özelleştirme Fonu" ve "Kamu Ortaklığı Fonu" oluşturulmuştur.
- Özelleştirme kapsamına alınan kuruluşlarda hizmet akdine dayalı olarak çalışan personelden özelleştirme uygulamaları sonucu işsiz kalabilecek olanlara mali ve sosyal haklar sağlanmasına,
- Özelleştirme kapsamına alınan kuruluşlarda çalışan kamu personelinin özlük ve sosyal haklarına,
- Özelleştirme sonrasında doğabilecek iş kayıpları ile ilgili olarak mevcut kanunlarda ve/veya toplu iş sözleşmelerinde öngörülen tazminatlara ek olarak "İş Kaybı Tazminatı"nın verilmesi,

- Özelleştirme uygulamalarından elde edilecek **gelirlerin genel bütçe harcama ve yatırımlarında kullanılmaması**,
- Stratejik konularda devletin sahip olacağı imtiyazlı hisse oluşturulması kararlaştırılmıştır. Aşağıda belirtilen kuruluşların sermayelerinin % 49'undan fazlasının özelleştirilmesine karar verilmesi halinde bu kuruluşlarda imtiyazlı hisseler oluşturulması zorunludur; Bu kuruluşlar; Türk Hava Yolları A.O, T.C. Ziraat Bankası, Türkiye Halk Bankası A.Ş., T.M.O. Alkoloid Müessesesi, Türkiye Petrolleri A.O. olarak sıralanabilir (Akın,2006:6).

Şu anda 4046 sayılı özelleştirme kanunu gereği; Türk Hava Yolları AO, Petrokimya Holding AŞ, Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ., Erdemir Demir Çelik İşletmeleri AŞ. ve Türk Telekom'da imtiyazlı hisse bulunmaktadır(Doğan, 2012:22).

Türkiye iktisat tarihinde özelleştirme uygulamaları yıllar itibari ile aşağıdaki önemli maddeler halinde sıralanabilir (ÖİB, 2008:32).

Türkiye’de Özelleştirmenin Kilometre Taşları

- 1984,2983 sayılı Kanun’un yürürlüğe girmesi
- 1985,The Morgan Bank’a “Özelleştirme Ana Planı” hazırlatılması
- 1985,Özelleştirme uygulamalarına yarım kalmış tesis satışları ile başlanması
- 1986,3291 sayılı Kanun ile özelleştirme kapsamının genişletilmesi
- 1987, Küçük ölçekli işletmelerin satışı
- 1987,Çelik Halat ve Çukurova Elektrik hisselerinin İMKB’de satışı
- 1988, TELETAS’ın halka arzı ile 40.000 kişinin hissedar yapılması
- 1989, Beş büyük çimento fabrikasının satışı
- 1990,ERDEMİR hisselerinin halka arzı
- 1990-1994, Dört büyük KİT’in halka arzı (PETKİM, TÜPRAŞ, POAŞ, THY) ve İMKB’de yoğun satışlar yapılması
- 1992, Çaybank’ın özelleştirilmesi
- 1994, 4046 sayılı kanunun yürürlüğe girmesi
- 1994, TOFAŞ hisselerinin yurt dışı piyasalarda satışı

- 1995, Karabük Demir Çelik’in yöre esnafı ve çalışanların ortak girişimine “1 TL” karşılığı satışı.
- 1997, Türkiye Denizcilik İşletmeleri’ne ait limanların işletme hakkı devri yöntemiyle özelleştirilmeye başlanması
- 1997-1998, Kamu bankalarının özelleştirilmesi (Etibank, Anadolubank ve Denizbank)
- 1999, Özelleştirme kavramının Anayasa’da yer alması
- 2000, Petrol Ofisi’nin özelleştirilmesi
- 2004, Elektrik dağıtımının özelleştirme programına alınması
- 2005, Türk Telekom, TÜPRAŞ ve ERDEMİR’in özelleştirilmesi
- 2005, Araç Muayene İstasyonlarının , Mersin Limanı’nın ihalesi ve TEKEL’e ait alkollü içkiler bölümünün satışı
- 2006, Emekli Sandığı’na ait otellerin satışı
- 2007, Otoyol ve köprülerin özelleştirme programına alınması

4.5. Türkiye’de Son Dönem Özelleştirmelerin Ayrıntılı Analizi

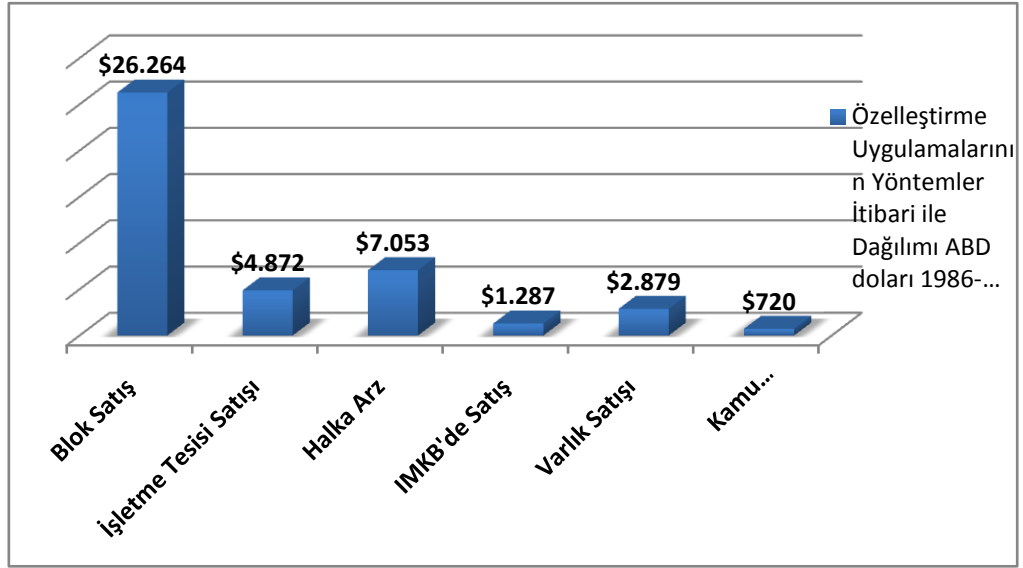
Türkiye’de 1986-2011 yılları arasında uygulanan özelleştirme yöntemlerine bakıldığında en fazla kullanılan yöntemin %61 oranında blok satış yöntemi olduğu yani kamu işletmelerine ait hisselerin önemli bir oranının pazarlık usulü ile satıldığı görülmektedir. Halka arz yöntemi ile gerçekleşen özelleştirme uygulamaları ise toplam satışların sadece % 16 ‘sını oluşturmaktadır.

Tablo-4 3. Özelleştirme Uygulamalarının Yöntemler İtibari ile Dağılımı \$ (1986-2011)

Yöntemler	Toplam \$	Yüzde
Blok Satış	26.264.317.704	%61
İşletme Tesisi Satışı	4.872.348.361	%11
Halka Arz	7.053.283.819	%16
İMKB’de Satış	1.287.951.325	% 3
Varlık Satışı	2.879.676.126	%7
Kamu Kurumlarına Bedelli Devir Uygulamaları	720.255.422	%2
TOPLAM	43.077.732.705	%100

Kaynak: ÖİB, 2012

Şekil- 4. 1. Özelleştirme Uygulamalarının Yöntemler İtibari ile Dağılımı (Milyon \$)



1986-2011 yılları arasındaki özelleştirme uygulamalarından yaklaşık 43 milyar dolar gelir elde edilmiştir. Özelleştirme uygulamaları sonucunda elde edilen gelirlerin kullanımı 3 ana başlık altında toplanmaktadır.

- **Özelleştirme kapsamındaki kuruluşlara yapılan ödemeler:** Toplam gelirlerin %26'sını kapsayan bu tutar, kuruluşlara yapılan sermaye iştirakleri, verilen krediler, ilgili kuruluşlara ödemeler, çalışanlara yönelik iş kaybı ve özelleştirme sonrası tazminatları ile emeklilik primi ödemeleri gibi kullanım kalemlerinden oluşmaktadır.
- **Hazineye ve Hazine bünyesinde bulunan Kamu Ortaklığı Fonu'na yapılan aktarmalar:** Toplam kullanımların % 49'unu kapsamaktadır. Kamu Ortaklığı Fonu'nun kullanım alanı ise mevzuatla sadece baraj, otoyol ve içme suları gibi altyapı tesislerinin finansmanı ile sınırlandırılmıştır. Kamu Ortaklığı Fonuna, 2001 yılından beri aktarma yapılmamıştır. 2001 yılı sonrasında yapılan aktarmalar Özelleştirme Fonunun nakit fazlası, Hazinesinin iç ve dış borç ödemelerinde kullanılmak üzere Hazine hesaplarına intikal ettirilen tutarlardır.

- **Özelleştirme uygulamaları için çıkarılan bono ve tahvil ödemeleri:** Bu ödemelerin toplamı kullanımların %23'ünü kapsamaktadır.
- **Özelleştirmeye bağlı olarak yapılan ve gider-masraflar:** Özelleştirme uygulamaları için yapılan danışmanlık, ihale ilanları ile reklam ve tanıtım giderleri ise toplam kullanımların yalnızca % 1'ini oluşturmaktadır.

Tablo-4 4. Yıllar İtibari ile Yöntemlerine göre Özelleştirme Uygulamaları, Satış Tutarları

Yıllar	Blok hisse satışı	İşletme/ Tesis Satışı	Halka Arz	İMKB'de Satış	Varlık Satışı
1986	710.394	0			244.501
1987	265.625			261.661	305.556
1988	13.000.000		13.090.225	411.451	355.311
1989	121.197.123	708.755		9.221.400	72.682
1990			320.579.994	165.366.745	42.428
1991	43.828.268		72.773.310	106.932.521	20.307.521
1992	410.264.948			12.616.957	
1993	365.198.396	15.382.956	23.929.494	149.997.064	13.030.810
1994	7.753.981	4.613.346	332.824.239	66.562.788	385
1995	370.906.865	70.097.879		20.177.873	90.818.491
1996	217.990.000	50.949.596		1.988.800	18.715.751
1997	251.150.000	204.334.179			7.960.488
1998	305.055.000	48.564.275	632.651.612	2.122.293	22.285.976
1999	7.137.821	975.000			10.736.137
2000	1.489.672.112	11.451.000	1.104.520.664		50.036.179
2001	500.000	54.900.000			1.241.547
2002			168.371.170	237.711.271	8.087.615
2003	16.770.000	102.335.079		40.336.015	18.901.676
2004	878.294.760	109.193.000	191.279.167	157	34.976.799
2005	7.103.944.301	31.491.500	273.719.603	466.434.132	316.637.223
2006	7.178.000.000	157.800.000	207.820.151	5.181.739	463.213.832
2007	812.000	755.000.000	1.838.642.981	2.411.821	1.537.759.019
2008	2.059.550.000	2.230.000.000	1.873.081.209	0	6.650.290
2009	2.265.000.000	0	0	0	5.728.896
2010	2.582.316.110	384.767.797	0	216.636	114.290.386
2011	575.000.000	639.784.000	0	0	137.176.629
Toplam	26.264.317.704	4.872.348.361	7.053.283.819	1.287.951.325	2.879.576.126

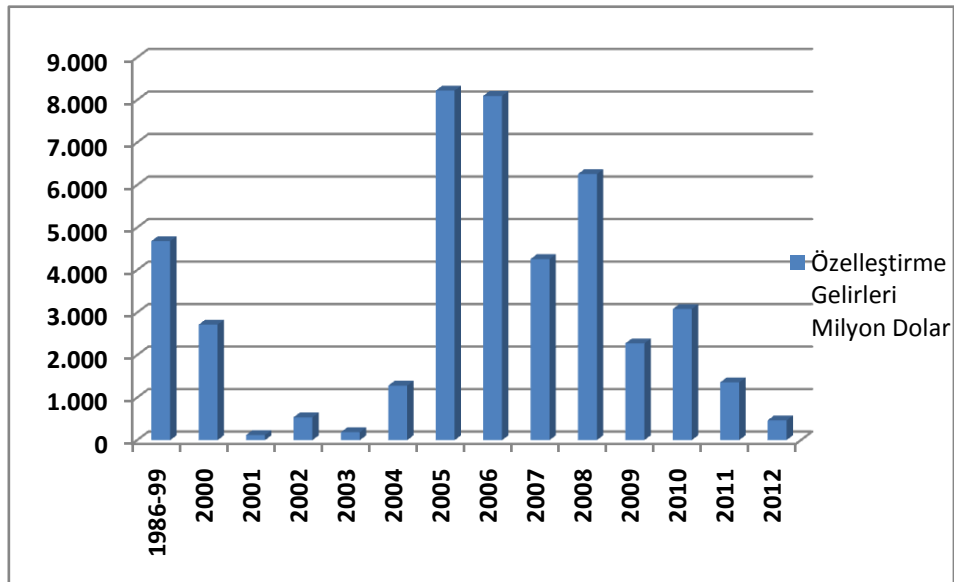
Kaynak: ÖİB, 2012

Tablo 4.4'den görüleceği üzere özelleştirmelerde yaygın olarak blok satış yöntemi kullanılmıştır. Toplamda ikinci en çok kullanılan yöntem halka arz

yöntemidir. 2008 yılından 2012 kasım ayına kadar Halkbank'ın ikincil halka arzına kadar halka arz ile özelleştirme gerçekleşmemiştir.

Özelleştirme uygulamalarının performans değerlendirmesine baktığımızda; 1985 – 31 Ağustos 2012 dönemi özelleştirmeden elde edilen **toplam kaynaklar, 48 milyar \$** düzeyine ulaşmıştır. Aynı dönemde özelleştirme uygulamaları çerçevesinde **46,9 milyar \$** tutarında kullanım gerçekleştirilmiştir. Özelleştirme uygulamalarına ilişkin kullanımların % 99'luk bir bölümü, kapsamdaki kuruluşlara sermaye iştiraki, kredi borçları ve personel ödemeleri, özelleştirme bonoları ve Hazine'ye aktarmaya ilişkin ödenen tutarlardır (ÖİB,2012:10-11).

Şekil- 4. 2.1986–2012 Yılları Arasında Türkiye’de Özelleştirme Gelirleri



Kaynak: T.C Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı , 2012 rakamları 31.08.2012 tarihi baz alınarak hesaplanılmıştır.

Yıllar itibari ile özelleştirme gelirlerini incelediğimizde 2005, 2006 ve 2008 yıllarının gelir açısından en yüksek uygulamaların gerçekleştiği yıllar olduğu görülmektedir. Bu yıllarda elde edilen gelirlerin yüksek olmasının nedeni Türk Telekom A.Ş., Tüpraş, Petkim, THY, ERDEMİR gibi önemli kamu işletmelerinin yüksek tutarlı özelleştirmelerinden elde edilen satış gelirleridir.

Özelleştirme uygulamalarının karşılaştığı olumsuz gelişmelerden bir tanesi Anayasa mahkemesinin uygulamaları iptal etmesidir. 1994 tarihinde elektrik

sektörünün ve Telekom'un özelleştirilmesine ilişkin hükümlerin Anayasa mahkemesince iptali istemiyle başvurulmuş ve ilgili mahkeme özelleştirme hükümlerini bazı nedenlerle anayasaya aykırı bularak iptal etmiştir. Bu nedenler arasında hisse değerlendirme yöntemlerinin ilgili mahkemece yetersiz bulunması, hisse senedinin değerinin piyasada arz ve talebe göre belirlenmesi gerektiği gibi durumlar yer almaktadır (Yazıcı, 1997:118,119).

Özelleştirme uygulamalarını Anayasa mahkemesine taşıyan süreçlerden biri de özelleştirme ihalelerindeki yasal düzenlemelerin farklı yorumlanmasıdır. ÖİB'nin ihaleleri ve idari işlemlerine karşı açılan çok sayıda dava bulunmaktadır. Dava açanlar arasında milli şirketlerin yabancı mülkiyetine geçeceği endişesini taşıyanlar, özelleştirme sonrası iş ve gelir kaybına uğrayacağını düşünen çalışanlar ile işçi sendikaları bulunmaktadır. Uygulamalara yönelik muhalefet ve davalar özelleştirmenin hızını azaltmaktadır (Destan, 2010:56).

4.5.1. Elektrik Sektöründeki Özelleştirmeler ve Elektrik Dağıtım İşletmeleri

Elektrik sisteminin tarihsel gelişimi incelendiğinde ABD'de elektriğin icadından itibaren elektrik sektörünün işletilmesi özel sektör tarafından gerçekleştirilirken, Avrupa'da bir kamu hizmeti olarak ele alınmış ve devlet eliyle yürütülmüştür. Genel olarak fiyatlar gerçek maliyetinin altında belirlenip, ekonomik ve sosyal politikalar için bir araç olarak kullanılmıştır. Ancak 1980'li yıllardan itibaren, türbin teknolojisindeki ilerlemeler ve bilişim sektörünün gelişmesi ile beraber üretimde rekabetin ekonomik açıdan da verimliliği artırdığı düşüncesi yaygınlaşmıştır (EPDK, 2010:53).

Enerji sektöründeki KİT'lerin nakit akışları nedeniyle sorunlar yaşaması ve üretimde kullanılan doğal gazın yüksek maliyeti, kamu maliyesinde önemli bir gider kaynağı oluşturmaktadır. Dağıtıcı nihai tüketiciden fatura tutarlarını toplayamadığı zaman veya kayıp kaçak oranı makul bir düzeye çekilmediği zaman, bunun faturası kamu dengelerine yansımaktadır. Elektrik dağıtım şebekelerinin özel sektör eliyle işletilmesi hem kamu dengeleri açısından, hem enerji KİT'lerinin nakit akışı

açısından, hem de nihai tüketiciye verilen hizmetin kalitesi açısından önemli bir süreci oluşturmaktadır (Şimşek,2012).

Türkiye’de Elektrik dağıtım sektöründe rekabetçi bir yapı oluşturmak amacıyla, Özelleştirme Yüksek Kurulu’nun 2004 tarihli kararı doğrultusunda elektrik dağıtım şirketleri özelleştirilmiştir. Özelleştirmelerin etkinliği için dağıtım bölgeleri yeniden belirlenerek, Türkiye 21 dağıtım bölgesine ayrılmıştır. Bu bölgelerdeki dağıtım şirketlerini, satın alan kurumlar ve yılları tabloda görülmektedir.

Tablo-4 5. Türkiye Elektrik Dağıtım Sektöründeki Özelleştirmeler

2009	Alan Kurum	
Başkent Elektrik Dağıtım A.Ş	Sabancı-Verbund-Enerjisa Ortak Girişim Grubu	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Sakarya Elektrik Dağıtım A.Ş	Akkök-Akenerji-CEZ Ortak Konsorsiyumu	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Meram Elektrik Dağıtım A.Ş	Alcen Enerji Dağıtım ve Perakende Satış Hizmetleri A.Ş.(Alarko Holding- Cengiz Holding)	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
2010		
Osmangazi Elektrik Dağıtım A.Ş	Yıldızlar SSS Holding	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Uludağ Elektrik Dağıtım A.Ş	Limak Holding,Cengiz Holding ve Kolin İnşaat Ortaklığı	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Çamlıbel Elektrik Dağıtım A.Ş	Limak Holding,Cengiz Holding ve Kolin İnşaat Ortaklığı	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Çoruh Elektrik Dağıtım A.Ş	Aksa Elektrik A.Ş	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Yeşilirmak Elektrik Dağıtım A.Ş	Çalık Holding	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Fırat Elektrik Dağıtım A.Ş	Aksa Elektrik A.Ş	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Menderes Elektrik Dağıtım A.Ş	AYDEM Elektrik Dağıtım A.Ş	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Trakya Elektrik Dağıtım A.Ş	Aksa Elektrik Perakende Satış A.Ş	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi
Göksu Elektrik Dağıtım A.Ş	Kale Enerji Üretim A.Ş	%100 oranındaki hisse blok satış yöntemi ile özelleştirildi

Kaynak: Elektrik Piyasası Sektör Raporu 2011, www.epdk.gov.tr, erişim: 14.02.2013

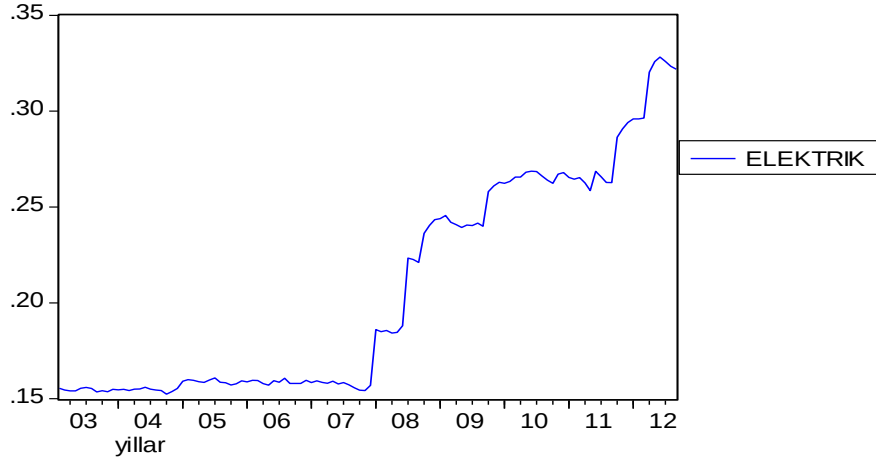
Dağıtım özelleştirilmesine İşletme Hakkı Devri’ne dayalı Hisse Satış Modeli uygulanmıştır. Bu yöntemle ihaleye katılan özel sektör işletmeleri ilgili bölgedeki elektrik dağıtım lisansının sahibi, şirketin hisselerine sahip olurken; tesislerin mülkiyeti TEDAŞ’ın bünyesinde kalmaktadır (EPDK,2010:100).

4.5.1.1.Türkiye Elektrik Sektörünün Özelleştirme Sonrası Performansı

Türkiye’de 2007 sonu itibarıyla, elektriğin % 48,3’ü KİT’ler tarafından üretilmiştir. Gelecek yıllarda bu oranın daha da düşmesi beklenilmektedir. Doğal tekel niteliğinde, elektrik iletim faaliyeti konusunda lisans sahibi tek kuruluş TEİAŞ’tır. Diğer taraftan elektrik dağıtım faaliyetinin özelleştirilmesinin yanında doğal tekel durumundaki elektrik iletiminin de özelleştirilmesi plan dâhilindedir.

Özelleştirme ile kayıp-kaçak oranının azalması, kamu tekelinin azalarak rekabetin artması amaçlanmaktadır. Ancak elektrik dağıtım şirketlerinin özelleştirme işlemlerinde kayıp ve kaçak oranlarının en yüksek olduğu Dicle Edaş (64,2%), Van Gölü Edaş (55,9%) ve Aras Edaş(27,2%) bölgelerinden başlanılmaması, bu şirketlerin özelleştirme hisse satış sözleşmelerinin işlemlerinin hâla devam etmesi gibi hususlarda eleştiri almaktadır. Diğer eleştiri konusu ise, dağıtım şirketlerinin %100 oranındaki hissesinin blok satış yöntemiyle özelleştirilmesi ve bu şekilde kamu tekelinden çıkan elektriğin özel tekele devredilmesi ile rekabetin nasıl sağlanacağıdır (Börü,2009:118). Diğer taraftan, Türkiye’nin elektrik dağıtımında 21 bölgeye ayrıldığı ve bu bölgeleri her ne kadar çoğunlukla aynı enerji grupları satın almış olsalar bile özelleştirme öncesinde tüm bölgelerin kamu tekelinde olduğu düşünüldüğünde elektrik dağıtım ve üretim hizmetlerinde gerçekleşecek özelleştirmelerin uzun vadede yaratacağı rekabetin tüketici açısından fiyatları indirmesi ve kayıp-kaçak oranını azaltması beklenmektedir.

Şekil- 4. 3. Reel Elektrik Fiyatları



Kaynak: TÜİK, 2003=100 Temel Yıllı Tüketici Fiyatları Endeksleri- Madde Sepeti ve Ortalama Fiyatlar (Türkiye)

Elektrik sektöründeki özelleştirmeler sonrası performansı görmek için, aylık tüketici fiyat endeksine göre (2003=100) deflate edilen veriler incelendiğinde (şekil 4.3); 2003-2008 yılları arasında 15-16 kuruş arasında seyreden ve istikrarlı olan elektrik fiyatlarının 2008 yılının ilk çeyreğinde yükselişe geçtiğini ve bu yükselişin son yıllarda devam ettiğini görmekteyiz. 2008 yılı temmuz ayında maliyet bazlı fiyatlandırma mekanizması yürürlüğe girmiştir. Bu mekanizma, enerji alanında faaliyet gösteren Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) üretim/girdi maliyetlerindeki değişiklikleri satış fiyatlarına yansıtma imkân sağlamaktadır. 2008 itibarıyla maliyet bazlı fiyatlandırma mekanizmasının benimsenmesinden sonra perakende elektrik fiyatlarında üç aylık düzenlemeler yapılmıştır. Diğer taraftan 2008 yılında küresel krizden kaynaklanan Türkiye elektrik ihracatında %60 oranındaki azalma fiyatlara yansımış olabilir. Ayrıca fiyatların yükselmesinin, elektriğe olan yüksek talep artış oranından kaynaklanabileceği değerlendirilmektedir (EPDK,2010).

Literatürde özelleştirme ve fiyatlar arasındaki ilişki iki yönlü ele alınmıştır. Bazı görüşlere göre kamu otoriteleri özelleştirmeden hemen önce o hizmetin fiyatlarını artırarak özelleştirmelerin özel sektör gözünde cazip hale gelmesini teşvik edebilir. Örneğin pek çok ülkede elektrik hizmetlerinin özelleştirilmesinden önce elektrik fiyatları yükselmiştir. Diğer taraftan

özelleştirmelerin fiyat artışlarını beraberinde getirdiği görüşü de yaygındır.Devlet özel sektöre, özelleştirme sonrası uzun dönemde fiyatların düşmemesi garantisini verir ve bunun için kontratlar imzalayabilir (Bayliss,2002:615).

4.5.2.Telekomünikasyon Sektöründe Özelleştirmeler

Hızla gelişen teknoloji ve artan küreselleşme eğilimi telekomünikasyon sektörünün geleneksel tekелci yapısını değiştirerek sektörde rekabeti ve özelleştirme akımını başlatmıştır. Dünyanın pek çok ülkesinde doğal tekел olma özelliğini taşıyan telekomünikasyon sektöründe tekелci yapının özelleştirme ile kırılması ve uluslar arası şirket evlilikleri sektörün ürün yelpazesini genişletirken ileri teknoloji tüketicilerin refah seviyesine olumlu bir etki bırakmıştır. Bu gelişmeler sonucunda kırılan tekел gücü ile ortaya çıkan rekabet pek çok ülkede ulusal operatörlerin yerini dünyanın büyük küresel operatörlerinin almasına yol açmıştır. Ancak sektörün özel tekellere bırakılmaması için izlenen regülasyon politikaları sonucunda düzenleyici kuruluşlar sektörün izlenmesinde rol almışlardır (Malkoç,2009:141).

2002'nin başında ülkelerin yarısından fazlası yerel telekom operatörlerinin özelleştirilmesini kısmen ya da bütünüyle tamamlamıştır. Dünyada telekom pazarından elde edilen gelirlerinin %85'i kısmen ya da tamamen telekomünikasyon sektörünü özelleştiren ülkelere aitken, sadece %2 oranındaki gelir telekom sektörü devlet tekeline bulunan ülkelere aittir (ITU, 2002:4). Bu durum dünyada telekomünikasyon sektöründeki özel sektör hâkimiyetini gözler önüne sermektedir.

Tablo-4 6. Avrupa’da Telekom Şirketleri Hissedar Yapısı

Şirket Adı	Ülke	Yatırımcı Profili ve Ortaklık Yapısı Yüzdesi				
		Devlet	Kurumsal	Blok	Bireysel	Halka Arz
British Telecom	İngiltere					100
Cable & Wireless	İngiltere					100
Deutsche Telecom AG	Almanya	15	57	17	11	
France Telecom	Fransa	27,7	64,4		7,9	
Belgacom	Belçika	50		7,7		42,3
Swisscom	İsveç	58,3				41,7
OTE	Yunanistan	28	45,1	20		6,9
Portugal Telecom	Portekiz		60		40	
Telecom Italia	İtalya		54,87	24,5		20,63
Telecom Austria	Avusturya	27,37				72,63
Tele Danmark	Danimarka	51,1	15,4	33,5		
Türk Telekom	Türkiye	30		55		15

Kaynak: Erdal Malkoç (2009). *Özelleştirme ve Türk Telekom Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Telekom sektörünün dünyadaki özelleştirme uygulamalarına baktığımızda (Tablo 4.6) Avrupa ülkelerinde çoğunlukla halka arz yöntemi tercih edilirken, Güney Amerika ülkelerinden Arjantin, Küba, Meksika, Peru, Venezüella gibi ülkelerde Türkiye’ye benzer şekilde öncelikle blok satış ardından halka arz yöntemi ile telekom sektörü özelleştirilmiştir (Malkoç, 2009:162-163).

4.5.2.1. Türk Telekom Tarihçe

Türkiye’de Telekom sektörünün tarihi Osmanlı İmparatorluğunun son dönemlerine, 1840 tarihinde Sultan Abdülmecit tarafından kurulan Postahane-i Amirane’ye dayanmaktadır. İlk telefon sistemi 1911 yılında, American Western Electric şirketine tanınan 30 yıllık bir imtiyaz karşılığında İstanbul’da faaliyet göstermek için kurulan Dersaadet Telefon Anonim şirketi tarafından kurulmuştur. I. Dünya Savaşı sırasında devlet tarafından el konulan şirket 13.06.1936 tarih ve 3026 sayılı kanun ile 800.000 İngiliz lirası bedel ile satın alınmıştır (İçöz, 2003:47).

Cumhuriyetin ilanından sonra 1924 yılında 406 sayılı Telgraf ve Telefon kanunu ile Posta Telgraf ve Telefon Genel Müdürlüğü (PTT) kurulmuştur (Resmi Gazete,1924). Türkiye’de telekomünikasyon hizmetleri 1994 yılına kadar PTT tarafından tekel olarak yürütülmüştür. PTT İşletmesi Genel Müdürlüğünün, 1994 tarih ve 4000 sayılı Kanun ile T.C. Posta İşletmesi Genel Müdürlüğü ve Türk Telekomünikasyon Anonim Şirketi şeklinde yeniden yapılanması öngörülmüş olup 1995 yılında ayrı olarak faaliyet göstermeye başlamışlardır (Resmi Gazete,1964).

4.5.2.2.Türk Telekom Özelleştirme

Özelleştirme kavramı 1980’li yıllarla beraber işlerlik kazanmasına rağmen 2000’li yıllara kadar büyük çapta özelleştirme uygulamaları gerçekleşmemiştir. 1999 yılına kadar Anayasa’da özelleştirmeye dair bir hüküm bulunmaması hukuki bir boşluk yaratmıştır.1998 yılında bir özelleştirme denemesi başlamış olmasına rağmen yasal altyapının tamamlanamaması nedeniyle ihale yapılamadan özelleştirme çalışmaları durdurulmuştur.

Aralık 2000-Mayıs 2001 tarihleri arasında Türk Telekom için bir özelleştirme denemesi daha yapılmıştır. İhalede Telekom hisselerinin %33,5 ‘inin satışı için karar alınmıştır ancak Ankara 6. İdare Mahkemesi tarafından yürütmeyi durdurma kararı ile ihale iptal edilmiştir. 2004 tarihli bakanlar kurulu kararı ile Telekom’un %55 hissesinin blok satış yöntemi ile tek seferde satılması kararlaştırılmıştır (Malkoç,2009:190-191).

Oger Telecom Ortak Girişim Grubu, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından Türk Telekom’un özelleştirmesini sağlamak amacı ile düzenlenen, 13 yerli ve yabancı yatırımcının katıldığı kapalı teklif usullü, 01.07.2005 tarihindeki blok satış ihalesinde 6,550 milyar \$ ile en yüksek fiyatı vermiştir.

Tablo-4 7. Türk Telekom Ortaklık Yapısı

Hissedar Adı	Hisse Oranı	Grubu	Sermaye Miktarı (TL)
Oger Telecom(Ojer Telekomünikasyon A.Ş)	55	A	1.925.000.000,00
T.C. Hazine Müsteşarlığı	30	B	971.249.999,99
		C	0,01
		D	78.750.000,00
Halka Açık	15	D	525.000.000,00
Toplam	100		3.500.000.000,00

Kaynak: Türk Telekomünikasyon A.Ş, 2012 Birinci Çeyrek Faaliyet Raporu, s.4

2005'te blok satış yöntemi ve 2008'de halka arz edilerek özelleştirilen Türk Telekomun başlıca hissedarları Oger Telekom (%55) ve T.C. Hazine Müsteşarlığı'dır (%30). Geri kalan %15 hisse İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem görmektedir. Türk Telekom ayrıca internet servis sağlayıcısı TTnet, yakınsama şirketi Argela, bilişim şirketi İnnova , online eğitim yazılımları şirketi Sebit , online oyun şirketi Sobee, çağrı merkezi şirketi AssisTT, toptan veri ve kapasite servis sağlayıcısı Pantel International AG gibi iştiraklerinin %100 hissesine sahipken mobil operatörü Avea hisselerinin %90'ına sahiptir.

4.5.2.3.Türk Telekom Halka Arz Süreci

Dünyada 2008 yılında yapılan en büyük yedinci, Türkiye'de ise gerçekleşen en büyük halka arz olan Türk Telekom halka arzından, T.C. Hazine Müsteşarlığı yaklaşık 1,9 milyar dolar (2,4 milyar TL) gelir elde etmiştir. Halka arz aralığı 3,90 TL-4,70 TL olarak tespit edilmiş olup, halka arza esas teşkil eden 'kesin hisse fiyatı' 4,60 TL olarak belirlenmiştir. Bu rakam bazında şirket değeri 15,5 milyar dolara, hisse değeri bazında ise 12,7 milyar dolara tekabül etmektedir. 28, 29, 30 Nisan 2008 tarihlerinde gerçekleştirilen ön talep döneminde, yurt içi yatırımcılardan toplam 1,1 milyar adet ve 5,3 milyar TL tutarında ön talep gelmiştir.

PTT çalışanları, Türk Telekom çalışanları ve küçük tasarruf sahiplerinin taleplerinin tamamı, kurumsal yatırımcıların taleplerinin %95'i, alım gücü yüksek yatırımcıların taleplerinin ise %6'sı karşılanmıştır. Halka arzda yurt içi yerleşik yatırımcılardan yaklaşık 95 bin talep gelmiştir ve bunların 94 bin adedine dağıtım yapılmıştır. Türk Telekom halka arzı, Türkiye'de bugüne kadar gerçekleştirilen halka

arzlar arasında, yurt içine en fazla tahsisat ve satışın yapıldığı işlemlerden biri olmuştur.

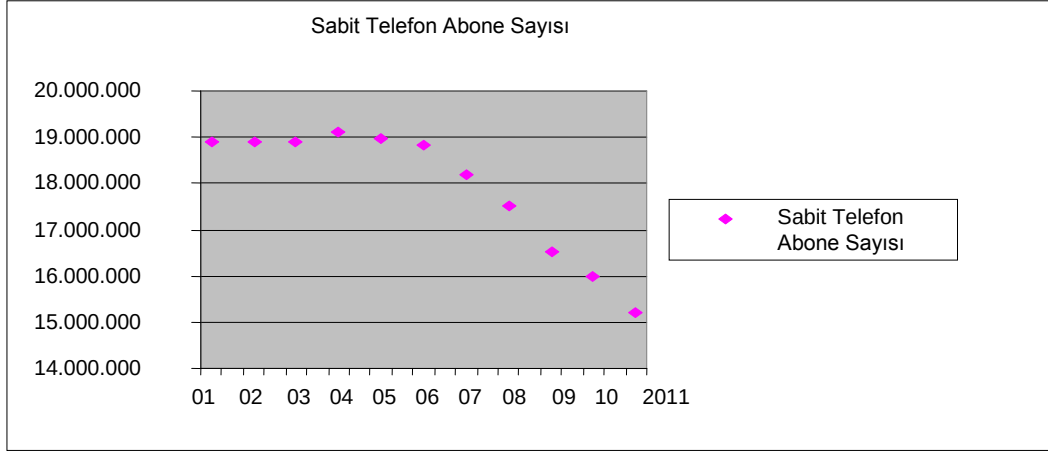
4.5.2.4. Türk Telekom’un Özelleştirme Sonrası Performansı

“Acquisition Monthly” isimli yayın kuruluşu Türk Telekom'un yüzde 55'lik bölümünün özelleştirilmesi işlemini aralarında birçok gelişmekte olan ülkenin bulunduğu adaylar arasında "Gelişen Piyasalarda Yılın İşlemi" ödülüne layık bulmuştur (Radikal,2006). Türk Telekom’un uluslar arası alanda aldığı diğer bir ödül ise yatırımcı ilişkileri alanında her yıl yüzlerce analist ve yatırımcının oylarıyla oluşturulan Thomson Reuters Extel Survey'de “2012 Yatırımcı İlişkileri Araştırması” sıralamasında Türkiye'nin En İyi CEO'su kategorisinde Türk Telekom CEO’su ilk sırada yer alırken; Türk Telekom Türkiye'nin En İyi Yatırımcı İlişkileri kategorisinde ikinci olmuştur (Hürriyet,2012).

Türk Telekom’un özelleştirmesi ile ilgili olumlu görüşler genellikle; sektöre yabancı sermaye girişi ile teknolojik anlamda canlılık geleceği, yeni yatırımların ve rekabetin artacağı, artan rekabetin tüketiciye fiyat indirimleri olarak yansıtacağı şeklindedir. Özelleştirmeyi olumsuz bulan görüşler ise Telekom’un sadece altı aylık kârına satıldığı ve stratejik olan bu şirketin yabancılara satışının askeri haberleşmeyi kontrol dışına çıkaracağını öne sürmektedir (Malkoç,2009:221-223).

Türk Telekom'un özelleştirme sonrası performansına baktığımızda yıllar itibarı ile sabit telefon abone sayısında düşüş gözlemlemekteyiz (Şekil-4.4). Türkiye’de telefon abone sayısında yıllar itibarıyla görülen belirgin düşüşün en önemli nedeni artan mobil telefon kullanımı ile sabit telefon kullanımının azalmasıdır. Dünya genelinde sabit hat pazar gelirleri düşmesine rağmen mobil pazar gelirleri artış göstermektedir. Gelecek yıllarda da bu trendin devam ederek konuşma trafiğinin sabit hattan mobile geçmesi beklenilmektedir (Türk Telekom,2007: 29).

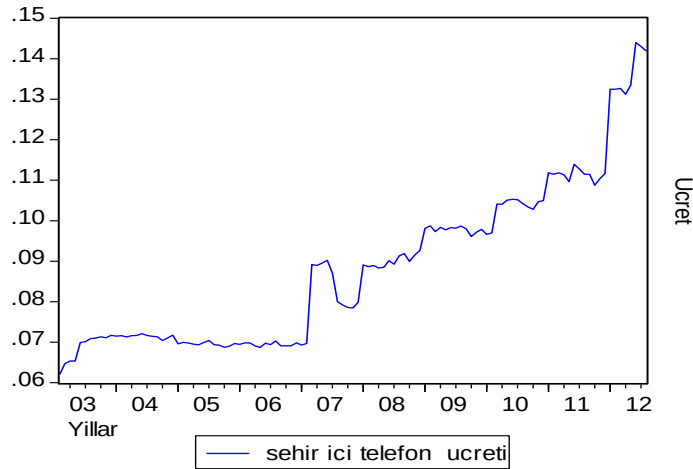
Şekil- 4. 4. Türk Telekom A.Ş Sabit Telefon Abone Sayısı



Kaynak: TÜİK İletişim İstatistikleri ve Türk Telekom 2011 Faaliyet raporu verilerinden oluşturulmuştur. *Araç telefon abonesi dâhil değildir.

Türk Telekom A.Ş'nin özelleştirme sonrası başarısını tüketici refahı açısından ölçecek en önemli gösterge, telefon görüşme ücretlerinin seyridir. Şekil-4.5 incelendiğinde 2007 yılından itibaren şehir içi telefon konuşma ücretleri, enflasyondan arındırılmış haliyle artış göstermiştir. Bunun nedenleri arasında 2007 yılından itibaren sabit telefon abone sayısındaki azalış, sektöre giren cep telefonu operatörleri ile rekabet için gereken alt yapı yatırımları ile Türk Telekom'un internet altyapı yatırım maliyetleri gösterilebilir.

Şekil- 4. 5. Türk Telekom A.Ş, Şehir içi Telefon Görüşme Ücretleri (2003-2012 Aylık Reel Veriler)*



Kaynak: TÜİK 2003 Temel Yıllı Tüketici Fiyatları Endeksi Madde Sepeti ve Ortalama Fiyatlar.

*Şehir içi telefon ücretleri aylık enflasyon oranı baz alınarak deflate edilmiştir.

Türk Telekom A.Ş. şehir içi görüşme ücretleri incelendiğinde özelleştirme sonrasında fiyatlarda hızlı bir yükseliş ve artış tendi görülmektedir. Telekom hizmetlerindeki KİT'ler diğer özel işletmeler gibi satış fiyatlarını belirlerken her zaman kârlarını maksimize edecek fiyatı baz almayabilirler. Maliyet hesabında ortalama maliyetlerden ziyade toplumsal refahın artması için marjinal maliyet esas alınabilir. Oluşan zarar ise kamu bütçesinden KİT'lere yapılacak transferlerle karşılanır..(Ayyıldız,2005:11,12). Özel sektör ise, marjinal maliyeti ve toplumsal refahı dikkate alan kamu sektörünün tersine ortalama maliyeti oluşturan tüm unsurları (alt yapı yatırım maliyetleri) dikkate alarak fiyatlarına yansıtabilmektedir.

4.5.3.Otoyollar ve Köprülerin Özelleştirilmesi

Türkiye'de yük ve yolcu taşımacılığında sahip olduğu %95 pay ile stratejik öneme sahip karayollarının özelleştirilmesi, son dönemde yöntem ve bedel olarak tartışılmaktadır. Otoyollar, Boğaziçi ve Fatih Sultan Mehmet Köprüsü ile bunların üzerindeki tesislerin, 25 yıllığına "İşletme Hakkının Verilmesi" yöntemi ile özelleştirilmesi işlemi Özelleştirme Yüksek Kurulunun kararı sonucu iptal edilmiştir (ÖİB,2013).

17.12.2012 tarihinde gerçekleşen ihaleye en yüksek teklif Koç Holding AŞ-Malezyalı UEM Group Berhad-Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'den oluşan konsorsiyumdan (5,7 milyar dolar) gelmiştir. Başkanlığını Başbakan'ın yaptığı Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun iptal kararının gerekçelerini Başbakan aşağıda yer alan demecinde şöyle açıklamıştır:

"Bu ihalenin olması gereken en üst rakam ne olabilir Burada bunun iki katı bir rakam çıktı karşıma. Birisi 11-12 (milyar dolar) ise öbürü 8-9 civarında rakam çıktı. Peki en düşüğü ne olmalı En düşüğü de 7 civarında çıktı. Arkadaşlar böyle çıktıktan sonra ben bunu verirsem vatana ihanet ederim, halkıma ihanet ederim. Şimdi ne yapacaksınız Arkadaşlarımızla bir istişare yaptık, bu istişare neticesinde kesin değil ama büyük ihtimalle burayı halka açacağız. Halka arz ile bu işi çözelim istiyoruz ve arkadaşlarımızın ortak kanaati de bu istikamette netleşti. Bakanlar Kurulu'ndaki arkadaşlarımın da havası bu istikamette.

İşletmeyi aynen devam ettireceğiz. Nasıl şu anda borsada, menkul kıymetlerde... Halk Bankası'nın şu anda yönetimi değiştirmedik, blok bir satışla birileri gelir alırsa o zaman yönetim değişir. Blok satış yok, halka arz var. Halka arzın içerisinde de mevcut yönetim bunu işletir. Yıl sonu karı nedir 700-800 milyon lira, bu fiyatlara zamlar geldikçe bu trilyonlara varacak. Oralara vardığı zaman herkes yıl sonunda neyse onu alacağı gibi, zaten borsada kâğıtlar sürekli el değiştirme şansına da sahip."(Sanal,2013)

Özetle Başbakan kurulacak yeni bir KİT üzerinden gerçekleştirilecek halka arzın getiri olarak daha yüksek olacağını belirtmektedir. Otoyol ve köprülerin bir şirketleşme sürecinden sonra bu şirketin halka arzı gündeme gelecektir. Bu uygulamanın bir benzeri, Turgut Özal'ın 1984 yılında gündeme getirdiği küçük tasarruf sahiplerinin toplumsal katılım modeli olan "Gelir Ortaklığı Senedi" uygulamasında görülmüştür. Geçmişte benzer uygulamayla; Boğaziçi köprüsü, Keban ve Oymapınar barajları, gelir ortaklığı senedi ile halka açılmıştır (Yüksel,2000:83).

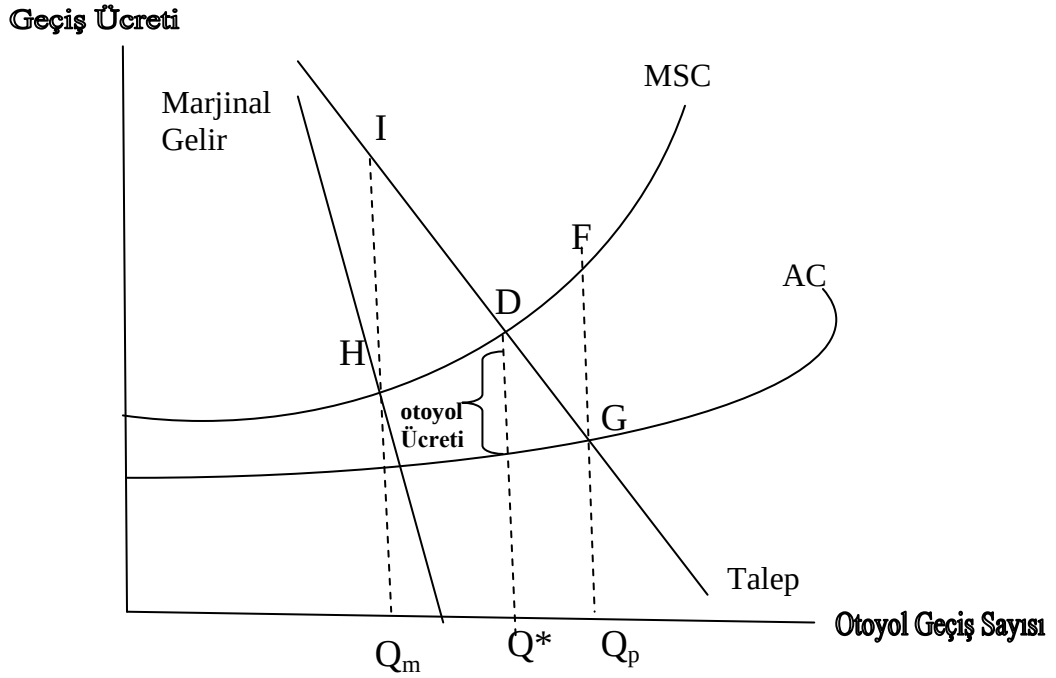
Dünyadaki otoyol özelleştirmelerine baktığımızda Amerika ve Kanada'da pek çok otoyol özelleştirilmiştir. Amerika'da Indiana otoyolunun 157 millik kısmını 75 yıllığına 3,8 milyar dolara kiralamıştır. Chicago Skyway köprüsü 1.82 milyar dolara İspanyol-Avustralya konsorsiyumuna kiralanmıştır. Ancak otoyol ve köprülerin özelleştirilmesinin ardından kamuoyunun en büyük endişesi özel sektörün yatırımlarını tazmin etmek için geçiş ücretlerini bir kaç kat artırma ihtimali olmuştur (Wall Street Journal,2006).

4.5.3.1. Teoride Otoyollarının Özelleştirilmesi

Otoyolların özelleştirmesi ile ilgili literatür incelendiğinde özelleştirmeyi savunanlar; özel mülkiyetin yol güvenliğine kamudan daha fazla sahip çıkacağını, çünkü yol güvenliğinden yada sinyalizasyondan kaynaklanan ölümcül kazalarda özel otoyol işletmecisinin devlete nazaran daha kolay sorumlu tutulabileceği görüşündedir. Bazı özel otoyolların, bozuk asfalt ya da çukurlardan dolayı daha fazla sayıda kazaya ev sahipliği yapması durumunda sürücüler başka otoyolları tercih eder ve özel işletme zarara uğrar. Bu durumda özel otoyollar isimlerinin güvenilir kalması

için kamuya nazaran gelirin büyük kısmını yolların bakımına ayıracaktır. Fiyatlar ile ilgili görüş ise artan rekabet sonucu gişe ve otoyol ücretlerinin, kamuya nazaran daha düşük olacağı şeklindedir (Block, 2009).

Şekil- 4. 6. Otoyol Özelleştirilmesinin Toplam Refaha Etkisi



Otoyol özelleştirilmesinin toplam refah üzerindeki etkisi(Şekil-4.6), tüketicilerin taleplerinin rekabet yaratıp yaratmadığına ya da yeni bir özel monopol oluşup, oluşmadığına bağlıdır. Yukarıdaki şekle göre sürücülerin otoyol yolculuklarının ortalama maliyetleri (AC), marjinal sosyal maliyet (MSC)'den düşüktür. Bunun nedeni sürücüler, seyahatleri ile yaratmış oldukları trafik izdihamının maliyetine katlanmazlar. Talebin marjinal sosyal maliyete eşit olduğu optimal durumda durumda optimal *otoyol geçiş ücreti* oluşmalıdır. Ancak kamu yetkilileri, otoyolların kapasitelerini verimli kullanmadıklarından, sürücüler sadece ortalama maliyete katlanırken Q_p kadar otoyoldan geçiş yaparlar. Bu durumda oluşacak refah kaybı DFG üçgen kadardır. Bu kaybı devlet üstlenmektedir. Otoyolların özelleştirilmesi durumunda monopol güce sahip işletmeci marjinal gelirin marjinal sosyal maliyete eşit olduğu H noktasında yeni fiyatı belirleyecektir.

Yeni geçiş sayısı Q_m 'e dūşerken, otoyol geçiş ücreti artarak oluşan refah kaybı DHI ügeni ile ölçölür.

Sonuç olarak özelleştirme sonucunda oluşacak refah kaybı ya da kazancı tam olarak net değildir. Eęer özelleştirme sonrası otoyol işletmecisi yolcuların alternatif ulaşımı(demiryolu ve havayolu) tercih etmelerinden çekinerek fiyatları dūřürürse refah kazancı ortaya çıkabilir. Dięer yandan kamunun katlandığı trafik izdihamının marjinal sosyal maliyeti de ortadan kalkar. Bu durumda otoyol özelleştirilmesinin sonucunda oluşacak refah artışı monopol durumdaki özel işletmecinin, fiyatlarını rekabet ortamında marjinal sosyal maliyet kadar dūřürmesine bağlıdır (Clifford,2010:127-128).

BEŞİNCİ BÖLÜM- TÜRKİYE’DE HALKA ARZ İLE ÖZELLEŞTİRİLEN İŞLETMELERİN ETKİNLİK ANALİZİ

Ekonomide etkinliğin ölçümünde *ekonomik etkinlik*, *finansal etkinlik* ve *operasyonel etkinlik* gibi kavramlar kullanılmaktadır. İşletmelerin mülkiyetinin kamudan özel sektöre devrinin işletmenin finansal, operasyonel ve ekonomik etkinliğini artırması beklenmektedir. Çalışmada Türkiye’de halka arz yöntemi ile özelleştirilen işletmelerin özelleştirme sonrası etkinlik düzeyindeki değişim finansal, operasyonel ve ekonomik etkinlik açısından incelenmiştir.

Halka arz yöntemi ile kısmen ya da tamamen özelleştirilen kamu işletmeleri: Türk Hava Yolları, Türkiye Halk Bankası, Türkiye İş Bankası, Migros A.Ş., Konya Çimento, Tofaş A.Ş., Erdemir, Petrol Ofisi, Tüpraş, Petkim özelleştirme sonrası hisse senedi getirisi bakımından özel sektör rakipleri ile karşılaştırılarak finansal getirileri Olay İnceleme Analizi (Event Study) ile test edilmiştir. Ek olarak işletmelerin özelleştirme öncesi ve sonrası performanslarını yani operasyonel etkinliklerini, finansal rasyolarına dayanan Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği yöntemi ile karşılaştırılmaktadır.

Çalışmada yukarıdaki analizlerin yanı sıra sektörel kısmi analizler yapılmıştır. Türkiye’de en büyük özelleştirmelerin yapıldığı petrol sektöründe, faaliyet gösteren ve büyük ölçüde özel sektöre devredilmiş Petrol Ofisi (POAŞ), TÜPRAŞ ve PETKİM gibi sektörün önemli kuruluşlarının özelleştirme öncesi ve sonrası finansal göstergeleri *Oran (Rasyo) analizi* ile test edilmiştir. Bankacılık sektöründe yer alan ve halka arz yöntemi ile özelleştirilen Halkbank ile İş Bankası’nın özelleştirme öncesi ve sonrası verimlik değerleri ekonomik etkinliği ölçmede kullanılan *Veri Zarflama Analizi* ile hesaplanmıştır.

5.1. Finansal Etkinliğin Olay İnceleme Analizi (Event Study) ile Ölçülmesi

Çalışmamızda Olay Analizi (Event Study), İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) kote olan özelleştirilen işletmelerle yine İMKB’ye kote olmuş, benzer sektörlerde faaliyet gösteren veya aynı ya da yakın yıllarda borsada işlem

görmeye başlayan özel işletmelerin finansal performansını karşılaştırmak için kullanılmaktadır. Analize dâhil olan kamu işletmeleri ile özel işletmeler seçilirken hisse senedi getirilerine, finansal rasyolarına ve özelleştirme öncesi ile sonrası bilanço verilerine ulaşabileceğimiz işletmeler olmasına özen gösterilmiştir. Bu nedenle özelleştirilen her işletme analize dâhil edilememiştir. Özelleştirilen işletmelere ait bilanço ve gelir tablolarının elde edilmesinde güçlükler bulunmasından dolayı halka arz yöntemi ile özelleştirilen ve IMKB’de işlem gören büyük şirketler analize dâhil edilmiştir.

5.1.1. Olay İnceleme Analizi (Event Study) Veriler

İncelediğimiz kamu işletmelerinden Türk Hava Yolları, Türkiye Halk Bankası, Türkiye İş Bankası, Migros A.Ş ve Konya Çimento halka arz yöntemi ile kısmen ya da tamamen özelleştirilirken, Tofaş A.Ş, Erdemir, Petrol Ofisi, Tüpraş, Petkim halka arz ve blok satış yöntemleri kullanılarak özelleştirilmişlerdir. Zaman aralığı 1988–2008 olarak seçilmiştir. Tablo-5.1 ve Tablo-5.2.’de kamu işletmeleri ve özelleştirme tarihleri yer almaktadır.

Tablo-5 1. Halka Arz Yoluyla Özelleştirilen Kamu İşletmeleri ve Özelleştirme Tarihleri

Özelleştirilen İşletme	Sektör	Halka Arz Tarihi	Halka Arz Tarihindeki Pay (%)	Halka Arz edilen Kamu Payı (%)
Türk Hava Yolları	Ulaşım	07.12.1990	100	1,55
Türk Hava Yolları	Ulaşım	01.12.2004	98,17	23
Türk Hava Yolları	Ulaşım	18.05.2006	75,18	28,75
Türkiye İş Bankası	Bankacılık	04.05.1998	12,30	12,29
Türkiye Halk Bankası	Bankacılık	02.05.2007	99,96	24,98
Migros	Perakende Ticaret	25.02.1991	42,22	36,40
TOFAŞ	Otomotiv	13.06.1991	23,13	0,85
TOFAŞ	Otomotiv	04.03.1994	21,13	16,80
Konya Çimento	İmalat	25.10.1990	39,87	31,13

Kaynak:Özelleştirme İdaresi Başkanlığı

Tablo-5 2. Halka Arz ve Blok Satış Yoluyla Özelleştirilen Kamu İşletmeleri ve Özelleştirme Tarihleri

		Blok Satış veya Halka Arz Tarihindeki Pay(%)	Satılan veya Halka Arz Edilen Kamu Payı(%)	Satın Alan Kuruluş	Satış Tarihi	Blok Satış veya Halka Arz Bedeli(\$)
TOFAŞ OTO TİC.						
	- Blok Satış	39,00	16,00	FIAT AUTO S.p.A.	22.02.1991	13.203.441
	- Halka Arz	23,00	1,36	Halka Arz	13.06.1991	966.248
PETROL OFİSİ A.Ş.						
	- Halka Arz	100,00	4,02	Halka Arz	27.05.1991	14.386.888
	- Blok Satış	93,30	51,00	İŞ DOĞAN A.Ş.	21.07.2000	1.260.000.000
	- Halka Arz	42,30	16,50	Halka Arz	27.02-15.03.2002	168.371.170
ERDEMİR						
	- Halka Arz	50,68	2,93	Halka Arz	9.04.1990	53.105.711
	- Blok Satış	46,12	46,12	Ataer Holding A.Ş.	27.02.2006	2.770.000.000
TÜPRAS						
	- Halka Arz	100,00	1,66	Halka Arz	27.5.1991	6.036.589
	- Halka Arz	96,42	30,65	Halka Arz	5.4.2000	1.104.520.664
	- Blok Satış	51,00	51,00	ENERJİ YAT. A.Ş.	26.01.2006	4.140.000.000
TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.						
	- Blok Satış	100,00	55,00	OGER Telecoms O.G.G.	14.11.05	6.550.000.000
	- Halka Arz	45,00	15,00	Halka Arz	7.05.2008	1.911.000.000
PETKİM						
	Halka Arz	99,97	8,08	Halka Arz	18.6.1990	150.617.183
	Halka Arz	88,86	34,50	Halka Arz	13.04.2005	273.719.603
	Blok Satış	61,32	51,00	Socar&Turcas-İnjaz OGG	30.05.2008	2.040.000.000
	Blok Satış	10,32	10,32	SOCAR İzmir Petrokimya A.Ş.	22.06.2012	168.500.000

Kaynak: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı

Analize konu olan şirketlerin günlük hisse senedi fiyatları ile günlük İMKB - 100 endeksi fiyatları Datastream veri tabanından alınmıştır. Hisse senedi ve endeks getirileri günlük yüzdelik değişme hesaplanılarak elde edilmiştir. Günlük getiriler doğal logaritma (ln) alma yoluyla hesaplanılmıştır. Regresyonda kullanılan piyasa endeksi getirisi için İMKB Ulusal 100 endeksi kullanılmıştır. İMKB Ulusal 100 endeksi, ulusal borsada işlem gören seçilmiş 100 hisse senedinden oluşmaktadır.

Tablo-5 3. Özel İşletmeler ve Halka Arz Tarihleri

Özel İşletme Şirket	Sektör	Yıl
Feniş Alüminyum	İmalat	1990
Aksa Akrilik	Tekstil	1988
Marshall Boya	İmalat	1990
Çelebi Havacılık	Ulaşım	1996
Tesco Kipa	Perakende Ticaret	1991
Ford Otosan	Otomotiv	1988
Turcas Petrol A.Ş	Enerji	1992
Doğan Şirketler Grubu	Medya ve Enerji	1993
Alternatifbank	Bankacılık	1998
AlbarakaTürk	Bankacılık	2007

Kaynak: Data Stream,Thomsan Rhouters

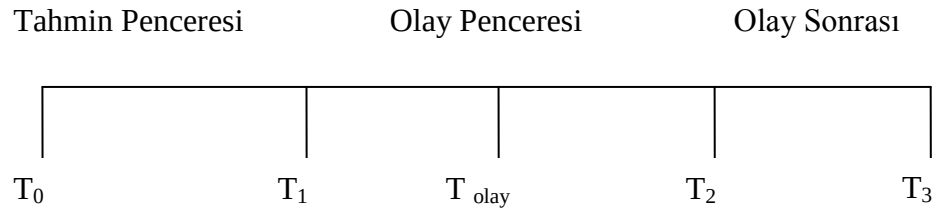
Çalışmamızda kamu işletmelerini finansal getiriler açısından karşılaştırmada kullanılan IMKB'ye kote olmuş, benzer sektörlerde faaliyet gösteren, aynı ya da yakın yıllarda borsada işlem görmeye başlayan özel işletmeler tablo gösterilmektedir.

5.1.2.Olay inceleme analizi (Event Study) Metodoloji

Olay inceleme analizi (Event Study) finansal ekonomi literatüründe sermaye piyasalarının etkinliğini ölçmede kullanılan bir analiz yöntemidir. Gerçekleşen olay (event) sonrasında hisse senedi değerlerinde normal getirinin dışında oluşan olağan dışı (beklenilmeyen) getiriye hesaplamada kullanılmaktadır. Bu olaylar, şirket birleşmeleri, satın almalar, şirketlere ait olumlu ya da olumsuz haberler, kâr duyuruları, muhasebe hileleri, nakit temettü ödeme politikaları, iflas veya satış duyuruları borçlanma, yatırım kararları ya da özelleştirme gibi hükümetin aldığı kararlar olabilir (Kothari ve Warner,2006:4).

Hisse senedi getirilerinin gerçekleşen olaylardan oluşan etkilerini ölçen olay analizi aşağıdaki şekilde gösterildiği gibi özetlenebilir. Olay inceleme analizinin en önemli aşaması olayın tanımlanmasıdır. T olay özelleştirmenin gerçekleştiği tarih olarak çalışmamızda yer alırken $(T_0 - T_1]$ aralığı tahmin penceresi (estimation window) olup, $(T_1 - T_2)$ döneminde elde edilen hisse getirilerinin hesaplanılmasında kullanılan regresyon parametrelerinin bulunmasında kullanılacak zaman dilimidir. Tahmin penceresi (estimation window) her bir olayın öncesi kendisi ve sonrasını kapsayan toplam dönemdir. Ancak genel olay inceleme çalışmalarından

farklı olarak borsada işlem görmeye ilk defa özelleştirme ile başlayan ve özelleştirme öncesinde hisse senedi getirilerine dair hiçbir veri bulunmayan işletmeler için bu zaman dilimi T olay, özelleştirme sonrası 200, 400, 750 gün olarak kullanılır. Bağımsız olarak incelenen olay belirlenen kriterlere göre başarılı ya da başarısız olarak sınıflandırılmaktadır (Minenna,2003).



Şekil-5. 1. : Olay İnceleme Analizinde Zaman Çizelgesi

Özelleştirmenin uzun dönem etkisi olağan dışı getiri (abnormal return) temelinde analiz edilmiştir. Seçilen zaman aralığında bulunan ve kamu işletmeleri ile yakın sektörlerde faaliyet gösteren 10 özel işletme analize konu olmuştur. Örnekleme yer alan her bir işletme için olağanüstü getiri, (abnormal return) gerçekleşen hisse getirisi ve normal getiri arasındaki fark olarak tanımlanabilir(MacKinlay,1997).

Her bir işletme i için t zaman aralığında olağan dışı getiri aşağıdaki gibi gösterilir:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t) \quad (1)$$

AR_{it} olağan dışı getiri (abnormal return), R_{it} ; t dönem için gerçekleşen (olağan) getiriyi ve $E(R_{it} | X_t)$ denge durumundaki getiriyi (beklenen getiri) temsil etmektedir.

Olağan gerçekleşen getiriyi hesaplamak için **piyasa modeli** (market model) kullanılmaktadır. Piyasa modelinde, piyasa getirisi ile t dönem için gerçekleşen

getiri arasında istikrarlı doğrusal bir ilişkinin varlığı varsayılmaktadır. Piyasa modeline göre t dönemde gerçekleşen herhangi bir hisse senedinin getirisi aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

R_{mt} t zamandaki piyasa endeksinin getirisini göstermektedir. Çalışmada piyasa endeksi getirisi için İMKB Ulusal 100 endeksi kullanılmıştır. İMKB Ulusal 100 endeksi, ulusal borsada işlem gören seçilmiş 100 hisse senedinden oluşmaktadır. α_i ve β_i piyasa modeli parametreleridir. ε_{it} sıfır ortalamaya sahip, sabit varyanslı normal dağılım $N(0, \sigma^2)$ hata terimidir.

Normal getirinin piyasa modelinde yer alan parametrelerini hesaplamada kullanılan regresyonlar 3 farklı tahmin penceresinde $L_1=200$, 400 ve 750 günlerinde her bir işletme için ayrı ayrı hesaplanılmıştır. Tüm veriler için durağanlık testleri uygulanmış (Augmented Dickey-Fuller ve KPSS Testi) ve verilerin düzey seviyelerinde (%5 anlamlılık) durağan oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Ancak kamu ve özel işletmelerin her birinde $L_1=200$, 400 ve 750 zaman periyotlarında toplam 60 regresyon hesaplanıldığından durağanlık test sonuçları çalışmada raporlanmamıştır.

Olay analizi sonucunda elde edilen çıkarımlara güvenilmesi için analizin varsayımlarının sağlanması gerekir. Bu varsayımlar:

- i. Piyasaların etkin olması (Piyasada işlem yapanların bilgiye tam ulaşması).
- ii. Olay analizine konu olan olayın (çalışmamızda özelleştirme) yatırımcılar tarafından öngörülmemiş, yeni bir bilgi olması.
- iii. Olay penceresi süresince karışıklığa neden olacak başka bir faktörün, finansal olayın (temettü dağıtımı, şirket hakkında açılan tazminat davaları, üst düzey bir yöneticinin değişmesi, yeni bir ürününü piyasaya sürülmesi) hisse getirilerine ikinci bir etkide bulunmaması.

Bu varsayımlar karşılandığı sürece olay analizi geçerliliğini korur. Üçüncü varsayım önemlidir. Olay penceresinin hesaplanması sürecinde ortak etki yaratabilecek başka bir olayın gerçekleşmesi durumunda etkilerinin arındırılması ve hangi olayın etkilediğinin saptanması güçleşir.(McWilliams ve Siegel,1997:629)

Örneklelimiz 1988-2008 yılları arasında halka arz (halka arz + blok satış) yöntemiyle özelleştirilen 10 kamu işletmesi ve özelleştirilen kamu işletmeleri ile yakın sektörlerde faaliyet gösteren ya da kamu işletmelerinin özelleştirilme tarihlerine yakın yıllarda borsaya kote olmuş 10 özel işletmeyi içermektedir. Analizimizde özelleştirilen (kamu) işletmeleri, **İşletme 1** olarak numaralandırılırken; özel işletmeler; **İşletme 2** olarak sınıflandırılmıştır.

Zaman aralığı t ($t=1,2,\dots,T$) iki alt döneme ayrılabilir. Tahmin penceresi (Estimation window), olay penceresi (event window). Bu iki zaman aralığı T_0 , T_1 ve T_2 olarak belirtilir. $t=0$ özelleştirmenin ya da borsaya kote olmanın gerçekleştiği gündür. Tahmin penceresinin uzunluğu: $L_1= T_1- T_0$, T_0+1 'den T_1 'e kadar geçen süredir. Olay süresi $L_2= T_2- T_1$, T_1+1 'den T_2 'ye kadar geçen süredir. L_1 ve L_2 sırasıyla tahmin penceresi ve olay sonrası aralığın uzunluğudur. Normal getirinin piyasa modelinde yer alan parametrelerini hesaplamada 3 farklı tahmin penceresi bulunmaktadır. Bu süreler 200, 400 ve 750 gündür. Piyasa modelinin parametreleri için En küçük Kareler Yöntemi (EKK) ve ARCH (Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) kullanılmaktadır. Her bir i işletme için tahmin penceresi (estimation window) parametreleri aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{\mu}_i)(R_{mt} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2} \quad (3)$$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m \quad (4)$$

$$\hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{it} \text{ ve } \hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{mt} \quad (5)$$

5.1.3. Analiz Uygulama Sonuçları

Piyasa modeli ile her bir işletme için hesaplanan α_i ve β_i ile örneklem olağan dışı getirileri (abnormal return) $t = T_1+1, \dots, T_2$ tarihleri için olay sonrası 1000 gün periyotunda hesaplanmaktadır.

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (6)$$

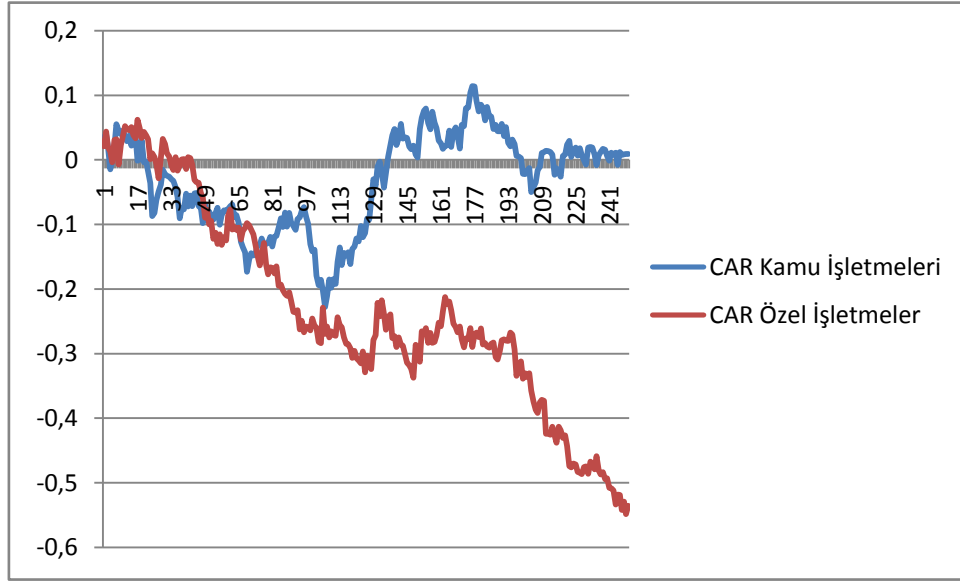
Her iki işletmenin özelleştirme sonrası performansını karşılaştırmak için her bir işletmenin olağan dışı getirilerini (AR) toplayarak aşağıda yer alan formülle hesaplarız.

$$\overline{AR}_t^j = \frac{1}{N_j} \sum_j AR_{jt}, j=1,2 \quad (7)$$

Ayrıca her iki tür işletmenin ortalama getirilerini olay sonrası aralığında toplayarak (T_1+1 'den T_2 'ye kadar geçen süre) birikimli olağan dışı getiriye (CAR) aşağıdaki formülle hesaplarız.

$$\overline{CAR}^j_{(T_1+1, T_2)} = \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \overline{AR}_t^j \quad (8)$$

Şekil-5. 2.Toplam Kümülatif Olağan Dışı Getiriri(750 Gün tahmin penceresi)

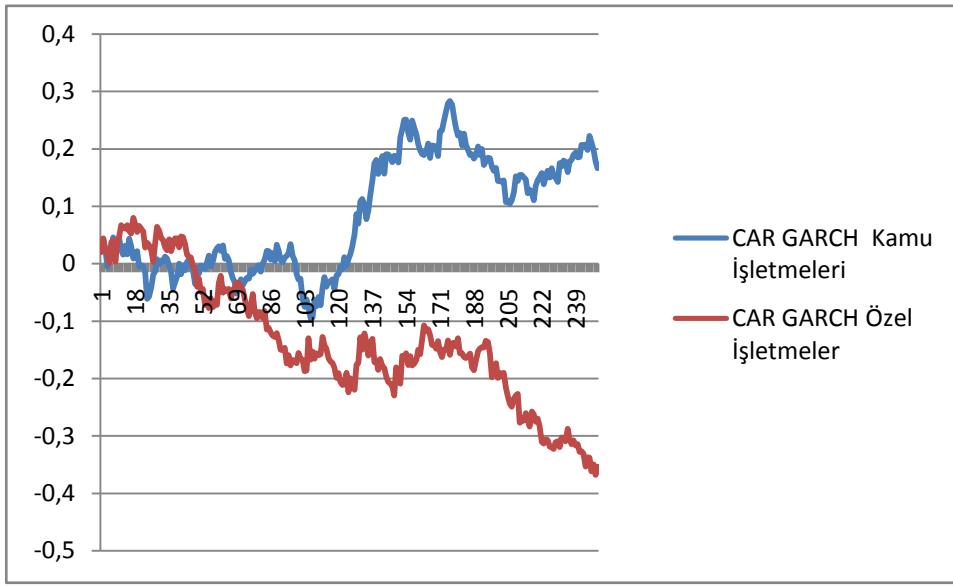


Şekil -5.2. her iki tür işletmenin piyasa modeli çerçevesinde hesaplanan parametreleri ile oluşturulan toplam olağandışı getiriyi (abnormal return) 750 günlük tahmin penceresinde göstermektedir. Grafiğe göre özelleştirme gerçekleştikten sonra ilk dönemde kamu işletmeleri ile özel işletmelerin beklenmeyen getirilerinde çok kısa bir artış gözlemlenilmiştir. Ancak hemen aşağı yönlü hareket başlamıştır. Özel işletmeler borsaya kote olmalarının ardından negatif olağan dışı getiri göstermeye devam etmiştir. Kamu işletmeleri, aynı sektörde faaliyet gösteren özel işletmelere göre birikimli ortalama olağan dışı getiri bakımından daha iyi performansa sahiptir. Özelleştirilen kamu işletmelerinin olağandışı getirilerinde belli bir süreden sonra pozitif hareketlilik vardır.

Kamu işletmelerinin özelleştirme duyurularının kamuoyunda hissedilmesi ile beraber özelleştirme öncesinde hisselerine olan talep artar. Yatırımcılar ilk gün, ilk hafta ya da ilk ay getirisi beklentisi ile alım yaparlar. Özelleştirme sonrası oluşan

fiyatla birlikte istedikleri fiyat ve getiriyi elde ettikleri süre sonunda hisseleri elden çıkarabilirler. Bu durum özelleştirme aşaması içinde olan ya da özelleştirilmiş kamu işletmelerinin hisse getirileri incelenerek gözlemlenebilir.

Şekil-5. 3. Kümülatif Olağan Dışı Getiriri GARCH 750 Gün Tahmin Penceresi



Toplam Olağan dışı getiri (Cumulative Abnormal Return) grafik 2' de GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) sürecinde değerlendirilmiştir. Şekil 5.2'ye benzer şekilde sabit varyans varsayımının bulunmadığı, piyasada volatilitenin varlığının kabul edildiği GARCH sürecinde de kamu işletmeleri, özel işletmelere göre ortalama olağan dışı getiri bakımından daha iyi bir performansa sahiptir. Ancak borsaya kote olmalarının ilk döneminde özel işletmeler kamu işlemelerine nazaran daha iyiyiken zamanla kamu işletmelerinin ortalama olağan dışı getirisi artış göstermiştir. Özel işletmelerin birikimli ortalama olağan dışı getirisinin belirli bir vadeden sonra bu pencerede negatif görünümlü olduğunu söyleyebiliriz. Grafiklerdeki her iki tür işletmeye ait ortalama olağan dışı getiriyi test etmek ve bu bilgileri desteklemek için birkaç istatistiğe başvurmalıyız.

İlk testin boş hipotezi H_0 örneklem ortalama olağan dışı getirisinin sıfıra eşit olduğunu belirtmektedir. H_0 hipotezinde yer alan, σ^2 varyansa sahip

işletmelere ait ortalama olağan dışı getiri aşağıdaki formülle(formül 9) hesaplanılmaktadır.

$$\overline{AR}_t^j \sim N(0, \sigma^2) \quad (9)$$

Örneklem ortalaması μ , standart hata s ve örneklem sayısı n ile tablo 5.5 ve 5.6’da istatistikleri raporlanan toplam olağan dışı getiri için H_0 hipotezi aşağıdaki eşitlikle (eşitlik 10) test edilebilir.

$$T = \sqrt{n} \mu / s \quad (10)$$

Tablo-5 4.Özelleştirilen kamu İşletmeleri için Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken ve Zaman	Ortalama	Standart Sapma	Ortanca
AAR 200 Gün Kamu İşletmeleri	-0,00993883	0,023438826	-0,010383782
CAAR 200 Gün Kamu İşletmeleri	-3,703250761	2,369290665	-3,566462862
AAR 400 Gün Kamu İşletmeleri	-0,00222178	0,024779956	-0,001943505
CAAR 400 Gün Kamu İşletmeleri	-0,71564504	0,380280211	-0,673297526
AAR 750 Gün Kamu İşletmeleri	3,60544E-05	0,016675332	0,000233574
CAAR 750 Gün Kamu İşletmeleri	-0,031438861	0,07438082	-0,011903393

Not: AAR ortalama olağan dışı getiriyi, CAAR toplam ortalama olağan dışı getiriyi göstermektedir.

Tablo-5 5. Özel İşletmeler için Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken ve Zaman	Ortalama	Standart Sapma	Ortanca
AAR 200 Gün Özel İşletme	-0,00419597	0,026725945	-0,006756216
CAAR 200 Gün Özel İşletme	-1,431158010	0,957310366	-1,164901095
AAR 400 Gün Özel İşletme	-0,001816589	0,024504082	-0,0048312578
CAAR 400 Gün Özel İşletme	-0,292569133	0,3978897143	-0,1917045769
AAR 750 Gün Özel İşletme	-0,002142338	0,017119601	-0,003065365
CAAR 750 Gün Özel İşletme	-0,232773828	0,157947112	-0,263771769

Not: AAR ortalama olağan dışı getiriye, CAAR toplam ortalama olağan dışı getiriye göstermektedir.

%5 anlamlılık düzeyinde $\alpha = 0.05$, T değeri kritik değerden büyük olduğu sürece $|T| > 1.96$ H_0 hipotezi reddedilir. 200 gün tahmin penceresinde ($L_1=200$), piyasa modeli parametrelerine dayanarak hesaplanan ortalama olağan dışı getirilerin T testi istatistikleri grup 1 (kamu işletmeleri) ve grup 2 (özel işletmeler) için sırasıyla -5,99 ve -2,22 'dir. Aynı şekilde 400 gün tahmin penceresinde ($L_1=400$), piyasa modeli parametrelerine dayanarak hesaplanan ortalama olağan dışı getirilerin T testi istatistikleri grup 1 (kamu işletmeleri) ve grup 2 (özel işletmeler) için sırasıyla -1,79 ve -1,48'dir. 750 gün tahmin penceresinde 0,059 ve - 3,427 test istatistiklerini grup 1 ve grup 2 işletmeleri için elde etmiş durumdayız. Test sonuçlarına göre her iki grup işletme için 200 gün tahmin aralığında olağan dışı ortalama getirinin sıfır olduğu boş hipotezi 5% anlamlılık düzeyinde reddedilir. 400 gün tahmin penceresinde olağan dışı ortalama getirinin sıfır olduğu boş hipotezi 5% anlamlılık düzeyinde her iki firma için de kabul edilir. 750 gün için H_0 boş hipotezi kamu işletmeleri için kabul edilirken özel işletmeler için reddedilir. 200 gün tahmin penceresince hesaplanan istatistiklere göre kamu işletmelerinin özelleştirilme haberinin yatırımcılar açısından pozitif bir tepki ile karşılandığını ve olağan dışı (beklenilmeyen) getirinin oluştuğunu söyleyebiliriz. Diğer taraftan 200 ve 750 gün tahmin penceresine dayanan istatistiklere göre özel işletmelerin borsaya kote olmaları haberi yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmış ve olağan dışı getiri oluşmuştur.

Tablo-5 6. Hesaplanan AAR t testi 200, 400 ve 750 günler 1. Grup ve 2. Grup işletmeler

Grup 1 Kamu İşletmeleri
$T (AAR\ 200\ Kamu) = \sqrt{200} (-0,00993883 / 0,023438826) = -5,99673$
$T (AAR\ 400\ Kamu) = \sqrt{400} (-0,00222178 / 0,024779956) = -1,79002$
$T (AAR\ 750\ Kamu) = \sqrt{750} (3,60544E-05 / 0,016675332) = 0,059212614$
Grup 2: Özel İşletmeler

$T (\text{AAR } 200 \text{ Özel}) = \sqrt{200} (-0,00419597 / 0,026725945) = -2,220313406$
$T (\text{AAR } 400 \text{ Özel}) = \sqrt{400} (-0,001816589 / 0,024779956) = -1,482682951$
$T (\text{AAR } 750 \text{ Özel}) = \sqrt{750} (-0,002142338 / 0,017119601) = -3,42709$

Not: AAR, ortalama olağan dışı getiriyi temsil eder. $T = \sqrt{n}\mu / s$

İkinci testte, **her iki grup işletme için boş hipotez, örneklem ortalama olağan dışı getirinin eşit olduğunu belirtmektedir.** Ortalama olağan dışı getiri 1. Grup ve 2. Grup firmalar için u_1 ve u_2 olarak gösterilmektedir.

Boş hipotez: **$H_0: \mu_1 = \mu_2$** , Aşağıdaki formülle test edilmektedir.

$$T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} \quad (11)$$

Tablo da yer alan ikinci testten elde ettiğimiz sonuçlar $L_1=200, 400, 750$ tahmin pencerelerinde sırasıyla 2.28, -0.16 ve 1.28. Böylece $L_1 = 200$ için boş hipotezi reddediliriz. **Test sonucuna göre örneklem ortalama olağan dışı getirilerin grup 1 (kamu işletmeleri) için istatistiksel açıdan ikinci grupta yer alan işletmelere göre (özel işletmeler) yüksek olduğunu söyleyebiliriz.** Ancak $L_1 = 400$ ve $L_1 = 750$ tahmin pencerelerinde, örneklem ortalama olağan dışı getirilerinin grup 1 (kamu işletmeleri) ve grup 2 (özel işletmeler) için eşit olduğunu belirten boş hipotezi kabul ederiz.

Tablo-5 7.Ortalama olağan dışı getirinin (AAR) eşitlik testi

AAR 200 $T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = -2,28$
AAR 400 $T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = -0,16$
AAR 750 $T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = 1,28$

Son olarak ortalama kümülatif olağan dışı getiri $\overline{CAR}^j (T_1 +1, T_2)$ tahmin penceresi süresince iki farklı boş hipotez için test edilmiştir. İlki ortalama olağan dışı getirinin sıfır olduğunu belirtmektedir.

$$\overline{CAR}^j (T_1 +1, T_2) \sim N (0, \sigma^2_c) \quad (12)$$

σ^2_c ortalama kümülatif getirinin varyansıdır. Uygun test istatistik değerleri $L_1=200$ sürecinde kamu işletmeleri için -22,10 özel işletmeler için -21,142'dir. Aynı şekilde $L_1=400$ gün sürecinde T değerleri kamu işletmeleri için -37,6378 ve özel işletmeler için -14,706'dir. Son olarak 750 gün için $L_1=750$, test istatistikleri kamu işletmeleri için ise -11,575 ve özel işletmeler için -40,3602'dir. Bütün hesaplama sürelerinde 200, 400, 750 için ortalama kümülatif olağan dışı getirinin sıfır olduğunu söyleyen boş hipotez reddedilmektedir. Kümülatif olağan dışı getirilere dayanılarak hesaplanan istatistikler, ortalama değerlere dayanılarak hesaplanılardan daha yüksek geçerliliğe sahiptir. *Bu durumda kümülatif olağan dışı getirilerin t istatistiklerinin eşik değeri aşmasından yola çıkarak; kamu işletmelerinin halka arz ile özelleştirmelerine yatırımcıların pozitif tepki verdiklerini ve borsada, özelleştirme sonrası bu işletmelere ait olağan dışı getirinin gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Diğer taraftan özel sektöre ait işletmeler için; borsaya kote olmalarına yatırımcıların pozitif yönde tepki verdiklerini ve borsada kote olmanın ardından bu işletmelere ait olağan dışı getirinin gerçekleştiğini söyleyebiliriz.*

Tablo-5 8. Hesaplanan CAR t testi 200, 400 ve 750 günler 1. Grup ve 2. Grup işletmeler

Grup 1: Kamu İşletmeleri
T (CAR 200 Kamu)= $\sqrt{200} (-3,703250761 / 2,369290665) = -22,104$
T (CAR 400 Kamu)= $\sqrt{400} (-0,71564504 / 0,380280211) = -37,637$
T (CAR 750 Kamu)= $\sqrt{750} (-0,031438861 / 0,07438082) = -11,575$
Grup 2. Özel İşletmeler
T (CAR 200 Özel)= $\sqrt{200} (-1,431158010 / 0,957310366) = -21,142$

$T(\text{CAR 400 Özel}) = \sqrt{400} (-0,292569133 / 0,3978897143) = -14,706$
$T(\text{CAR 750 Özel}) = \sqrt{750} (-0,232773828 / 0,157947112) = -40,360$

İkinci testte boş hipotez, her iki grup işletmeye ait örneklem ortalama olağan dışı getirinin eşit olduğunu belirtmektedir. Ortalama olağan dışı getiri 1. Grup ve 2. Grup firmalar için μ_1 ve μ_2 olarak gösterilmektedir. Boş hipotez: $H_0: \mu_1 = \mu_2$, Aşağıdaki formülle test edilmektedir.

$$T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} \quad (13)$$

İkinci testteki alternatif hipoteze göre $\text{CAR}_1 (T_1+1, T_2)$, $\text{CAR}_2 (T_1+1, T_2)$ 'den büyük ölçüde farklıdır. Boş hipotezde kümülatif olağan dışı getiri birinci grup ve ikinci grup işletmeler için aynıdır. Üç tahmin aralıkları $L_1=200$, $L_1=400$, $L_1=750$ için -12,57, -15,37, 31,85 test istatistiklerini elde ederiz. *Tüm hesaplama aralıkları için boş hipotezi reddederiz ve böylelikle grup 1 kamuya ait işletmelerin örneklem ortalama kümülatif getirilerinin grup 2 (özel işletmeler)'den önemli ölçüde yüksek olduğunu söyleyebiliriz.*

Tablo-5 9. Ortalama olağan dışı getirinin (CAR) eşitlik testi

CAR 200 $T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = -12,57$
CAR 400 $T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = -15,37$
CAR 750 $T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = 31,58$

5.1.4. GARCH (1,1) Analizi

Analizimizde şimdiye kadar sıfır ortalamalı ϵ_{it} , normal dağılılan $\epsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2_{it})$ ve sabit varyansa σ^2_{it} , sahip olduğunu varsaydığımız hata terimleri ile getirileri hesapladık. Ancak bu varsayım volatilitenin bulunduğu serilerde geçerli olmayabilir. Finansal getiriler yıllık olmadıkları sürece, özellikle günlük serilerde volatilité zamanla değişmektedir. Bu problemin üstesinden gelmek için değişen varyans (heteroskedasticity) etkisini hesaba katmalıyız. Yeni bir model Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans GARCH (1,1) süreci ile koşulsuz varyansın σ^2_{it} yerine koşullu varyans h_{it} almıştır. Zamanla meydana gelen değişim piyasa modeline ait hata teriminde aşağıdaki gibi formüle edilmiştir (Alexander,2008:131).

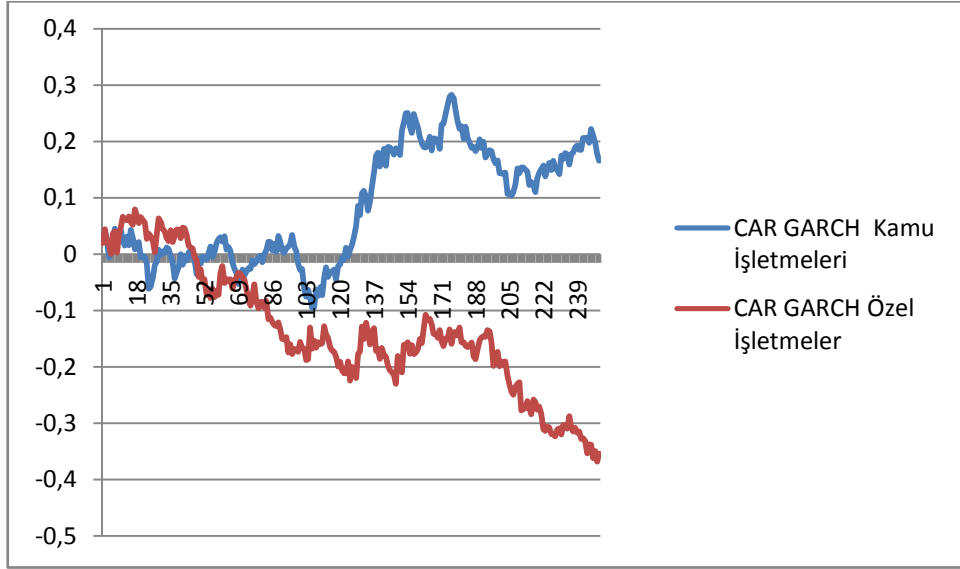
Volatilité kavramı, finansal ekonometri risk yönetimi literatüründe önem arz etmektedir. Gerçekleşen volatilité değeri günlük getirilerin standart sapması olarak hesaplanırken yöntem olarak ARCH-GARCH modeli en uygun yöntemdir (Demireli ve Ural, 2010:293-294).

$$\epsilon_{it} = v_{it} \sqrt{h_{it}}$$

$v_{it} \sim N(0,1)$ normal dağılıma sahip iken, h_{it} aşağıdaki denklemde hesaplanılmaktadır.

$$h_{it} = w_{i0} + w_{i1}\epsilon^2_{it-1} + \lambda_{i1}h_{it-1} \quad (14)$$

Şekil-5. 4. Kümülatif Olağan Dışı Getiriri GARCH 750 Gün Tahmin Penceresi



Toplam Olağan dışı getiri (Cumulative Abnormal Return) Şekil -5.4'de GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) sürecinde değerlendirilmiştir. Şekil -5.4'e göre özel işletmeler borsaya kote olmalarının ardından kısa bir süre pozitif olağan dışı getiri elde etmiş ancak sonrasında olağan dışı getiri negatife dönmüştür. Şekil 5.2'ye benzer şekilde sabit varyans varsayımının bulunmadığı GARCH (1,1) sürecinde de kamu işletmeleri, özel işletmelere göre ortalama olağan dışı getiri bakımından daha iyi bir performansa sahiptir. Grafiklerdeki her iki tür işletmeye ait ortalama olağan dışı getiriyi test etmek ve bu bilgileri desteklemek için birkaç istatistiğe başvurmamız

Tablo-5 10.Kamu İşletmelerine ait GARCH Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken ve Zaman	Ortalama	Standart Sapma	Ortanca
AAR GARCH 200 Gün Kamu İşletmeleri	-0,00117	0,020638	-0,00201
CAAR GARCH 200 Gün Kamu İşletmeleri	-0,15449	0,377707	-0,0309
AAR GARCH 400 Gün Kamu İşletmeleri	-0,2965	0,134667	-0,28117
CAAR GARCH 400 Gün Kamu İşletmeleri	-0,00081	0,021562	-0,00112
AAR GARCH 750 Gün Kamu İşletmeleri	0,083522	0,099872	0,043314
CAAR GARCH 750 Gün Kamu İşletmeleri	-0,13521	0,112452	-0,15152

Tablo-5 11. Özel İşletmelere ait GARCH Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken ve Zaman	Ortalama	Standart Sapma	Ortanca
AAR GARCH 200 Gün Özel İşletmeler	0,002128	0,026855	-0,00082
CAAR GARCH 200 Gün Özel İşletmeler	1,050963	0,555887	1,266472
AAR GARCH 400 Gün Özel İşletmeler	0,0034995	0,024757141	3,38E-05
CAAR GARCH 400 Gün Özel İşletmeler	1,298868	0,587027	1,413168
AAR GARCH 750 Gün Özel İşletmeler	-0,00141	0,016989	-0,00257
CAAR GARCH 750 Gün Özel İşletmeler	-0,13521	0,112452	-0,15152

Test istatistikleri tablo 5.5 ve 5.6 'da rapor edilen standart hata ve ortalama olağan dışı getirilere göre hesaplanılmıştır. Grup 1'de (kamu işletmeleri) yer alan işletmelerin örneklem ortalama olağan dışı getirisinin sıfır olduğunu belirten boş hipotezin test istatistikleri $L_1=200,400$ ve 750 günler için sırasıyla ; -0.803, -0.754, 1.134. $\alpha =0.05$ güven düzeyinde grup 1 firmaları için boş hipotezi tüm tahmin aralıklarında kabul ederiz. **Hata terimlerinin sabit varyansa sahip olduğu varsayımının gevşetildiği volatilité durumuna dayanarak; ortalama olağan dışı getiri istatistiklerine (AAR GARCH) göre 200,400 ve 750 penceresinde, özelleştirilen kamu işletmelerine ait olağan dışı getirilerin olmadığını söyleyebiliriz. Volatilitenin bulunduğu durumda yatırımcıların kamu işletmelerinin özelleştirme haberlerine pozitif tepki vermediğini söyleyebiliriz. Bu durumda volatilitenin varlığı varsayımı altında kamu işletmelerinin özelleştirilmesi sonucunda olağan dışı getiri oluşmamıştır.** Grup 2 işletmeleri (özel işletmeler) için aynı istatistikler sırasıyla 1.120, 1.999, -2.280. Özel işletmeler için hesaplanan t testlerine göre $L_1=400$ ve $L_1= 750$ için boş hipotezi reddedebiliriz ancak $L_1=200$ tahmin aralığı için boş hipotezi reddetmeyiz. Sonuç olarak H_0 boş hipotezinin varsayımı özel işletmelere ait ortalama olağan dışı getirinin sıfıra eşit olduğu hipotezi sadece $L_1=200$ gün için kabul edilir.

Tablo-5 12. Hesaplanan AAR t testi 200, 400 ve 750 günler GARCH 1. Grup ve 2. Grup işletmeler

Grup 1 Kamu İşletmeleri
T (AAR 200 GARCH Kamu)= $\sqrt{200} (-0,0011 / 0,0206) = -0,803$
T (AAR 400 GARCH Kamu)= $\sqrt{400} (-0,00081/0,021) = -0,75459$
T (AAR 750 GARCH Kamu)= $\sqrt{750} (0,0835/ 0,099) = 1,134384$
Grup 2: Özel İşletmeler
T (AAR 200 GARCH Özel)= $\sqrt{200} (0,002128/ 0,026855) = 1,120$
T (AAR 400 GARCH Özel)= $\sqrt{400} (0,0034/ 0,0247) = 1,999$
T (AAR 750 GARCH Özel)= $\sqrt{750} (-0,00141 /0,016) = -2,280$

AAR; Ortalama olağan dışı getiri ve GARCH; Genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans

Ortalama Kümülatif olağan dışı getiriler T_{1+1} 'den T_2 'ye kadar geçen süre için yukarıdaki boş hipotezlerle GARCH sürecinde test edilmiştir. Ortalama kümülatif olağandışı getirinin (GARCH) sıfıra eşit olduğunu belirten ilk boş hipoteze göre test istatistikleri grup1 ve grup 2 'de yer alan işletmeler için sırasıyla $L_1=200$; -5.78, 26.73 . Yine $L_1=400$ gün için test istatistikleri grup 1 ve grup 2 işletmeler için -44,0351 ve 31,291 elde edilmiştir. Son olarak 750 gün tahmin penceresinde $L_1=750$ için test istatistikleri 22,90 ve -32,92 hesaplanılmıştır. Tüm tahmin pencerelerinden elde edilen t istatistiklerinin sonuçlarına göre iki grup işletme içinde boş hipotez %5 anlamlılık düzeyinde ret olur. Sabit varyans varsayımının gevşetildiği CAR GARCH istatistiklerine göre özelleştirme sonrası kamu işletmeleri için ve borsaya kote olan özel işletmeler için olağan dışı getiri bulunmaktadır (200, 400 ve 750 gün penceresinde). Bu durumda volatilitenin var olduğu varsayımı altında kamu işletmelerinin özelleştirme haberine ve özel işletmelerin borsaya kote olması haberine yatırımcıların olumlu tepki verdiklerini söyleyebiliriz.

**Tablo-5 13. Hesaplanan Kümülatif (CAR) GARCH t testi 200, 400 ve 750 günler
1. Grup ve 2. Grup işletmeler**

Grup 1: Kamu İşletmeleri
T (CAR GARCH 200 Kamu)= $\sqrt{200} (-0,154/ 0,377) = -5,78$
T (CAR GARCH 400 Kamu)= $\sqrt{400} (-0,296/ 0,134) = -44,0351$
T (CAR GARCH 750 Kamu)= $\sqrt{750} (-0,13521/ 0,1124) = 22,90$
Grup 2. Özel İşletmeler
T (CAR GARCH 200 Özel)= $\sqrt{200} (1,050/0,555) = 26,73$
T (CAR GARCH 400 Özel)= $\sqrt{400} (1,298 /0,587) = 31,291$
T (CAR GARCH 750 Özel)= $\sqrt{750} (-0,135/0,112)= -32,92$

Notes: CAR : Kümülatif Ortalama Olağan dışı getiri ve GARCH : Genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans

İkinci test koşulsuz varyans durumunda değerlendirildiğinde boş hipotez, örneklem olağandışı getirinin iki işletme için de eşit olduğunu belirtmektedir. Üç tahmin penceresi için $L_1=200, 400, 750$ elde ettiğimiz test istatistikleri sırasıyla ; -1.378, -2.62, 2.43. Bu sonuçlarla iki grup işletmenin ortalamalarının eşit olduğunu belirten boş hipotezi $L_1=200$ penceresinde kabul ederken $L_1=400$ ve 750 tahmin pencerelerinde reddedebiliriz. $L_1= 400$ ve 750 tahmin pencerelerine göre kamu işletmelerinin özelleştirme sonrası finansal getirisi özel işletmelerden daha yüksektir.

Tablo-5 14.Ortalama olağan dışı getirinin (AAR) eşitlik testi

AAR 200	GARCH	$T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = -1,378$
AAR 400	GARCH	$T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = -2,62$
AAR 750	GARCH	$T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = 2,43$

Son olarak GARCH (1,1) analizine dayalı volatilité varsayımı altında birikimli olağandışı getiri ortalamalarının kamu ve özel şişletmeler için aynı olduğunu belirten boş hipotezi test ettiğimizde -25.36, -52.97, 39.8 test istatistiklerini üç farklı tahmin penceresi (200,400,750) için elde ederiz. Kamu şişletmelerinin finansal getirisinin üç tahmin penceresinde özel şişletmelere nazaran daha iyi olduğu tezini güçlü kanıtlarla destekleyebiliriz.

Tablo-5 15. toplam olağan dışı getirinin (CAR) (GARCH) eşitlik testi

CAR 200	GARCH	$T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = -25,36$
CAR 400	GARCH	$T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = -52,97$
CAR 750	GARCH	$T = (\mu_1 - \mu_2) / \sqrt{(s_1^2 / n_1) + (s_2^2 / n_2)} = 39,8$

5.1.5.Olay İnceleme Analizi Literatür Taraması

Literatürde özelleştirme sonrası kamu şişletmelerinin operasyonel etkinliğini ölçen çok sayıda çalışma yer almasına rağmen halka arz yöntemi ile özelleştirilen kamu şişletmelerinin, özelleştirme sonrası hisse senedi performansını yani finansal etkinliğini ölçen çalışma az sayıdadır. Aggarwal vd (1993), 1980-1990 yılları arasında Brezilya’da 62, şili’de 36 ve Meksika’da 44 şişletmenin halka arz sonrası borsa performansını analiz etmiştir. Bu şişletmelerden şili’de yer alanların yirmi bir tanesi özelleştirmeleri kapsamaktadır. Sırası ile Brezilya, şili ve Meksika için %78.5, %16.7 ve %2.8 oranında kısa dönem olağan dışı getiri elde edilmiştir. Ancak sonuçlar şili ve Meksika için istatistiksel açıdan anlamlı değildir. Uzun dönemde her üç ülkede de şişletmelerin negatif performans sergiledikleri tespit edilmiştir.

Comstock vd (2003), özelleştirilen kamu şişletmelerinin ortalama ve kümülatif olağan dışı getirilerini inceledikleri çalışmalarında halka arzdan sonraki ilk yıl negatif olağan dışı getiri tespit etmişlerdir. Kamu şişletmeleri, piyasanın sağladığı getiriden %52.1 oranında daha düşük bir getiri vermektedir. Halka arzı takiben 5 yıl sonunda elde edilen kümülatif getiri de -%38.6’dır.

Otchere (2008), Avustralya’da özelleştirilen kamu işletmelerinin ve aynı endüstride faaliyet gösteren emsallerinin olağan dışı hisse getirilerini olay analizi (event study) ile incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre özelleştirme haberlerinin aynı sektörde faaliyet gösteren diğer işletmeler üzerinde finansal getiri açısından anlamlı ve negatif bir etki yarattığı ve uzun dönemde kamu işletmelerinin özelleştirmenin birinci, ikinci ve üçüncü yılında sırasıyla %7.85, %17.48 ve %19.93 pozitif kümülatif olağan dışı getiri sağladıkları bulunmuştur. Rakip işletmeler ise özelleştirme haberi karşısında ilk üç yıl negatif kümülatif olağan dışı getiri elde etmişlerdir. Özelleştirilen kamu işletmelerinin aynı sektörde faaliyet gösteren rakipleri karşısında uzun dönemde (3 yıl) daha yüksek finansal getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Halka ilk defa arz olan işletmelere (gerek kamu işletmeleri gerekse özel işletmeler) yatırım yapanlar hisse senetlerinin uzun vadede getireceği temettü ödemelerinin yanında hisselerden sağlayacakları ilk gün getirisinden faydalanmak isterler. Halka arzlarla ilgili literatürde yer alan çalışmalar hisselerin ilk gün getirilerinin yatırımcıların bu beklentilerini karşıladığı ve halka arzlara yoğun talep geldiği saptanmıştır. 2000–2006 dönemi için hesaplanan ortalama düzeltilmiş ilk gün getiri %6,78, ilk hafta getirisi %1,49, ilk ay getirisi %6,64 ve ilk üç aylık getirisi %15,65 seviyesindedir. Ortalama ilk gün getirisi Hotamış (2007)’ın analizinde, 2003 yılında yaşanırken hisse bazında en uç getiriler 2000 yılında gerçekleşmiştir. Bunun en önemli nedeni borsanın bu yıllarda cazip hale gelmesi ve yabancı yatırımcıların etkisiyle büyük oranda yaşanan yükselişlerdir. Analiz sonuçlarına göre hala arz sonrası ilk günlük yükselişten sonra fiyatlar düşüşe geçmiş ve daha sonraki dönemde şirketten beklentiler üzerine yükselmiştir. Halka arzdan sonraki İlk hafta, ilk ay ve ilk üç aylık dönemlerde şirketin hisse senedi fiyatı halka arz başarısından uzaklaşarak piyasa koşulları ve şirket ile ilgili beklentilere göre oluşmaktadır (Hotamış,2007:108).

Türkiye’de halka arz sonrası özel ve kamu işletmelerinin performansını analiz eden çalışmalar incelendiğinde “düşük fiyatlama” olgusunu Türkiye’de ilk kez ele alan Güzelhan ve Ağar (1991), Ocak 1989-Mart 1991 dönemindeki 27 özel sektör

ve 5 kamu işletmesinin (özelleştirme kapsamında) gerçekleştirdiği halka arzları getiri yönünden test etmişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre halka arzlarda ilk gün %2,6, ilk hafta %9,5; ilk ay %9,5 ortalama getiri sağlanmış ve düşük fiyatlama olgusunun var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aydoğan ve Yıldırım (1992), 25 özel sektör, 8 özelleştirme kapsamındaki kamu işletmesinin halka arzı sonucunda elde edilen getirileri, Aralık 1989- Nisan 1991 döneminde incelemiş, 1. gün %1,2, 20. gün %-0,1 ve 100. gün %-18 getiri sağladığı ancak istatistiksel açıdan anlamlı oldukları sonucuna ulaşmıştır.

Yaşar (1997), çalışmasında özel sektör işletmelerinin halka arz sonrası getirilerinin; 1. günde %1,3, 20. günde %0,4, 100. günde %-10,7 olduğunu; halka arz yöntemi ile özelleştirilen kamu işletmelerinin ise 1. günde %0,7, 20. günde %-98 ve 100. günde %30,4 getiri sağladığını saptamıştır.

Birçok çalışmada halka arzlarda düşük fiyatlamaya ilişkin getiriler hesaplanırken hisse senedinin ilk işlem gördüğü günün kapanış fiyatı kullanılmıştır. Oysa ilk gün fiyatı yanı sıra ilk haftalık, ilk aylık ve ilk üç aylık getirilerin de dikkate alınması gerekmektedir. Çünkü halka ilk defa arz olan hisse senetlerinde yatırımcılar hisse senedinin uzun vadede sağlayacağı temettü ve fiyat getirisinden çok ilk gün getireceği getiriden faydalanmak isterler. Oluşan yüksek talep ilk gün fiyatının şişmesine neden olabilir (Altan ve Hotamış,2008:153).

Hotamış ve Altan (2008) çalışmalarında; 2000–2006 döneminde halka açılan şirketler için hesaplanan ortalama düzeltilmiş ilk gün getiri %6,78, ilk hafta getirisi %1,49, ilk ay getirisi %6,64 ve ilk üç aylık getiriyi %15,65 olarak hesaplamışlardır. Bu dönemde halka açılma sonrası ilk günkü yükselişten sonra fiyatlar haftalık bazda düşmüş fakat daha sonraki dönemlerde fiyatlar piyasa koşulları çerçevesinde yükselmiştir.

Halka arz ile özelleştirilen işletmelerin hisse senedi performanslarının yüksek olmasının nedenleri arasında hükümetlerin, özel sektöre adım atmadan önce kamu işletmelerine, finansal açıdan destek sağlamaları, işletmelerin bilançodaki borç rakamlarını azaltmaları gibi hisselerini cazip hale getirecek uygulamalar yer

almaktadır. Kamu işletmeleri piyasadaki büyüklükleri ve diğer yatırımlara göre daha az riskli olmaları açısından daha yüksek getiriye sahiptirler. Bunun bir kanıtı, 1989-1992 yılları arasında S&P indeksi %65 getiri sağlarken, özelleştirilen işletmelerin bileşik hisse indeks getirisi ise %165 olmuştur. Kamu işletmelerinin hisselerini cazip hale getiren ise işletmelerin monopol gücü ile ilk halka arzda oluşan düşük fiyatlamadır(Privatization International Yearbook, 1994).

Uzun dönem getiriye ölçen Massimo ve Manzoni (2004), İngiltere'deki 55 kamu işletmesinin özelleştirme sonrası borsadaki performansını 1977-1996 yılları arasında inceledikleri çalışmalarında kümülatif olağan dışı getiriye bir yıl sonrasında %21, iki yıl sonrasında %30 ve beş yıl sonrası için %57 olarak hesaplamışlardır. Elde edilen test parametreleri istatistiksel olarak anlamlı ve borsada işlem gören özel sektör işletmeleri ile karşılaştırıldığında daha yüksektir (Massimo ve Manzoni,2004:120).

Uzun dönem olağan dışı getiriye (abnormal return) inceleyen çalışmalardan Menyah vd (1995) İngiltere'deki 40 özelleştirilen kamu işletmelerini inceledikleri 1981-1991 dönemini içeren analizlerinde 80 haftalık olağan dışı getirilere göre kamu işletmelerinin getirilerinin özel sektör halka arz sonrası getirilerden 10 kat daha yüksek olduğunu (kamu %33, özel sektör %3,5) saptamışlardır.

Megginson vd (2000), 33 ülkedeki 158 halka arz ile özelleştirilen işletmelerin kümülatif olağan dışı getirilerini 1-2-5 yıl periyotlarında S&P 500 indeks, ülke indeksi, aynı endüstrideki rakip firmalar indeksi ve dünya indeksi ile karşılaştırmıştır. Halka arzlar sonucunda özelleştirilen kamu işletmelerinin diğer indekslere göre üç periyotta da istatistiksel olarak anlamlı ve yüksek kazanç sağladığı ayrıca “al ve bekle ” stratejisi sonucunda diğer indekslere nazaran 5 yıl sonrasında en yüksek kazancı getirdiği saptanmıştır.

Bildik ve Yılmaz (2008) Türkiye’de 1990–2000 yılları arasında İMKB’de gerçekleşen halka arzların olağan dışı getirilerini analiz etmiştir. Elde edilen sonuçlara göre gerçekleşen halka arzlardan sonra yatırımcılar kısa dönem olağan dışı getiri elde etmektedir. Borsada sınırlı sayıda gerçekleşen halka arzlar düşük

fiyatlama ile yapılarak yatırımcılara cazip gelmesi amaçlanmaktadır. Ancak bu getiriler uzun dönemde negatife dönmektedir. Bu düşük performans dalgalı piyasada kısa dönemde yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcıların kısa ufuklu bakış açısı nedeni ile diğer piyasalarla karşılaştırıldığında daha erken bir dönemde başlamaktadır.

Tablo-5 16.Özelleştirme Sonrası Finansal Etkinliği Ölçen Çalışmalar

Yazarlar	Metodoloji	Bulunan Sonuçlar
Menyah ve Paudyal 1996	İngiltere’de 1981-1991 tarihleri arasında, 40 kamu işletmesi ile 75 özel sektör işletmenin halka arzlarının kısa ve uzun dönem hisse getirilerini incelemiştir.	İlk gün getirisi olarak kamu işletmeleri %39.6 getiri sağlarken özel işletmeler, %3.5 getiri sağlamışlardır.
Dewenter ve Malatesta 1997	Kanada,İngiltere,Fransa, Macaristan,Japonya,Malezya,Polonya ve Tayland’da yer alan 109 işletmeyi halka arz sonrası ilk getiriler açısından karşılaştırmışlardır.	Özelleştirme ile gerçekleşen halka arzların kısa vadeli getirisi gelişmekte olan Macaristan,Polonya,Malezya,Tayland gibi ülkelerde daha gelişmiş finansal piyasalara sahip İngiltere,Kanada ve Japonya’dan daha yüksektir.
Aussenegg 2000	1990-1998 yılları arasında halka arz edilen Polonya’daki 55 kamu işletmesi ile 107 özel işletmenin kısa hisse getirilerini karşılaştırmıştır.	Özelleştirilen Kamu işletmelerinden ortalama %60.4 anlamlı ve pozitif olağan dışı getiri elde edilirken özel işletmelerden %19.8 ortalama olağan dışı getiri elde edilmiştir.
Choi ve Nam (1998)	1981-1997 yılları arasında 30 ülkedeki, 185 özelleştirme ile halka arzı ve özel sektör halka arzının olağan dışı getirilerini karşılaştırmıştır.	Kamu işletmelerinin düşük fiyatlamalarının özel sektörden daha fazla olması nedeniyle kamu için %31 ve özel sektör için %24.6 oranında kısa dönem olağan dışı getiri elde edilmiştir. Kamu işletmelerinin düşük fiyatlama oranı özelleştirilen hisse miktarı ve fiyatındaki belirsizlikle doğru orantılıdır.
Lewis 1993	İngiltere’de 1980-1988 dönemini kapsayan 806 halka arzın(12 tanesi özelleştirme kapsamında olup, incelenen halka arz değerinin %76’sını oluşturmaktadır) uzun dönem getirilerini incelemiştir.	Özel işletmeler halka arz sonrası 3 yıl için %10 negatif getiri sağlarken, kamu işletmeleri %15 pozitif getiri sağlayarak özel işletmelerden daha iyi bir finansal performans sergilemişlerdir.
Aueseeng 1999	1990-1998 dönemini kapsayan	Tüm işletmelerin 1,3 ve 5 yıl

	Polonya'daki 52 halka arz ile özelleştirme ve 107 özel işletme halka arzının uzun dönem getirilerini incelemiştir.	hisseleri tutma periyodunda negatif anlamlı getiri elde ettikleri sonucuna ulaşmıştır.
--	--	--

Halka arzlarla ilgili literatür incelendiğinde çalışmaların çoğunda ilk kez arz edilen hisse senetlerinin kısa dönemde düşük fiyatlandığı yani “hisse senetlerinin gerçek değerinden daha düşük bir değerle satışa sunulduğu” , uzun dönemde ise düşük fiyatlamanın etkisini kaybettiği yani hisse getirilerinin düşüş gösterdiği sonucu elde edilmiştir (Cihangir ve Kandil, 2009:166).

Halka arz yöntemi ile özelleştirilen yani hisseleri borsada işlem gören kamu işletmelerinin kısa ve uzun dönem getirilerini inceleyen literatür yukarıda tabloda ve paragraflar halinde açıklanmıştır. *Bu çalışmaların sonuçlarını genel olarak özetlersek; kamu işletmelerinin halka arz fiyatları daha yüksek talep toplamak için “düşük fiyatlama” ilkesi çerçevesinde belirlenmiştir.* Bu hisselerle yatırım yapanlar kısa dönemde pozitif ve anlamlı olağan dışı getiri elde ederler. Bu getiri özel işletmelerin halka arzlarında sağladıkları ilk gün getirisinden daha yüksektir. Uzun vadede elde edilen getiriler incelendiğinde sonuçlar ikiye ayrılmaktadır. Bazı çalışmalar kamu işletmelerinin hisselerinin özelleştirme sonrası uzun vadede, negatif getiri elde ettiği sonucuna varırken diğer gruptaki çalışmalar ise uzun dönem anlamlı pozitif getiri elde edildiği sonucuna ulaşmaktadır. Elde edilen sonuçlar kullanılan yöntem, ülke ve döneme göre değişiklik göstermektedir.

5.1.6.Olay Analizi ile Elde Edilen Sonuçlar ve Literatür Karşılaştırması

Özelleştirmelerin ilk günlerinde yatırımcılar nihai yararlanıcılardan daha fazla fayda sağlamaktadır. Hisse senedi piyasalarında yeni halka arz olmuş şirketlerin hisse senedi al-satlarından spekülasyon kazançları elde etmek olağan ve yaygındır (Parker,2006:390). Hisse senedi getirileriyle ilgili analizlerde olay inceleme yaklaşımında önemli nokta olay sonrasında oluşan anormal getirinin ve birikimli anormal getirinin istatistiksel anlamlılığıdır.

Ortalama ve kümülatif olağan dışı getirilere dayanılarak hesaplanan olağan dışı getirilerin t istatistiklerinin eşik değeri aşmasından yola çıkarak; kamu işletmelerinin halka arz ile özelleştirmelerine yatırımcıların pozitif tepki verdiklerini ve borsada, özelleştirme sonrası bu işletmelere ait olağan dışı getirinin gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Diğer taraftan özel sektöre ait işletmeler için borsaya kote olmalarına yatırımcıların pozitif yönde tepki verdiklerini ve borsada kote olmanın ardından bu işletmelere ait olağan dışı getirinin gerçekleştiğini söyleyebiliriz.

Ortalama ve Kümülatif olağan dışı getirilerin her iki grup işletme için eşit olduğu boş hipotezine dayanan ikinci testte, hesaplama aralıkları için boş hipotezi reddederiz ve böylelikle grup 1 kamuya ait işletmelerin örneklem ortalama kümülatif getirilerinin grup 2 (özel işletmeler)’den önemli ölçüde yüksek olduğunu söyleyebiliriz

Hata terimlerinin sabit varyansa sahip olduğu varsayımının gevşetildiği volatilité durumuna dayanarak; ortalama olağan dışı getiri istatistiklerine (AAR GARCH) göre 200,400 ve 750 gün penceresinde, özelleştirilen kamu işletmelerine ait olağan dışı getirilerin olmadığını söyleyebiliriz. Volatilitenin bulunduğu yani belirsizliğin yüksek olduğu durumda yatırımcıların kamu işletmelerinin özelleştirme haberlerine pozitif tepki vermediğini söyleyebiliriz. Bu durumda volatilitenin varlığı varsayımı altında özel işletmeler için borsaya kote olmaları durumunda olağan dışı getiri oluşmasına rağmen kamu işletmelerinin özelleştirilmesi sonucunda olağan dışı getiri oluşmamıştır.

İki grup işletmenin ortalamalarının eşit olup olmadığının testi koşulsuz varyans durumunda değerlendirildiğinde işletmelerinin özelleştirme sonrası finansal getirisi özel işletmelerden daha yüksektir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar literatürde yer alan sonuçlarla karşılaştırıldığında; literatürde yer alan çalışmalara paralel hisselerin ilk gün getirilerinin yatırımcıların beklentilerini karşıladığı ve halka arzlara yoğun talep geldiği saptanmıştır. “Düşük fiyatlama” olgusunu Türkiye’de ilk kez ele alan Güzelhan ve Ağar (1991), Ocak 1989-Mart 1991 dönemindeki 27 özel sektör ve 5

kamu işletmesinin (özelleştirme kapsamında) getirilerinin test sonuçlarına göre halka arzlarda ilk gün %2,6, ilk hafta %9,5; ilk ay %9,5 ortalama getiri sağlanmış ve düşük fiyatlama olgusunun var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmamızda Güzelhan ve Ağar (1991)'a paralel şekilde özel ve kamu işletmelerinin halka arzlarında “düşük fiyatlama ” olgusu saptanmıştır. İlk etapta halka arzları cazip hale getirmek için hisse fiyatları düşük belirlenmiş ve yatırımcıların kısa vadeli kazançlar elde edebilmesi amaçlanmıştır.

Ancak halka arz yöntemi ile özelleştirilen kamu işletmelerinin olağan dışı getiri grafikleri incelendiğinde kısa vadede elde edilen getiriler belli bir süreden sonra negatife dönmekte yani kar realizasyonu gerçekleşmekte ve uzun vadede getiriler tekrar pozitif dönmektedir. Özel sektör işletmelerinin ise kısa dönem getirilerinin ardından uzun vadede negatif olağan dışı getiri sağladıkları saptanmıştır. Elde ettiğimiz sonuçlara paralel sonuçlar elde eden, Otchere (2008) uzun dönemde kamu işletmelerinin özelleştirmenin birinci, ikinci ve üçüncü yılında sırasıyla %7.85, %17.48 ve %19.93 pozitif kümülatif olağan dışı getiri saptamıştır. Rakip işletmeler ise özelleştirme haberi karşısında ilk üç yıl negatif kümülatif olağan dışı getiri elde etmişlerdir. Otchere (2008), özelleştirilen kamu işletmelerinin aynı sektörde faaliyet gösteren rakipleri karşısında uzun dönemde (3 yıl) daha yüksek finansal getiri sağladığı sonucuna ulaşmıştır. Kamu işletmelerinin halka arzında ortalama getiriler belli bir süreden sonra artış göstermektedir. Bunun nedeni Kamu Ortaklığı İdaresi'nin daha sonra yapılacak halka arzlara zemin hazırlamak amacı ile halka arz sonrası piyasaya müdahale etmesinden kaynaklandığı belirtilmiştir (Akt,Savaşkan ,2005:20)

Elde ettiğimiz sonuçlar uzun dönem olağan dışı getiriyi (abnormal return) inceleyen çalışmalardan Massimo ve Manzoni (2004), Menyah vd (1995) Megginson(2000) ile uyusmaktadır. Literatürde farklı sonuçlara ulaşan çalışmalardan Bildik ve Yılmaz (2008), Aggarwal vd (1993), Auessenegg (1999) halka arzlardan sonra kısa dönem olağan dışı getiri olduğunu ancak bu getirilerin uzun dönemde negatife dönüştüğünü saptamıştır. Comstock vd (2003) literatürdeki pek çok çalışmadan farklı olarak kamu işletmelerinin piyasanın sağladığı getiriden %52.1

oranında daha düşük bir getiri verdiğini halka arzı takiben 5 yıl sonunda elde edilen kümülatif getirinin de negatif $-%38.6$ olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yine Jellic vd (2001) çalışmalarında kamu işletmelerinin özelleştirme sonrası hisselerinde uzun vadede (3 yıl) negatif olağan dışı getiri elde etmişlerdir.

Aussenegg (2000,) Choi ve Nam (1998), Levis (1993) ile benzer şekilde halka arz ile özelleştirilen kamu işletmelerinin olağan dışı getirilerinin özel sektör getirilerinden yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analizde elde ettiğimiz bulgular kısa dönem için literatürdeki çalışmaların geneliyle aynı doğrultuda halka arz sonrası (düşük fiyatlardan dolayı) olağan dışı getirinin hem kamu işletmelerinde hem de özel işletmelerde gözlemlendiği ve özelleştirmeler sonrası elde edilen bu getirinin özel işletmelerden yüksek olduğu yönündedir. Ancak uzun dönem için iki farklı durum ortaya çıkmaktadır. Bazı çalışmalar kamu işletmelerinin hisselerinin özelleştirme sonrası uzun vadede, negatif getiri elde ettiği sonucuna varırken diğer gruptaki çalışmalar ise çalışmamızın bulgularına benzer uzun dönem anlamlı pozitif getiri elde edildiği sonucuna ulaşmaktadır.

5.2. Operasyonel Etkinliğin Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği ile Ölçülmesi

Çalışmada İMKB’de halka arz yoluyla gerçekleştirilen özelleştirmelerin finansal etkinliklerinin olay analizi ile testinin yanında özelleştirme öncesi ve sonrası işletmelerin finansal rasyolarına dayanarak performansları yani operasyonel etkinlikleri karşılaştırılmaktadır. İlgili literatür incelendiğinde işletmelerin iki döneme ait finansal rasyolarının karşılaştırılmasında en iyi yöntemin Megginson vd (1994), Boukbari ve Cosset (1998), D’Souza ve Megginson (1999) tarafından kullanılan *Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği* olduğuna karar verilmiş ve aynı hipotezler uygulanmıştır. Analizde özelleştirme sonrasında i) işletme karlılığının artışı ii) işletme performansında artış iii) sermaye yatırımlarında artış iv) üretim artışı v) istihdam azalışı vi) kaldıraç oranında azalış; kurulan hipotezler aracılığıyla test edilmiştir.

5.2.1. Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği Metodoloji

Wilcoxon işaretli sıra istatistiği özelleştirme sonrasında bazı göstergelerde istatistiksel olarak anlamlı bir değişim olup olmadığını test eden parametrik olmayan bir yöntemdir. Parametrik analizin veriye uygulanabilmesi için verilerin belli şartları sağlaması gerekmektedir. Bunlar verinin normal dağılım göstermesi, sabit varyansa sahip olması ve oluşan hata terimlerinin tesadüfî olmasıdır. Ancak bu şartların bir ya da bir kaçının ihlali durumunda parametrik olmayan testler uygulanabilir(Altunışık vd,2010:166).

Wilcoxon işaretli sıra istatistiği ile kamu işletmelerinin verileri özelleştirme öncesi ve özelleştirme sonrası olmak üzere ikiye ayrılmıştır. İki grubun ortalamalarında istatistiksel açıdan anlamlı bir fark olup olmadığı test edilmektedir. Özelleştirilen kamu işletmelerine ait veriler Thomson Reuters Datastream istatistik programında yer alan bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu bilgilerinden, yıllık raporlardan derlenilmiştir. Yerel para birimi TL kullanılmış ve bazı göstergeler oran şeklinde analizde dahil edilmiştir. Satışlar, gelirler gibi nominal değer içeren göstergeler, reel değerlere ulaşmak için Tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ile deflate edilmiştir.

İşletmelerin finansal rasyoları genel olarak incelendiğinde **kârlılığın ölçülmesinde kullanılan** oranlar: Satış Kârlılığı(ROS)=Gelir/ Satışlar, Aktif Kârlılığı (ROA) = Gelir/ Aktif Ortalaması, Özkaynak Kârlılığı (ROE) =Gelir/ Hisse Toplamı'dır.

İşletme etkinliğini ölçmede kullanılan rasyolar: Reel Satışlar (SAL), Satış Etkinliği(SALEFF)=Reel Satışlar/Toplam İstihdam, Gelir Etkinliği (INEFF)= Reel Gelir /Toplam İstihdam. Bu oranların hesaplamalarında reel verileri elde etmek için nominal değerler Tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ile deflate edilmiştir.

İşletmelerin **toplam borçluluk durumlarını** finansal kaldıraç oranları ile inceleyebiliriz. Borçların Varlıklara Oranı(TDTA)= Toplam Borç / Aktif Toplamı, yaygın olarak borçlanma oranını ölçmede kullanılmaktadır.

Hipotezlerin doğruluğunu test etmek için hesaplama penceresi oluşturulur. Her bir işletmenin özelleştirme öncesi 3 yıl ve özelleştirme sonrası 3 yıl olmak üzere ;7 yıllık tahmin penceresinden [-3,+3] katsayılar hesaplanır. Özelleştirme yılında, işletme hem kamu hem de özel mülkiyete tabi olduğu için o yıl “0” alınarak hesaplamaya dahil edilmez.

Tablo-5 17. İşletme Performansını Ölçmede kullanılan Oranlar

Özellik	Performans Ölçüsü	Beklenen Sonuç
Kârlılık	Satış Kârlılığı(ROS)=Gelir/ Satışlar	$ROS_A > ROS_B$
	Aktif Kârlılığı (ROA) = Gelir/ Aktif Ortalaması	$ROA_A > ROA_B$
	Özkaynak Kârlılığı (ROE) =Gelir/ Özkaynak Toplamı	$ROE_A > ROE_B$
İşletme Etkinliği	Satış Etkinliği(SALEFF)=Reel Satışlar/Toplam İstihdam	$SALEEFF_A > SALEEFF_B$
	Gelir Etkinliği (INEFF)= Reel Gelir /Toplam İstihdam	$INEFF_A > INEFF_b$
Sermaye Yatırımı	Reel Sermaye Yatırımı (CE)= Reel Sermaye Yatırım Harcamaları	$CE_A > CE_B$
Üretim	Reel Satışlar(SAL)= Nominal Satışlar/TÜFE	$SAL_A > SAL_B$
İstihdam	Toplam İstihdam(EMPL)= Toplam İstihdam	$EMPL_A < EMPL_B$
Finansal Kaldıraç Oranları	Borçların Varlıklara Oranı(TDTA)= Toplam Borç / Aktif Toplamı	$TDTA_A < TDTA_B$

*A harfinin gösterildiği oranlar Özelleştirme sonrasını, B harfi ise özelleştirme öncesinin oranlarını temsil etmektedir.

Analizimizde yer alan özelleştirilen kamu işletmelerinin ;

- Kârlılığındaki artış
- İşletme etkinliğindeki artış
- İstihdamdaki azalış
- Kaldıraç oranındaki azalış

Elde edilen parametreleri "Wilcoxon Sıra İstatistiği" ile sınanmaktadır. Elde ettiğimiz finansal rasyolar ışığında kârlılık, etkinlik, yatırımlar, üretim, istihdam ve borçluluk oranları açısından işletmelerin özelleştirme öncesi ve sonrasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık bulunmadığı boş hipotez, alternatif hipotez ile wilcoxon işaretli test istatistiğine göre sınanmaktadır. Alternatif hipotez özelleştirme öncesi ve sonrası işletme finansal rasyolarının farklı olduğunu ileri sürmektedir.

H_0 = Etkinliği ölçen finansal rasyolarda özelleştirme öncesi ve sonrasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır.

H_1 = Etkinliği ölçen finansal rasyolarda özelleştirme öncesi ve sonrasında anlamlı bir fark bulunmaktadır

5.2.1.1. Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği Sonuçları

Kamu işletmelerinin ürettikleri mal ve hizmetleri sübvansiyonlarla düşük fiyatlama, popülist aşırı istihdam politikaları, gibi faktörler kârlılıktan uzak bir üretimde bulunmalarına yol açar. Bu durumda özel mülkiyetin kârlılıklarını artırması beklenmektedir. Özelleştirme sonrası işletmelerin performansları incelendiğinde literatürde incelenen dünya örneklerinin tersine Türk kamu işletmeleri kârlılık göstergelerinde özelleştirme sonrasında anlamlı bir artış göstermemiştir. Kârlılık Ortalamalarındaki değişim incelendiğinde değişimin yönü negatiftir. **Aktif kârlılığında**(ROA) özelleştirme öncesi 0,14 olan değer özelleştirme sonrası 0,09'a düşmüştür ve istatistiksel açıdan %10 düzeyinde anlamlıdır. Satışların kârlılığı (ROS) özelleştirme öncesi 0,09 iken özelleştirme sonrasında 0,07'ye düşmüştür. **Özkaynak kârlılığında**(ROE) da değişim negatif yönlüdür. Satış ve özkaynak kârlılığındaki değişimler istatistiksel açıdan anlamsızdır.

Kamu işletmeleri genellikle monopol güce sahip piyasalarda rekabetten uzak üretim gerçekleştirmektedir. Bu işletmelerin özelleştirilmeleri durumunda rekabete açılmaları bu şekilde daha etkin bir üretim yapısına geçmeleri beklenir. Özelleştirme sonrası işletmelerin etkinlik göstergelerinden **Satışların Etkinliği** (SALEFF) ortalaması özelleştirme öncesi 7,30 olan ortalama değer özelleştirme sonrası 19,99'a yükselmiştir, istatistiksel açıdan anlamsızdır. **Gelir Etkinliği** (INEFF) özelleştirme öncesinde ortalama olarak 0,40 iken özelleştirme sonrasında 0,80'e çıkmıştır ancak

istatistiksel açıdan anlamsızdır. Etkinlik sonuçları özelleştirme sonrasında kamu mülkiyetinden özel sektöre geçen işletmelerin etkinlik göstergelerinin artış göstereceğini savunan çok ülkeli çalışma sonuçları ile uyumludur.

Yatırım harcamalarının seyrinin özelleştirme sonrasında nasıl bir seyir izleyeceği konusunda iki farklı görüş bulunmaktadır. Özel mülkiyetle beraber yatırım harcamalarının azalacağını savunan görüşe göre; kamu işletmeleri devletin ekonomiyi canlandırma amacına yönelik gerçekleştirecekleri kamu harcamalarında önemli rol üstlenirler, aldıkları düşük faizli kredilerle özel sektöre nazaran daha yüksek yatırım imkânına sahiptirler. Diğer görüşe göre özel sektörün, kamu işletmelerine nazaran yatırım tutarları daha yüksektir. Bunun en önemli nedeni kötü ekonomik performansa ve yönetime sahip kamu işletmelerinin yatırım fizibilite kabiliyetinin düşük olması ve zarara uğramalarıdır (Dockner vd, 2005:8). Ayrıca özelleştirilen işletmelerin yatırımların finansmanı için özel kredilere ve borsa aracılığı ile yabancı kaynaklara daha kolay ulaşması beklenilmektedir.(Boukbakri ve Cosset,1998). Yatırım harcamaları incelendiğinde işletmelerin Yatırım/Satışlar (CESA) oranı özelleştirme öncesi 0.06 iken özelleştirme sonrası 0,10'a yükselmiştir. Yatırım/Aktif oranı 0,07'den 0,10'a yükselmiştir. Ancak artışlar istatistiksel açıdan anlamsızdır. Yatırım kalemi incelendiğinde özelleştirme sonrası işletmelerin yatırıma yöneldiğini, yatırım harcamalarını yükselttiğini söyleyebiliriz.

Modern özelleştirme fikrinin savunulduğu "mülkiyet hakları" ve " kamu tercihi "teorileri incelendiğinde özelleştirilen işletmelerin yatırım miktarında artış, yeni teknolojiye adaptasyon ve kurumsal yönetişim ile işletmenin etkinliğinin artacağı beklenilmektedir.Basit bir hesaplama işletmenin minimum girdi ile maksimum çıktıyı üretmesi anlamına gelen operasyonel ya da işletme etkinliği; **satış etkinliği** (reel satışlar/istihdam) ve **net gelir etkinliği** (net gelir/istihdam) rasyoları ile de hesaplanabilir.

İşletmelerin üretim potansiyelini gösteren **reel satış rasyosuna** göre; Kamu işletmelerinin özelleştirme sonrasında reel satış rakamlarının ortalaması 48.314'den 61.110'a yükselirken değişim %5 düzeyinde anlamlıdır. Literatürdeki çalışmalarda özelleştirmeler sonrası artan etkinliğin tetiklediği yatırımlardaki artışın üretimi

artıracağı sonucuna varılmaktadır. Artan üretimin reel satışları artırması ve elde ettiğimiz sonuçlar literatüre paralel seyretmektedir.

Özelleştirme uygulamalarının en çok eleştirilen boyutu **istihdam** incelendiğinde literatüre paralel şekilde işletmelerin toplam çalışan sayısının özelleştirme sonrasında azaldığını görmekteyiz. Amacımız verimlilik artışlarının emek gücü azalışından kaynaklanıp kaynaklanmadığını test etmektir. Özelleştirme öncesi ve sonrası rakamları karşılaştırdığımızda; ortalama çalışan sayısı 12.865’den 10.727’e düşmüştür. Ancak değişim istatistiksel açıdan anlamsızdır.

Kaldıraç oranı özelleştirme öncesi ve sonrasında iki dönem için karşılaştırıldığında özelleştirme sonrasında literatürde beklenenin tersine özelleştirme sonrasında borçluluk oranında artış gözlemlenmiştir. Boukbakri ve Cosset (1998) analizlerinde kaldıraç oranlarında özelleştirme sonrası istatistiksel açıdan anlamlı bir düşüş gözlemlenmiştir. Borçluluk oranında azalış beklenilmesinin nedeni kamu işletmelerinin, özel sektör işletmelerine nazaran daha yüksek kredi imkânlarına ve düşük faizli finansman kaynağına sahip olmalarıdır. Oysa banka ve faktöring şirketleri gibi kreditorler devlet garantili kamu işletmelerine kredi vermeyi özel işletmelere oranla daha fazla tercih etmektedirler. İstatistikleri incelediğimizde kaldıraç oranı özelleştirme öncesi 0,09’dan özelleştirme sonrası 0,24’e yükselmiştir. Ayrıca gözlemlenen artış %5 düzeyinde anlamlıdır. D’Souza ve Megginson (1999) 28 ülkedeki 85 işletme için yaptıkları performans karşılaştırmasında, bulgularımızın aksine özelleştirme sonrasında kaldıraç oranında anlamlı düşüş gözlemlenmiştir.

Finansal rasyoların özelleştirme sonrası değişimini inceleyen Megginson, Nash ve Randenborgh (1994), Boukbakri ve Cosset (1998), D’Souza ve Megginson (1999), D’Souza vd (2005) çıktı düzeyinde, satış etkinliğinde (işçi başına satışlar), kârlılıkta anlamlı bir artış ve sermaye yatırımlarında iki kat artış gözlemlerken, kaldıraç oranında anlamlı bir azalış tespit etmişlerdir. Bortolotti, D’Souza, Fantini ve Megginson (2001) telekom sektörü için paralel sonuçlar elde etmişlerdir.

Wilcoxon test istatistiğinin sonuçlarına göre aktif kârlılık oranı (ROA), reel satışlar (SAL) ve kaldıraç oranı (LEVERAGE) hariç diğer göstergeler için boş

hipotez kabul edilmelidir. Satışların Kârlılığı (ROS), Özkaynak Kârlılığı (ROE), Satışların Etkinliği (SALEFF), Gelir Etkinliği (INEFF), Yatırım Oranları (CESA) ve (CETA),İstihdam (EMPLOYMENT) oranları için boş hipotez olan finansal rasyoların işletmelerin özelleştirme öncesi ve sonrasında her hangi bir farklılık göstermediği yargısı reddedilmektedir.

Tablo-5 18.Kamu İşletmelerinin Özelleştirme Sonrası Etkinlik Göstergelerindeki Değişimler

Değişken	Özelleştirme Öncesi Ortalama	Özelleştirme Sonrası Ortalama	Ortalama Değişimi	Z istatistiği
<i>Kârlılık Göstergeleri</i>				
Aktif Kârlılığı (ROA)	0,14	0,09	-0,05	-1,690*
Satışların Kârlılığı (ROS)	0,09	0,07	-0,02	-1,521
Özkaynak Kârlılığı (ROE)	33,49	24,49	-9,00	-1,352
<i>Etkinlik Göstergeleri</i>				
Satışların Etkinliği(SALEFF)	7,30	19,99	12,70	-1,521
Gelir Etkinliği (INEFF)	0,40	0,80	0,40	-0,169
<i>Yatırımlar</i>				
Sermaye Yatırımı/Satışlar (CESA)	0,06	0,10	0,04	-1,183
Sermaye Yatırımı/ Aktifler (CETA)	0,07	0,10	0,03	-0,845
<i>Üretim</i>				
Reel Satışlar (SAL)	48314,61	61110,97	12796,36	-2,197**
<i>İstihdam</i>				
Toplam Çalışan Sayısı (EMPLOYMENT)	12865,24	10727,33	-2137,91	-1,014
<i>Borçluluk</i>				
Kaldıraç Oranı (LEVERAGE)	0,09	0,24	0,15	-2,028**

Not:Her bir değişkenin özelleştirme öncesi ve sonrası ortalamalarındaki değişim değerleri ve bu değişimin anlamlılık test istatistikleri tabloda yer almaktadır.

***, **, * Sırasıyla %1,%5,%10 anlamlılık düzeylerinde sıfırdan farklı ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

5.2.1.2.Özelleştirmelerin Operasyonel Etkinliğinin Ölçülmesi Literatür Taraması

Literatürde özelleştirme uygulamalarının ülke bazında çalışılmış örnekleri incelendiğinde çalışmaların büyük oranda özelleştirme öncesini ve sonrasını karşılaştıran analizler şeklinde yapıldığı ancak az sayıda çalışmanın sadece özelleştirme sonrasını içeren analizlere dayandığı yada zaman serilerini kullandığı görülmektedir. Elde edilen sonuçların önemli bir bölümü gerçekleştirilen özelleştirmelerin kamu işletmelerinin *kârlılık, etkinlik, verimlilik, sermaye yatırımları, işgücü toplamı* gibi **operasyonel etkinliği** gösteren değişkenler üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkisinin olduğunu bulmasına karşın az sayıdaki çalışmada bu değişkenler üzerinde özelleştirme uygulamalarının istatistiksel olarak anlamlı fakat olumsuz etkisinin olduğunu belirtmektedir. Diğer taraftan özelleştirmelerin kamu işletmelerinin yukarıda belirttiğimiz değişkenleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisi (%95 güven aralığı) olmadığını belirten çok sayıda çalışma yer alırken yine az sayıdaki çalışma özelleştirmelerin ılımlı etkisinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Tablo-5.20'de ilgili tüm sonuçlar yer almaktadır.

Tablo-5 19.Özelleştirmelerin Operasyonel Etkinliğini Ölçen Çalışmalar

<i>İstatistiksel Olarak Anlamlı Değil (%95 güven aralığı)</i>	Özelleştirme Öncesi	Özelleştirme Sonrası	Zaman Serisi
Kârlılık	Perevalov,Gimadi & Dobrodey (2000); Kocenda & Svejnar (2003); Pajuste (2003)	Bishop & Kay (1989); Galal,Jones,Tandon, Voselsang (1994) ;Ramamurti (1996); Boubakri & Cosset (1999);Ruiz-Mier,Garron,Machicado,Capra (2002)	Martin & Parker (1997)
Etkinlik		Galal,Jones,Tandon, Voselsang (1994) ;Ramamurti (1996); Boubakri & Cosset (1999);Gupta (2001) Ruiz-Mier,Garron,Machicado,Capra (2002)	Martin & Parker (1997)
Verimlilik	Perevalov,Gimadi & Dobrodey (2000)	Bishop & Kay (1989); Galal, Jones,Tandon,Voselsang (1994) ;Ramamurti (1996)	Martin & Parker (1997)
Sermaye yatırımı		Galal,Jones,Tandon, Voselsang (1994) ; Boubakri & Cosset (1999); D'Souza& Megginson (1999) ; Pombo & Ramirez (2003)	
Toplam çalışan	Frydman,Gray,Hessel,Rapaczynski	Bishop & Kay (1989); Galal,Jones,Tandon, Voselsang	Martin & Parker (1997)

	(1999); Perevalov,Gimadi & Dobrodey (2000)	(1994) Megginson,Nash & Van Randonborgh (1994) Boubakri & Cosset (1998); D’Souza& Megginson (1999) Ruiz- Mier,Garron,Machicado,Capra (2002), D’Souza,Megginson & Nash (2001); Bortolotti,D’Souza,Fantini & Megginson (2001); Boubakri, Cosset & Guedhami (2001); Pombo & Ramirez (2003)	
Olumsuz Etki			
Kârlılık		Pombo & Ramirez (2003)	
Etkinlik			
Verimlilik			
Kaldıraç			
Sermaye yatırımı	Ros, 1999	Ramamurti (1997)	
Toplam çalışan		Chong & Lopez-de-Silanes (2002)	
Orta(Makul) Etki			
Kârlılık	Claessens & Djankov 1999	Gupta, 2001	
Etkinlik		D’Souza,Megginson & Nash (2001), Ruiz-Mier,Garron,Machicado,Capra (2002)	
Verimlilik	Claessens & Djankov 1999, Frydman,Gray,Hess el,Rapaczynski (1999)	Price & Weyman –Jones (1996); D’Souza,Megginson & Nash (2001)	
Sermaye yatırımı			
Toplam çalışan			
Tam Pozitif Etki			
Kârlılık	Claessens, Djankov & Pohl 1997	Megginson ,Nash & Van Randenborgh (1994); Boubakri & Cosset (1998) ;D’Souza &Megginson (1999);La Porta & Lopez-de-Silanes (1999); Bortolotti,D’Souza,Fantini & Megginson (2001); Boubakri, Cosset& Guedhami (2001); D’Souza ,Megginson & Nash (2001)	
Etkinlik		Megginson, Nash & Van Randenborgh (1994);Newberry & Pollitt (1997); Boubakri & Cosset (1998); D’Souza & Megginson (1999); La Porta & Lopez-de-Silanes (1999); Bortolotti,D’Souza,Fantini & Megginson (2001);Boukbakri,Cosset & Guedhami,2001;Pombo & Ramirez 2003	
Verimlilik	Ros,1999	Boles de boer & Evans ,1996; Newberry & Pollitt,1997; Ramamurti, 1997; Bortolotti D’Souza, Fantini & Megginson (2001); Estache,Goldstein &Pittman, 2001; Fink, Mattoo, Rathindran , 2002	

Sermaye yatırımı		Megginson,Nash & Van Randenborgh, 1994;Boubakri &Cosset ,1998; La Porta & Lopez-de-Silanes (1999); Boukbakri,Cosset & Guedhami,2001; Bortolotti,D’Souza,Fantini & Megginson (2001); D’Souza, Megginson & Nash,2001	
Toplam çalışan		Boles de boer & Evans ,1996; Ramamurti, 1997; La Porta & Lopez-de-Silanes (1999); Boukbakri,Cosset & Guedhami,2001; Dewenter & Malatesta, 2001.	

Özelleştirmelerin operasyonel verimliliğini ölçmede kullanılan kârlılık analizi, rekabetin olduğu etkin piyasalarda performans ölçümünde kullanılabilecek bir yöntemken, rekabetin bulunmadığı monopol ya da doğal tekel niteliğindeki kamu hizmetlerinde kullanılması yanlış sonuçlar verebilir. Doğal tekel niteliğindeki piyasalarda kamu tarafından sübvans edilen yüksek fiyatlarla oluşan kârlılık rakamlarına bakmak yerine verimlilik için maliyet ya da teknik etkinlik gibi yöntemlere başvurmak gerekmektedir (Parker,2006:373).

Guriev ve Megginson (2007) geçen on yıl için özelleştirme alanında yaptıkları literatür çalışmalarında özelleştirmenin firma düzeyinde verimlilik ve istihdama etkisini ölçen 71 tane ampirik çalışmaya rastlamışlardır.1980 ve 1990’lardaki özelleştirme dalgasının öncesinde pek çok ampirik çalışma mülkiyet tartışması üzerinde yoğunlaşırken çalışmalar kamu işletmeleri ve özel işletmelerin karşılaştırıldığı kesit verilere dayandırılmıştır. Bu çalışmaların çoğu özel işletmelerin daha verimli olduğu sonucuna ulaşırken pek çok çalışma, verimlilik açısından mülkiyetin önemli olmadığı ya da kamu mülkiyetinin daha etkin olduğu sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte özelleştirme ile ilgili çalışmaların çoğu genel metodolojik problemlerle karşı karşıyadır. Mülkiyetin içsel bir değişken olmasının yanı sıra, kabul edilmelidir ki kamu işletmeleri daha az rekabetin yaşandığı piyasalarda faaliyet göstermektedir. Bu durum kamu ve özel işletmelerin karşılaştırıldığı analizlerde, piyasa yapısı, regülasyon, girdi ve çıktı piyasalarında rekabet derecesi gibi değişkenlerin kontrol altına alınarak kesit serileriyle karşılaştırılmasını gerektirir (Jerome,2008:12,13).

Son dönemdeki akademik çalışmaların çoğu mülkiyet etkinliği karşılaştırmasından çok tek başına özelleştirmenin etkilerini araştırmaktadır. Tek başına özelleştirmenin etkilerini ele alan çalışmaları da iki gruba ayırabiliriz. İlk gruptakiler küçük örneklem grubundaki işletmelerin ya da endüstrinin performansını ölçerken, ikinci grup çok ülkeli çalışmaları ya da uluslar arası işletmelerin performans analizini içermektedir.

Tablo-5 20. Endüstri ya da İşletme Verimliliğini Ölçen Çalışmalar

Yazarlar	Örneklem Tanımı ve Dönem	Metodoloji	Bulunan Sonuçlar
Galal,Jones,Tandon ve Voselsang(1994)	Şili, Malezya, Meksika ve İngiltere'deki 12 büyük işletmenin özelleştirme sonrasındaki refah durumu incelenmiştir.	Özelleştirme öncesi ve sonrası performans karşılaştırması	12 örneklemden 11'i için net refah kazancı (Meksika Hava Yolları hariç)
Martin ve Parker (1997)	1981-1988 yılları arasında özelleştirilen 11 İngiliz İşletmesi	Sermaye kârlılığı, istihdam ve işçi başına katma değer ve veri zarflama analizi	Karma Performans
Eckel ve Singal (1997)	Britanya Hava Yollarının özelleştirmesinin Amerikan Hava Yolu üzerindeki etkisi	Görünüşte ilişkisiz regresyon(SURE), işçi ve sermaye verimliliği, Etkinlik ölçümü	Rakip firmanın hisse fiyatları piyasada özelleştirme haberinin duyumunun ardından önemli ölçüde düşmüştür. Uluslar arası piyasalarda uçuş ücretleri %14.3 düşüş göstermiştir.
Ramamurti (1997)	Arjantin demiryollarının işletmecisi kamu şirketi Ferrocarriles Argentinos'un özelleştirilmesi	Betimsel Analiz ve işgücü verimliliğinin ölçülmesi	İşgücü verimliliğinde %370 artış ve istihdamda %78.7 oranında azalma. Genişleyen ve iyileştirilen hizmet ağı tüketicilere daha ucuza sunulmuştur.
Clasessens ve Djankov (1999)	1992-1997 döneminde kupon yöntemi ile özelleştirilen 706 Çek işletmesinin mülkiyet yoğunlaşması ve performans açısından analiz edilmesi.	Sıradan En Küçük Kareler yöntemi ve Rastgele Etkiler modeli	Mülkiyetin yoğunlaşması ile karlılık ve verimlilikteki değişim arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Anderson, Lee ve Murrell (2000)	Özelleştirilen 211 Moğol işletmesinin performansına rekabet ve mülkiyet etkisi.	Sıradan En Küçük Kareler yöntemi ve Araç Değişken tekniği	Rekabet, işletme performansı üzerinde önemli bir güce sahiptir. Kamu mülkiyetinde kalan işletmelerin performansı özel mülkiyetli işletmelerden daha iyidir.
---------------------------------	---	---	---

Yukarıdaki tabloda (Tablo-5.21) yer alan çalışmalardan Galal vd (1994) özelleştirmelerin etkinlik ve devlet bütçesi üzerindeki etkisini ölçen en kapsamlı çalışmalardan biridir. Şili, Malezya, Meksika ve İngiltere’de faaliyet gösteren 12 büyük işletmedeki özelleştirme sonrası refah değişimini incelemiştir. Seçilen 3 işletme telekomünikasyon sektöründe faaliyet gösterirken, ikisi elektrik dağıtım şirketi biri piyango işletmesi, biri liman ve dört tanesi havayolu şirkettir. Çalışmada bu işletmelerin özelleştirme sonrası performansı ile özelleştirmenin gerçekleşmediği durumda tahmini gösterecekleri performans ekonomik aktörlerin refahı açısından karşılaştırılmıştır. Refah değişimi izlenen ekonomik aktörler hükümet, tüketiciler, işletmeler ve rakipleridir. Elde edilen sonuçlara göre 12 özelleştirmenin 11’inde özelleştirme öncesi satışların %26’sı kadar net refah artışı sağlanmıştır. Özelleştirmelerin hiç birinde çalışanların refahının kötüye gittiği bir duruma rastlanılmazken üç özelleştirmede çalışanların fayda düzeyi artmıştır.

Martin ve Parker (1997) İngiltere’de 1980’lerde özelleştirilen 11 önemli işletmenin performans göstergelerini incelemiştir. Bu göstergeler: kârlılık (sermayenin getirisi), etkinlik (işçi başına katma değerdeki yıllık büyüme oranı), teknik etkinlik (veri zarflama analizi) olarak sıralanabilir. İngiltere için özelleştirmenin sonuçları iki farklı durum ortaya koymaktadır. İncelenen işletmelerin çoğunda etkinliklerin yıllık olarak artış gösterdiği gözlemlenirken, bazılarında ise durum tam tersidir. Diğer performans göstergelerinde de tablo aynı şekilde seyretmektedir.

Eckel vd (1997) İngiliz Havayollarının (British Airways) 1987 yılındaki özelleştirmesinin rakip firmaların hisse senedi fiyatları ve havayolu ücretleri üzerindeki etkisini incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre Amerikan havayolu şirketinin hisse fiyatı İngiliz Havayolları'nın özelleştirilmesinin getireceği rekabet ortamı beklentisi ile %7 düşüş gösterirken, British Airways'ın hizmet verdiği transatlantik rotalarda yolcu taşıma ücretleri diğer hatlara nazaran özelleştirme sürecinde %14.3 oranında azalmıştır. Aynı şekilde Kanada Havayollarının (Air Canada) iki aşamalı özelleştirme programının ardından (İlk aşamada %100 olan kamu payı %57'ye düşürülmüş, ikinci aşamada kamu payı %0'a inmiştir). Özelleştirmenin ilk aşamasında Air Canada'nın taşıma ücretleri azalış göstermezken ikinci aşama sonrasında %13,7 oranında anlamlı bir azalış göstermiştir. İngiliz Havayollarının tersine rakip işletmelerinin hisse fiyatları Air Canada'nın özelleştirme haberinden etkilenmemiştir. Bunun en önemli nedeni Air Canada'nın pek çok rotada hizmet vermediği için diğer havayolu işletmeleri ile rekabet edememesidir.

Ramamurti (1997) Latin Amerika'daki en büyük demiryolu işletmecilerinden Arjantin Demiryolları'nın (Ferrocarilles Argentinos) 1990 yılındaki özelleştirmesinin etkilerini incelemiştir. Sonuçlara göre, işgücü verimliliğinde %370 artış yaşanırken işletme sübvansiyonları neredeyse sıfıra inmiş, işgücünde 92.000'den 18.862 çalışana gerileyerek %78.7 oranında büyük istihdam azalışına yol açmıştır. Demiryolu taşıma ücretleri 1991-1994 yılları arasında reel fiyatlarla %20 oranında azalış gösterirken, tüketiciler düşük maliyetli ve iyileşen hizmet kalitesi ile fayda düzeylerini artırmıştır.

Anderson vd (2000) Moğolistan'da özelleştirilen 211 işletmeyi rekabet ve mülkiyetin etkinlik üzerindeki etkileri açısından incelemişlerdir. Rekabetin, etkinlik üzerinde gözle görülür etkisi izlenirken, kamu mülkiyetinde kalan işletmelerin diğer işletmelere göre daha iyi performans sergilediklerini görmüşlerdir. Bu beklenilmeyen sonucun nedeni Moğolistan'daki fazla gelişmeyen kurumsal yapıya atfedilebilir.

Assente (1998) Afrika'nın en büyük özelleştirmesi Ashanti Goldfields Company Ltd ile Ghana Commercial Bank'ın çeşitli rasyolarını özelleştirme sonrası analiz etmiştir. Sonuçlar ışığında çoğu performans göstergelerin özelleştirme sonrası

iyileştirme göstermesine rağmen bazılarının istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bir takım analizli ve teorik çalışmalar özelleştirmeler yerine alternatif reformlar önermektedir. Bu çalışmaların ortaya koydukları sonuçlara göre rekabet ve deregülasyon özelleştirmelerden daha önemlidir, politika önermelerinde mülkiyet yapısı önem olarak en alt basamakta yer almaktadır (Bishop ve Kay,1988; Vickers ve Yarrow,1988). İşletmelerin etkinliği ve mülkiyet ile ilgili kapsamlı araştırmalarında Vickers ve Yarrow (1988) özel mülkiyetin kamuya göre üstün olduğu tek durumun sektörde güçlü bir rekabetin bulunmasına bağlı olduğu aksi taktirde kamu monopolünden özel sektör monopolüne gerçekleştirilecek transferin işçi sayısının azalmasına bağlı sınırlı bir etkinlik artışı getireceğini belirtmektedir.

Özelleştirme ile ilgili literatür incelendiğinde ikinci grupta yer alan çalışmaların spesifik bir ülke üzerinde yoğunlaştığı ya da çok ülkeli çalışmalar olduğu ve büyük ölçekli işletmelerin halka arz ile özelleştirmelerini inceledikleri gözlemlenmiştir.

Megginson vd (1994) 18 farklı ülkedeki 32 farklı sektör içinde yer alan kısmen ya da tamamen halka arz yöntemi ile gerçekleşen 61 farklı özelleştirmeyi (1961–1990), işletmelerin önemli finansal göstergelerini özelleştirme öncesi 3 yıl ve sonrası 3 yıl periyodunda incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre özelleştirmeler verimlilik ve etkinlik artışı ile sermaye yatırımlarında artış sağlamıştır.

Boubakri ve Cosset (1998) 21 gelişmekte olan ülkenin 79 yeni özelleştirilmiş kamu işletmesine ait verilerle yaptıkları analizde kârlılık, işletme verimliliği, yatırım harcamaları, çıktı, toplam istihdam ve kâr paylarında istatistiksel açıdan anlamlı bir artış gözlemlenmiştir. Yüksek gelir grubunda yer alan gelişmekte olan ülkelerde özelleştirmenin daha fazla getiri sağladığının altını çizmektedir. Ayrıca doğal rekabet gücüne sahip sektörlerde özelleştirmenin yarattığı, etkinlik artışının doğal monopol gücüne sahip sektörlerle nazaran daha fazla olduğunu ancak doğal monopol gücüne sahip sektörlerde karlılık artışının daha fazla yaşandığı saptanmıştır.

Galal, vd (1994) alışmalarında; İngiltere, Şili, Meksika ve Malezya'daki 12 büyük işletmenin (ağırlıklı olarak hava yolları ve kamu hizmetleri) özelleştirme sonrası performansları karşılaştırmışlardır. Sonuçlara göre 12 işletmenin 11'nde özelleştirme sonrası net refah artışı gözlemlenirken işçiler açısından refah kaybı yaşanmamıştır.

Plane(1997) Arjantin, Şili, Jamaika, Malezya, Meksika, Filipinler ve Sri Lanka için yaptığı çalışmada özelleştirme ve kamu borcunun ağırlığı arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulmuştur, özelleştirme programlarının başarılı şekilde uygulanması GSYİH büyümesini istatistikisel olarak anlamlı şekilde artırmaktadır. Ekonomik büyümenin tamamlayıcıları da makroekonomik çevre ile sermaye sahipliği yapısıdır.

Müslümov (2005) Türkiye çimento sektörünü incelediği çalışmasında özelleştirmelerin işletmelerin teknik etkinliğini artırmadığını, toplam istihdamı azalttığını katma değeri ve hisse kârlılığını düşürdüğünü saptamıştır. Kısaca özelleştirme sonrası finansal göstergeler açısından olumsuz bir tablo çizen Müslümov (2005) kısmi özelleştirmelerin kamunun tüm hisselerini devrettiği özelleştirmelere göre performans üzerinde daha olumlu etki yaptığını, ayrıca özelleştirme sonrasında yabancılara satılan kamu işletmelerinin yerlilere satılan işletmelere göre katma değer açısından daha iyi performans gösterirken, ancak karlılık ve operasyonel verimlilik açısından geride kaldığını belirtmektedir. Müslümov'a göre bu sonuçların en önemli nedeni yerel monopol gücüne sahip Türk çimento sektöründeki işletmelerin özelleştirme sonrasında özel monopola dönüşmüşleri ve regülasyondan uzak kalmışlarıdır.

Çakmak ve Zaim (1992), Türkiye'deki kamu ve özel sektöre ait çimento fabrikalarının verimlilik düzeylerini, 1984 yılı verilerini kullanarak "stokastik üretim sınırı " metodu ile karşılaştırdıkları makalelerinde çimento fabrikalarının sahiplik yapıları ve verimlilik düzeyleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edememiştir.

Otchere ve Zhang(2001), Çin'de özelleştirilen kamu işletmeleri ve bu işletmelerle aynı sektörde faaliyet gösteren rakip özel işletmeleri, hisse senedi getirisi ve bilanço verileri açısından karşılaştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre;

rakip özel işletmelerin, özelleştirme haberi karşısında negatif getiri elde ettiklerini saptamışlardır. Bunun nedeni borsaya açılan kamu işletmelerinin mevcut yatırımcıları cezp ederek rakip işletmelerin fonlarının eksilmesine neden olabileceğidir. Ancak rakip özel işletmelerin verdikleri tepki sektörlere göre değişmektedir. Pek çok sektör özelleştirme haberi ile negatif tepki (negatif olağan dışı getiri) gösterirken, yüksek teknoloji şirketleri özelleştirme haberi karşısında pozitif tepki göstermiştir. Bunun nedeni dinamik ve büyüyen bir sektör olan teknolojiye özelleştirmelerle beraber büyük kamu işletmeleriyle ittifak ve işbirliği beklentisidir. Kamu işletmelerinin hisse getirileri özelleştirme sonrası 1-2-3 yıl için incelendiğinde; özelleştirme sonrasında ilk bir yıl ve iki yıl istatistiksel açıdan anlamlı olağan dışı getiri elde etmezlerken ancak 3. yılsonunda rakip işletmeler karşısında daha iyi performans göstermişlerdir.

Tablo-5 21.Çok Ülkeli Çalışmalar

Yazarlar	Örneklem Tanımı ve Dönem	Metodoloji	Bulunan Sonuçlar
Megginson ,Nash ve Van Randenborgh (1994)	(1961-1990) Halka arz yöntemi ile kısmen ya da tamamen özelleştirilen 18 ülkedeki 61 işletmenin özelleştirme sonrası finansal ve operasyonel performansını incelemiştir.	Finansal performansı ölçen karlılık,satışlar, operasyonel etkinlik, yatırım harcamaları,kaldıraç oranları göstergeleri kullanılmıştır.	İstihdam azalmadan işletme performansı güçlenmiştir.
D'Souza ve Megginson (1999)	(1990-1994) halka arz yöntemi ile özelleştirilen 25 ülkeden 78 işletmenin özelleştirme öncesi ve sonrası işletme performansı incelenmiştir.	Ortalama ve ortanca karlılık seviyesi, satışlar, işletme etkinliği, yatırım harcamaları, kaldıraç oranları gibi göstergeler kullanılmıştır.	Kârlılıkta anlamlı bir artış söz konusudur ancak bu artış daha çok rekabetin bulunmadığı ya da regülasyona tabi endüstrilerde yaşanmıştır. İşletme etkinliğinde ise daha az artış gözlemlenmiştir.
Boubakri ve Cosset (1998)	21 gelişmekte olan ülke (daha çok orta gelirli ülkelere) işlemleri	Ortalama ve ortanca karlılık seviyesi, satışlar, işletme etkinliği, yatırım harcamaları, kaldıraç oranları gibi	Özelleştirmeler sonrası kârlılık, operasyonel etkinlik, yatırım harcamaları, reel satışlar, istihdam düzeyi ve temettü

		göstergeler kullanılmıştır.	dağıtımında anlamlı bir yükseliş kaydedilirken kaldırma oranında düşüş gözlemlenmiştir.
La Porta ve Lopez-de-Silanes (1997)	(1981-1988) Meksika'daki 218 işletme incelenmiştir.	Çeşitli performans göstergeleri ve regresyon analizi kullanılmıştır.	İşletmeler devletten aldıkları sübvansiyonlara gerek kalmaksızın karlılık oranlarında %40 artış yaşamışlardır. İstihdam oranı yarı yarıya düşmesine rağmen GSYİH'nın %12.7 sine tekabül eden üretimlerini %54.3'e çıkarmışlardır.
Sachs,Zinnes ve Ellas (2000)	Geçiş ekonomisi 24 ülkenin özelleştirme performansı panel veri ile incelenmiştir.	En küçük kareler yöntemi ve karma etki hesaplamaları.	Sadece işletmelerin isminin değişmesi ya da özele geçmesi tek başına refah artışı sağlamazken özelleştirmeden elde edilecek reel kazançlar yapısal reformlara bağlı kalmaktadır.

Ülkeler bazında yapılmış olan Tablo-5.22'deki çalışmalar özetlenirse özelleştirmenin genel olarak kamu işletmeleri ya da ülke ekonomileri açısından verimli çalıştığını söyleyebiliriz. Ancak özelleştirmeden elde edilecek faydalar piyasadaki bazı kurumların varlığına dayanmaktadır. Mülkiyet haklarının korunduğu, hukukun işlerlik kazandığı, bütçe sınırlaması olan, rekabet ortamına ve kurumsal yönetişime sahip ülkeler özelleştirmelerden daha yüksek kazançlar elde edecektir. Ancak bu yapısal koşulların ve kurumların yeterince gelişmediği ülkelerde, işletme düzeyinde ve genel olarak ülke düzeyinde özelleştirme başarısızlığa uğrayabilir. Martin ve Parker (1997), Megginson ve Netter (2001), Shirley ve Walsh (2001) çalışmalarında genel anlamda özelleştirmenin etkinliği artırma ve üretim maliyetlerini azaltmada önemli bir faktör olmaktan ziyade etkin bir rekabet ortamı, regülasyon, örgütsel ve politik değişimlere katkıda bulunduğu sonucuna varmışlardır.

5.2.2.Operasyonel Etkinliğin Oran Analizi (Rasyo Analizi) ile Ölçülmesi

Oran analizi finansal göstergelerin ölçülmesi ve analizinde kullanılan genel ve çok yönlü bir yöntemdir. Oran analizi bir işletmenin geçmiş performansını değerlendirdiği gibi gelecek performansına dair öngörüler hakkında da fikirler verir. Oran analizi ile işletmelerin yöneticileri, pay sahipleri, kreditorleri, yönetim kurulu üyeleri, hükümet, işletmenin mali performansı hakkında değerlendirme yapma fırsatı yakalarlar. Örneğin yöneticiler ve hissedarlar işletmenin kârlılık rakamları ile ilgilenirlerken; kreditorler ve tahvil sahipleri işletmenin borçlarını ödeyebilme gücü ile ilgilenirler. Rasyo analizi en basit haliyle bir rakamın diğer bir rakamla matematiksel ilişkisini ifade etmektedir. Örneğin rasyo olarak 200'ün 100'e oranı 2:1 ya da 2 olarak gösterilir. Çeşitli finansal göstergelere ait oranların farklı yorumları bulunmaktadır. Sermayenin %25 oranında net getirisi tatmin edici bir orandır. Yıllar itibari ile değişen bu oranlar şirketin kârlılığı hakkında geçmiş dönemlerle karşılaştırıldığında azalma, artış ya da istikrar eğilimi gösterebilir. Ancak dikkat edilecek husus firmaların rasyoları karşılaştırırken aynı endüstri kolunda olmalarıdır (Arora,2009:108).

5.2.2.1.Oran Türleri

İşletmenin finansal performansını ölçmek için kullanılan oranlar çeşitli kategorilere ayrılabilir. Oran Analizi ile işletmenin mali yapısı, borç ödeme kabiliyeti, karlılıkları gibi alanlarda önemli veriler elde edilir. Bu oranlar işletmenin hissedarları, kreditorleri, denetçileri, yöneticileri, alacaklıları tarafından izlenmektedir. Hesaplanan oranları işletmenin önceki yıllardaki oranları ya da sektör oranları ile genel kabul görmüş oranlarla kıyaslayarak yıllar itibari ile oluşan değişiklikler izlenebilir.Yorumlanırken mevsimsel hareketler ve ekonominin konjonktürel yapısının da dikkate alınması gerekmektedir (Karasioğlu ve Eren,2012:163).

Bu analiz yönteminde kullandığımız oranları aşağıdaki üç başlık altında toplayabiliriz

- A. Likidite Oranları
- B. Kaldıraç Oranları
- C. Kârlılık Oranları

A.Likidite Oranları

İşletmenin kreditorleri ve ticari bankalar için oldukça önemli bir gösterge olan likidite oranları bir yıldan kısa vadeyi kapsamaktadır. İşletmenin vadesi gelen yükümlülüklerini karşılama kabiliyetini göstermektedir. İşletme yükümlülüklerini yerine getirmek için gerektiği kadar likit kalmasının yanında gereğinden fazla likidite bulundurmamalıdır. Çünkü işletme yatırımlarının getirisini ve aldığı fonların maliyetini hesap ederek likidite durumunu ayarlamalıdır. İşletmeler için önemli bir finansal gösterge olan likiditeyi ölçen rasyolar: cari oran ve likidite oranı(hızlı oran)'dır (Ramagopal, 2008:43).

- **Cari Oran**

İşletmenin Cari döneme ait varlıkları ve cari dönem yükümlülükleri arasındaki ilişkiyi göstermektedir, işletme sermayesi olarak da adlandırılmaktadır. Cari oran aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$\text{Cari oran} = \frac{\text{Cari Dönem Varlıkları}}{\text{Cari Dönem Borçları}}$$

Cari dönem varlıklar, işletmenin sahip olduğu; nakit para, çek hesabı, vadesi bir yıldan kısa olan tahvil ve menkul kıymetler, banka hesaplarını kapsamaktadır. Cari dönem borçları ise muhtelif alacaklar, banka kredileri, ödenecek gelir vergisi, borç senetleri, kısa dönem avans hesabını içermektedir (Ramagopal, 2008:43-44).

Cari oranın 2 olması işletmenin yeteri kadar likit olduğunu gösterirken kredi verenler açısından verdikleri borçların geri ödenmeme riskinin düşük olduğu imajını yansıtmaktadır. Ancak 2'nin altında cari orana sahip olmasına rağmen borçlarını

ödeme kapasitesi yüksek kredibiliteye sahip işletmeler de bulunmaktadır. 1,33 oranındaki cari oran bankaların işletmelere sermaye finansmanı için minimum kabul edilebilir orandır.

- **Hızlı Oran (likidite Oranı)**

Likidite oranı (hızlı oran) likit varlıklarla cari dönem borçları arasındaki ilişkiyi ölçmektedir.

$$\text{Hızlı oran} = \frac{\text{Likit Varlıklar}}{\text{Cari Dönem Borçları}}$$

Likit varlıklar değer kaybetmeden nakde kolay çevrilebilen varlıklardır. Nakit hesap ve banka hesabı en likit varlıklarken; alacak senetleri, tahviller ve stoklar sırası ile daha az likittirler. Likidite oranının genelde 1 olması kabul görmektedir. Ancak bu oranın altında bir oranla ödeme gücü yaşamayan işletme olacağı gibi yine bu oranın üstünde bir oranla finansal sıkıntı yaşayan işletmelerde olabilir. Alacakların kalitesi ve stokların çevrilebilirliği bu oranın bileşiminde önem taşımaktadır (Ramagopal,2008:48).

B.Kaldıraç Oranları

Kaldıraç oranları bir işletmenin uzun vadede borçlarını ödeme gücünü göstermektedir. İşletmenin varlıklarının finansman ve borçlanma boyutu bu oranla anlaşılabilir. Bankalar ve işletmeye hammadde sağlayan tedarikçiler işletmenin kısa dönemde borçlarını ödeyebilme gücünü öğrenmek için kısa vade kaldıraç oranını önemserler. Diğer taraftan hissedarlar ve tahvil alacakları kâr ve faiz ödeme gücünü ölçebilmek için uzun dönem kaldıraç oranları ile ilgilenirler.

- **Borç Oranı**

Bu oran ile işletmeni toplam borçlarının toplam varlıklar içindeki payı ölçülmektedir. Toplam varlıkların ne kadarının borçlarla finanse edildiği görülebilmektedir. Borçlarla finanse edilmeyen varlıklar hissedarlar tarafından finanse edilmektedir.

$$\text{Borç oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar (Aktifler)}}$$

Borç oranının çok yüksek olması ya da çok düşük olması yatırımcılar açısından arzu edilmeyen bir durumdur. Oranın yüksekliği işletmenin düşük faizle borçlanarak bunu daha yüksek getirili aktiflerde değerlendirdiğini göstermektedir. Borçların maliyetinden firmanın aktif getirisinin daha yüksek olması durumunda hissedarlara dağıtılan kâr oranı yükselmektedir. Ancak yüksek bir borçluluk oranı borçların geriye ödenmeme riskini doğurmaktadır. Düşük bir borç oranı ise kreditorler için daha düşük risk oranını ve daha düşük aktif getirisini ve düşük kârlılığı göstermektedir. Bu oranın borçlar ve aktifler açısından dengeli olması firmanın hissedarları ve kreditorleri tarafından arzulanan bir durumdur (Ramagopal, 2008:53).

C.Kârlılık Oranları

Kâr, bir yıl içerisinde elde edilen gelir ve harcamalar arasındaki fark olarak tanımlandığında; kârlılık oranları işletmenin faaliyet etkinliğini ölçmede kullanılmaktadır. Hissedarların yanı sıra, şirket yöneticileri ve kreditorlerde işletme kârlılık rakamları ile ilgilenmektedir. Kârın yeterince yüksek olması durumunda borç verenlerin ana para ve faizleri tahsil kabiliyeti yüksek olacaktır. İşletmenin sahipleri ve hissedarlar yatırımlarından yüksek getiri elde etmeyi bekledikleri için kârlılık oranlarını takip ederler.

- **Aktif Kârlılığı**

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Aktiflerin getirisini ölçen bir orandır. İşletmenin etkinliğini ölçmektedir. Kârlılık oranının yüksek olması aktiflerin iyi bir yatırım getirisi olduğunu

göstermektedir. Oranın düşüklüğü işletmenin hacminin yani aktiflerinin büyümesine rağmen hissedarların getirisinin ya da şirketin etkinliğinin aynı ölçüde artmadığını göstermektedir. (Ramagopal,2008:61)

- **Özkaynak Kârlılığı**

$$ROE = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Öz kaynak}}$$

Öz kaynak kârlılığı işletmenin hissedarlarına dağıtacağı net kârı gösterdiği için direkt şirketin performansını ölçen bir orandır. Bu oranın yüksek olması şirkete ait öz kaynakların iyi bir getirisi olduğunu göstermektedir. (Ramagopal, 2008:64)

5.2.3. Türkiye Petrol Sektörüne Oran Analizi Uygulaması

Türkiye’de en büyük özelleştirmelerin yapıldığı petrol sektöründe faaliyet gösteren ve büyük ölçüde özel sektöre devredilmiş Petrol Ofisi (POAŞ), TÜPRAŞ ve PETKİM gibi sektörün önemli kurumları analiz edilmiştir. Çalışmada halka arz yöntemi ile özelleştirilmiş işletmeler örneklem grubundan petrol sektörünün oran analizine seçilme nedeni, sektörün Petrol Ofisi (POAŞ), TÜPRAŞ ve PETKİM gibi büyük işletmeleri ve yoğunluğu kapsamasıdır. Ayrıca bu işletmelerden TÜPRAŞ 1985-2008 yılları arasında gerçekleştirilen özelleştirmeler arasında en yüksek ikinci gelirin elde edildiği kuruluştur.

Tablo-5 22.Petrol Sektöründe Özelleştirmeler

İşletme	Özelleştirme Oranı	Gelir(milyon \$)	Sektörde içinde %
TÜPRAŞ	100	5.725	56.86
PETKİM	89.68	2.531	25.14
POAŞ	100	1.705	16.93

Kaynak: T.C Başbakanlık ÖİB

5.2.3.1.Petrol Ofisi A.Ş (POAŞ)

Petrol Ofisi A.Ş (POAŞ), kamu ve özel kuruluşlar ile nihai tüketicilerin kullanımı için petrol ve petrol ürünleri satın almak, ithal etmek ve pazarlamasını yapmak amacıyla 1941 yılında kurulmuştur. Petrol Ofisi A.Ş'nin kamuya ait %100 oranındaki hissesi özelleştirme idaresine devredilerek 1991-2002 döneminde IMKB'de satış, halka arz ve blok satış yoluyla hisseler özelleştirilmiştir. (Yavilioğlu vd, 2011:61). Temmuz 2000 tarihinde %51 oranındaki POAŞ hissesi İş-Doğan Yatırım A.Ş'ye 1.26 milyar dolara satılarak özelleştirilmiş ve 2002'de halka arz ve IMKB'de satış yöntemleri ile şirket tamamen özelleştirilmiştir. 2005 yılında İş Bankası %44.1 oranındaki hisse tutarını Doğan Holding'e devretmiştir.

Avusturya'nın en büyük halka açık sanayi şirketlerinden biri olan, OMV Aktiengesellschaft, 2006 yılında Petrol Ofisi A.Ş'nin Doğan Holding'e ait %54,14 hissesini satın alarak Petrol Ofisi'ndeki payını %41,58'den, %95,72'ye çıkarmıştır. Bu şekilde Petrol Ofisi A.Ş 'nin ismi 8 haziran 2011 tarihinde OMV Petrol Ofisi A.Ş olarak değişmiştir. OMV Petrol Ofisi A.Ş, 2.334 akaryakıt istasyonu, 10 akaryakıt terminali, 2 LPG terminali, 28 havaalanı ikmal ünitesi, 1 madeni yağ fabrikası ve 1 milyon m³'den fazla depolama kapasitesiyle faaliyet göstermektedir (POAŞ,2012).

Tablo-5 23.OMV Petrol Ofisi A.Ş Ortaklık Yapısı

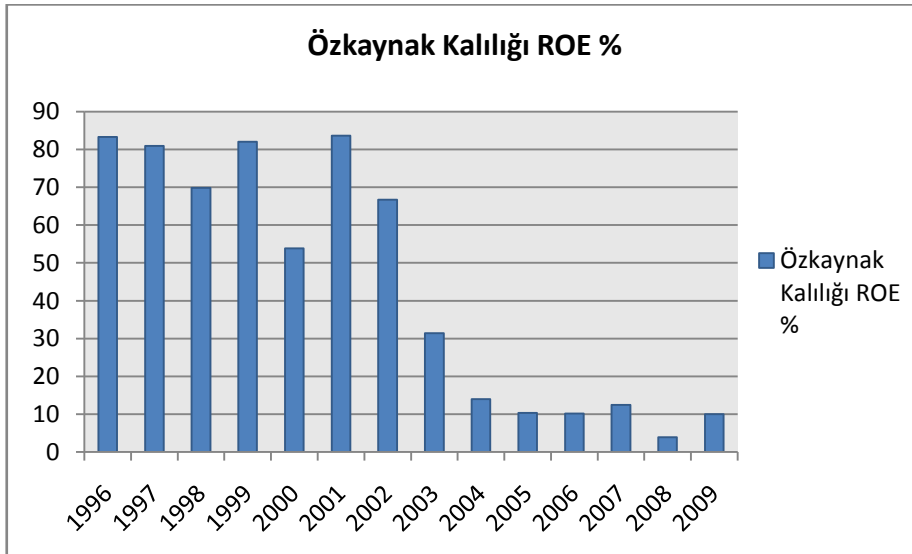
Ortağın Ünvanı	Sermaye Tutarı (TL)	%
OMV Petrol Ofisi Holding A.Ş.	319.949.130,814	55,40
OMV Aktiengesellschaft	240.104.930,100	41,58
Halka açık ve Diğer	17.445.939,086	3,02
Toplam	577.500.000,000	100,0

Kaynak:Petrol Ofisi Yatırımcı İlişkileri, www.poaş.com.tr

A. Petrol Ofisi Özkaynak Kârlılığı

Petrol ofisinin özkaynak kârlılığı incelendiğinde özelleştirmeden sonraki ilk yıl büyük ölçüde artış gösteren kârlılık oranı 2003 yılıyla beraber düşüşe geçmiş ve 2003 yılında %30 oranına sonrasinda %10'lara kadar gerilemiştir. Petrol ofisi özelleştirme sonrası 2001 yılında öz sermayesini %93 oranında artırırken dönem net karı %157, net satışları %89 artış göstermiştir. 2001 yılı PO için finansal yönden başarılı bir yıldır. 2003 yılında öz kaynak karlılığının düşmesinin bir nedeni rasyoda paydada yer alan özkaynak toplamını bir önceki yıla nazaran üç kat arması ancak kâr rakamının öz kaynaktaki artış kadar artmamasıdır. Petrol fiyatlarının yaklaşık 40 dolara (varil başına) düştüğü küresel krizin başlangıç yılı 2008, Petrol ofisinin en düşük özkaynak karlılığını yaşadığı yıldır. Bu yılda petrol fiyatları aşırı oynaklık gösterirken, 2008 yılı ortasında 146 dolara işlem gören brent petrol fiyatı yılsonunda 36 dolara kadar inmiştir.

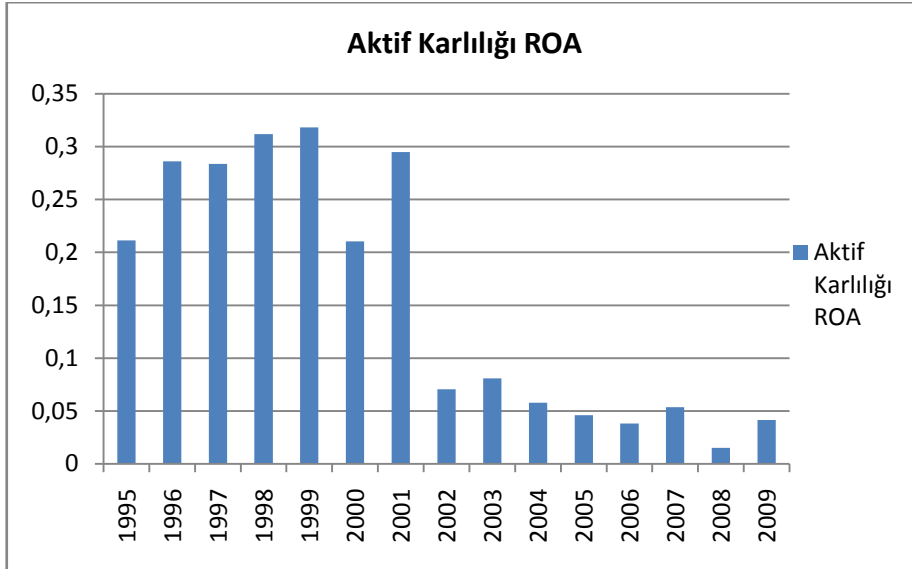
Şekil-5. 5. Petrol Ofisi Özkaynak Kârlılığı



B.Petrol Ofisi Aktif Kârlılığı

Petrol Ofisi 2000 yılındaki özelleştirmenin ardından kamudan kalan eski tesisleri yenileme, yeni istasyonlar açma ve mevcut istasyonların iç mimarisini değiştirmek için 40 milyon \$ yatırım gerçekleştirmiştir. Şirketin aktif toplamı yapılan yatırımlar sonucu artış göstermiştir. 2001 yılında bir önceki yıla göre duran varlıklar yaklaşık 20 kat artış göstermiştir. 2002 yılından itibaren aktif karlılığın düşme nedenlerinden birisi duran varlıkların yatırımlarla artış göstermesidir. Petrol Ofisinin özelleştirmenin gerçekleştiği yıl olan 2000 sonrası ilk yıl aktif kârlılığı artış gösterirken 2002 yılı itibari ile kârlılık oranları düşmüştür. 2008 global krizin ardından dünyada emtia fiyatlarına paralel olarak düşen petrol fiyatları ile birlikte Petrol Ofisinin kârındaki düşük aktif karlılığı ile özkaynak karlılığı rasyolarının düşmesine neden olmuştur. Petrol fiyatlarının varil olarak 40 dolar civarına düştüğü 2008 yılı Petrol Ofisi'nin aktif karlılığındaki en düşük yıldır.

Şekil-5. 6.Petrol Ofisi Aktif Kârlılığı

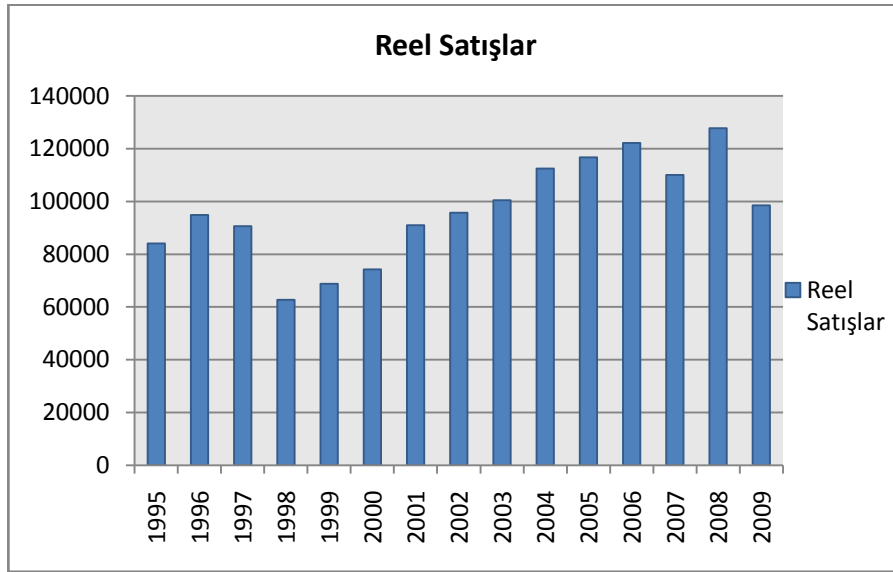


C.Petrol Ofisi Reel Satışlar

Petrol ofisinin özelleştirme sonrası reel satışları finansal krize kadar artış gösterirken 2007 ve 2009 yıllarında düşüş göstermiştir. Özelleştirme sonrası Petrol

ofisinin reel satışlarında pozitif bir ivme yakalanılmıştır. 2003 yılında akaryakıt dağıtım kuruluşlarının sayısında artış devam etmiş ve dağıtım şirketi sayısı 22'ye ulaşmıştır. Sektörde artan rekabetle kârlılık oranlarının düşmesine rağmen reel satışlarda artış trendi yakalanmıştır.

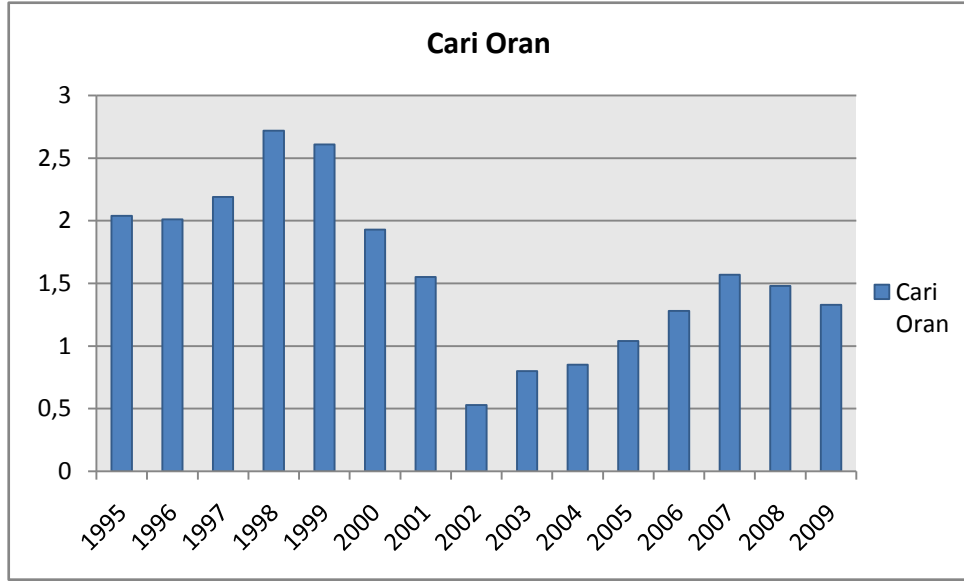
Şekil-5. 7.Petrol Ofisi Reel Satışlar



D. Petrol Ofisi Cari Oran

Petrol ofisinin 2000 yılında 1.8 olan cari oranı özelleştirme sonrası 2001 yılında 1.5 civarına düşmüştür. Bu düşüşte, 2001 yılında dönen varlıkların bir önceki yıla oranla %48 artış göstermesine rağmen kısa vadeli borçların %75 oranında artması neden olmuştur. Petrol Ofisi uzun yıllar boyunca ihmal etmiş olduğu ve kaybettiği pazar payını tekrar kazanmak için istasyon ağını ve lojistik altyapıyı genişletmek üzere özelleştirme sonrası 88 milyon \$ tutarında yatırım gerçekleştirmiştir. Yaptığı yatırımlarla özelleştirme sonrası duran varlıkları genişleyen şirketin 2002 yılında cari oranı 0.5 dip seviyelerine gelmiştir. Bu yıldan sonra cari oranda artışlar gözlemlenmiştir. (PO,2001:6).

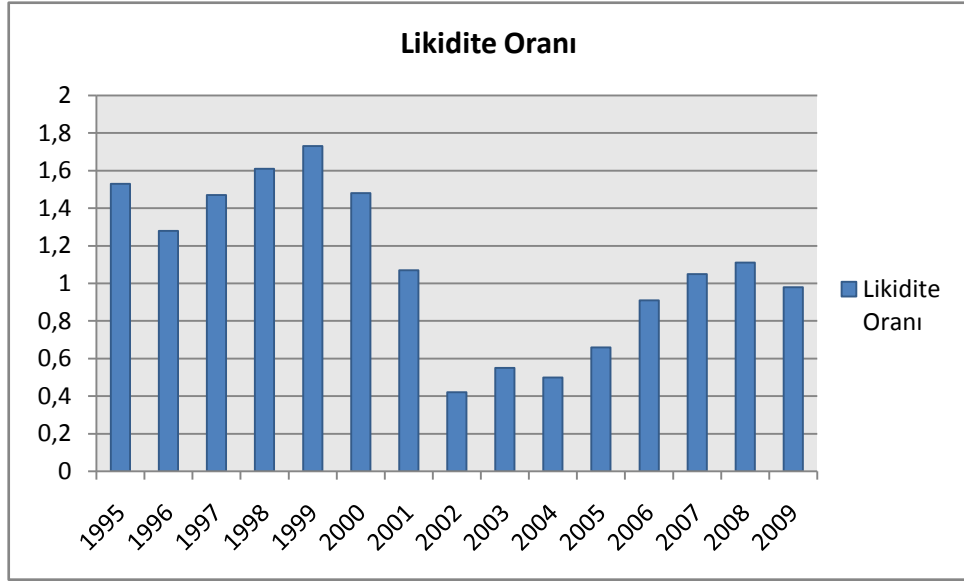
Şekil-5. 8.Petrol Ofisi Cari Oran



E. Petrol Ofisi Likidite Oranı

Petrol ofisinin likidite oranları incelendiğinde cari orana paralel şekilde özelleştirme sonrası yapılan yatırımlar sonucunda duran varlıklardaki artış ve likiditenin kullanılmasına bağlı olarak düşüşler gözlenilmektedir. 2002 yılında likidite oranı en dip seviyede 0,4' e inmiştir. 1 Ocak 2005'te yürürlüğe giren yeni Petrol Piyasası Kanunu ile serbest fiyatlandırma ve ithalat engellerinin kaldırılması ile önemli ölçüde piyasa serbestleşmiş ve likidite oranları 2005 yılıyla beraber artış göstermiştir. 2006 yılında Avusturyalı ortak OMV Aktiengesellschaft'ın hisse satın alması likiditeyi %1 seviyesine taşımıştır.

Şekil-5. 9. Petrol Ofisi Likidite Oranı



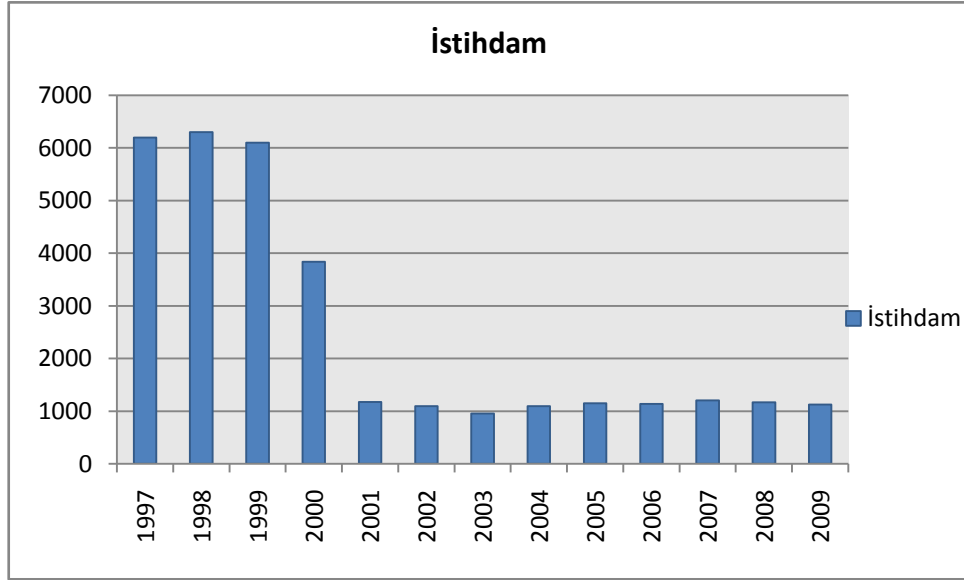
F.Petrol Ofisi İstihdam

Petrol ofisinde özelleştirme öncesi 6000 civarında olan istihdam kademeli olarak 4000'lere ve özelleştirme sonrası istikrarlı bir şekilde 1000'lere düşürülmüştür. Tasarruf uygulamaları sonucu personel sayısı Temmuz 2000'de 3.838'den Aralık 2001'de 1.172'ye indirilmiş ve önemli boyutta bir tasarruf sağlanmıştır. Bu şekilde faaliyet giderlerinin net satışlara olan oranı %3.35'ten %2.95'e inerken, istasyon sayısı ise 4,584'den 3,999'a inmiştir. Özelleştirmenin istihdama etkisi negatif olmuş, yeniden yapılanma sürecinde istihdamda azalma yaşanmıştır.

Petrol ofisinde özelleştirmeden önceki dönemde(1998-1999) yurtiçi ortalama satışlar yaklaşık 10.440.000 ton ve üretimde 10.440.000 ton ve kapasite kullanım oranı %48,2 olarak gerçekleşmiş iken özelleştirme sonrasındaki dönemde (2001-2006) yurt içi ortalama yıllık satışlar 8.583.000 ton, ortalama üretim miktarı 10.440.000 ton ve ortalama kapasite kullanım oranı %37.5 olarak gerçekleşmiştir. Özelleştirme sonrası petrol ofisinin enflasyon oranına göre düzeltilmiş reel satışları tutar olarak (TL) artış göstermesine rağmen miktar (ton) olarak azalmıştır. Kapasite kullanım oranının ve toplam istihdamın düştüğü görülmektedir. Bunun en önemli

nedeni petrol piyasasına yeni giriş yapan şirketler nedeniyle ürün bazında pazar payının azalmış olmasıdır(Yavilioğlu vd, 2011:63)

Şekil-5. 10. Petrol Ofisi İstihdam



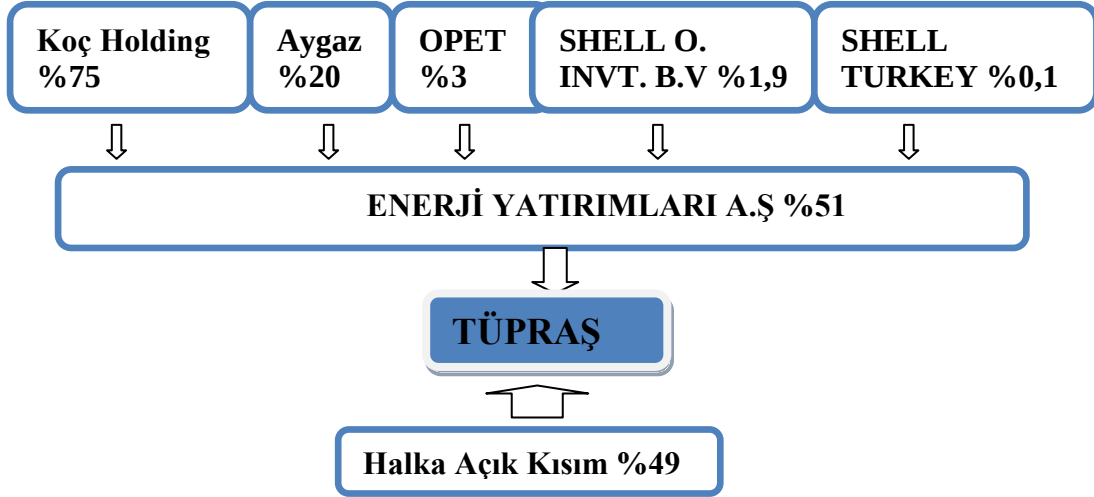
5.3.2.2.TÜPRAŞ

Yıllık 28,1 milyon ton'luk rafinaj, % 40 paya sahip olduğu Opet , % 79,98 pay ile DİTAŞ ortaklığı ve ciroyuyla Türkiye'de en büyük sanayi şirketi olan Tüpraş'ın (Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş) kökleri 1961 yılında Amerikan Caltex tarafından kurulan İPRAŞ'a (İstanbul Rafineri A.Ş) uzanmaktadır. İPRAŞ ve diğer üç rafineri 1983 yılında TÜPRAŞ çatısı altında toplanmıştır.

Uzun yıllar bir Kamu İktisadi Teşekkülü olarak Türkiye'ye hizmet veren Tüpraş 10 Temmuz 1990 tarihinde T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na devredilmiştir. Özelleştirme planı çerçevesinde, 1991 yılında Tüpraş'ın birincil halka arzı gerçekleştirilmiş ve sermayesinin % 2,5'i oranında A grubu hisse senedi halka arz edilmiştir. 1999 yılı sonuna kadar Tüpraş hisselerinin yaklaşık % 3,58'i İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmekteydi. 2000 yılı nisan ayında Tüpraş hisselerinin ikincil halka arzının tamamlanmasıyla İstanbul ve Londra Menkul Kıymetler Borsalarında işlem gören A grubu hisselerin toplam sermayeye

oranı % 34,24'e yükselmiştir. 4 Mart 2005 tarihinde Tüpraş hisselerinin % 14.76'sı İMKB Toptan Satışlar Pazarı'nda uluslararası fonlara satılmış ve halka açıklık oranı % 49'a yükselmiştir.

Şekil-5. 11.TÜPRAŞ'ın Ortaklık Yapısı



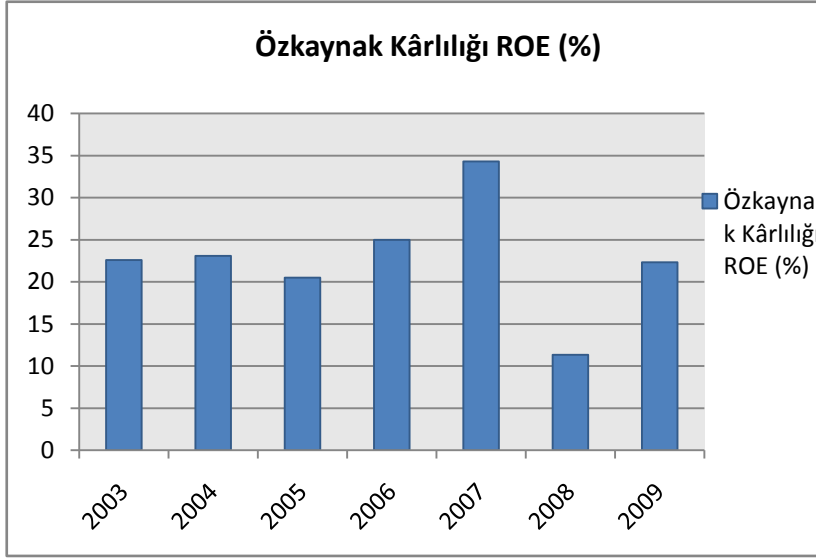
Kamuya ait olan % 51 oranındaki hissenin blok satışı için ÖİB tarafından 12 Eylül 2005 tarihinde yapılan ihaleyi, 4 milyar 140 milyon ABD doları ile Koç-Shell Ortak Girişim Grubu kazanmış ve Özelleştirme Yüksek Kurulu, 7 Kasım 2005 tarih ve 2005/1128 sayılı kararı ile ihale sonucunu onaylamıştır. Koç Holding 26 Ocak 2006 tarihinde Hisse Satış Sözleşmesi'ni imzalayarak hisse devrini gerçekleştirmiştir. ÖİB ihale şartnamesinin gereği olarak, Tüpraş hisselerini devralmak üzere kurulan Enerji Yatırımları A.Ş.'nin ortaklık yapısı, Koç Holding A.Ş.% 75, Aygaz A.Ş.% 20 , Opet Petrolcülük A.Ş. % 3, Shell Overseas Investment B.V. % 1,9 ve The Shell Company of Turkey Ltd. % 0,1 dağılımıyla belirlenmiştir.

A.Tüpraş Özkaynak Kârlılığı

Tüpraş'ın özkaynak kârlılığı özelleştirmeden bir sonraki yıl 2007'de önemli ölçüde artış gösterirken finansal krizle beraber emtia fiyatlarının düştüğü yıl olan 2008 yılında azalış göstermiştir. 2008 yılında net kar bir önceki yıla göre üç kat azalış göstermiştir. 2009 yılında tekrar toparlanma görülmüş ve özkaynak karlılığı bir önceki yılın iki katı oranında %22'ye çıkmıştır. Tüpraş'ın yurt içi petrol ürünlerinin fiyatları, Petrol Piyasası Kanunu'nda belirtilen en yakın piyasa olan CIF

Genova Akdeniz Platts fiyatlarıyla doğrudan ilişkilidir. Piyasada ürün fiyatları tam rekabet koşulları altında belirlenmektedir. Bu kapsamda rafinerilerin operasyonel kârlılığı ham madde fiyatları ile ürün fiyatları arasında fark olarak tanımlanan rafineri marjı kavramıyla açıklanmaktadır (TÜPRAŞ, 2011:42).

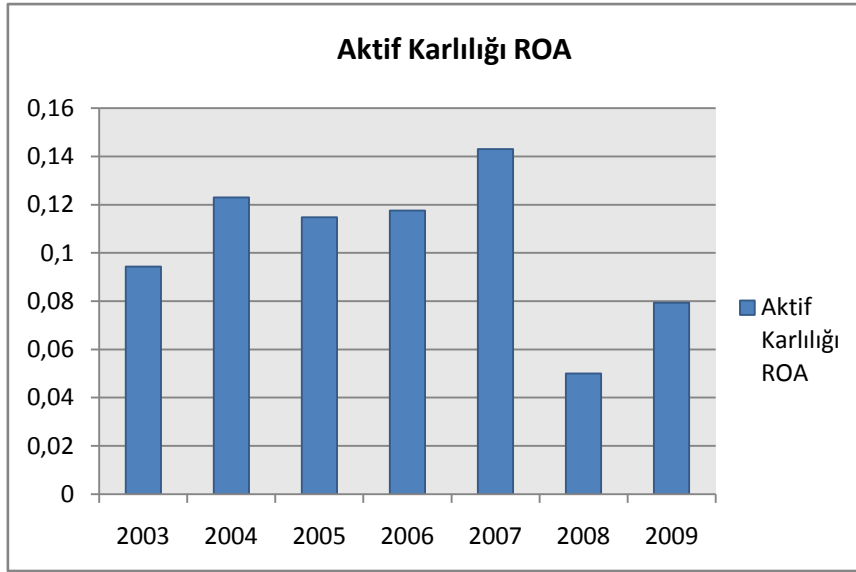
Şekil-5. 12.Tüpraş Özkaynak Karlılığı



B. Tüpraş Aktif Kârlılığı

Tüpraş'ın aktif kârlılığı özelleştirme sonrası 2007 yılında artış gösterirken global finans krizinin yaşandığı 2008 yılında düşen emtia fiyatları ve daralan rafineri kâr marjları nedeni ile önemli ölçüde azalış göstermiştir. 2008 yılında net kar bir önceki yıla göre üç kat azalış göstermiştir. Aktif karlılık 2008 yılında %14 seviyelerinden %5'lere gerilemiştir. 2009 yılında vergi öncesi kar rakamındaki artış aktif karlılığı ve özkaynak karlılığını bir önceki yıla göre yukarı taşımıştır.

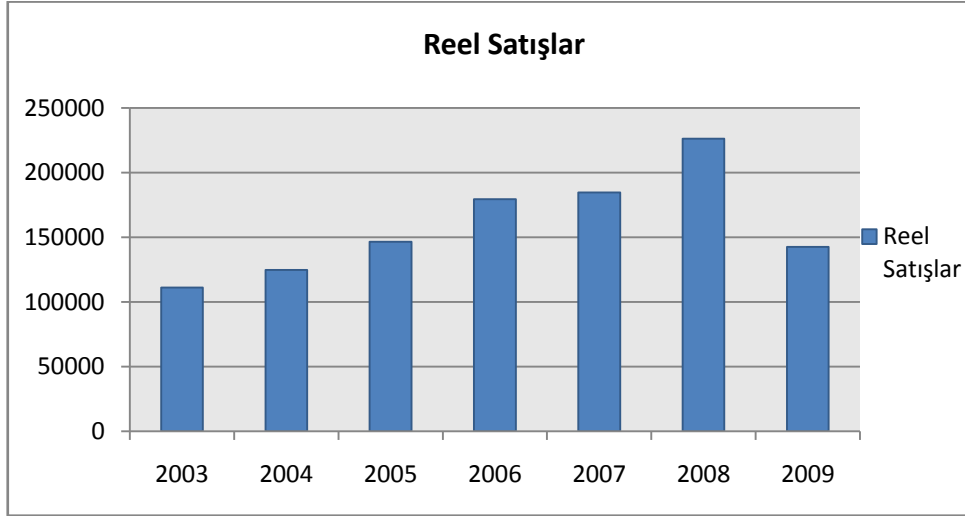
Şekil-5- 13.Tüpraş Aktif Karlılığı



C. Tüpraş Reel Satışlar

Tüpraş reel satışlarının özelleştirme sonrası 2007 ve 2008 yıllarında artış gösterdiği ancak 2009 yılında bir önceki yıla oranla azaldığı gözlenilmektedir. 2008 yılı ikinci yarısında başlayan ham petrol ve ürün fiyatlarındaki düşüşe paralel olarak, net satışlar 2009 yılında 13.118 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında dünya petrol ve petrol ürünleri talebi; Çin, Hindistan ve Orta Doğu’da artan talebe rağmen, gelişmiş ülkelerin taleplerindeki yüksek gerileme nedeniyle talebi %1,5 gerilemiştir. 2009 yılında reel satışlarda gerçekleşen düşüşün önemli kısmı zayıflayan global talep yüzünden yurt dışı satışlardaki bir önceki yıla göre 2702 milyon tonluk gerilemeden kaynaklanmaktadır. 2008 yılı Aralık ayında, 40,35 dolar/varil ortalama fiyata gerileyen ham petrol fiyatı, %84,09’lık bir artışla 2009 Aralık ayında 74,28 dolar/varil seviyesine yükselmiştir. Ancak petrol fiyatlarında yaşanan bu artış, taleplerdeki düşüş nedeniyle ürün fiyatlarına tam olarak yansımaya maliyetlere yansımıştır (Tüpraş, 2010:21).

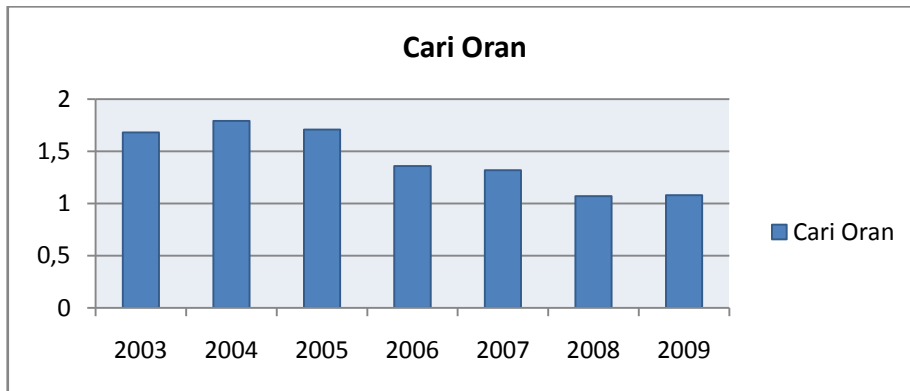
Şekil-5.14.Tüpraş Reel Satışlar



D.Tüpraş Cari Oran

Tüpraş'ın özelleştirme sonrasında cari oran rasyosunda azalış gözlemlenmiştir. Bunun iki nedeni olabilir. Birinci neden dönen varlıklar kaleminin azalması ya da kısa vadeli yabancı kaynaklardaki artıştır. Bilançoyu incelediğimizde Tüpraş'ın 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla 274 ve 355 milyon \$ yatırım harcaması yaptığını görmekteyiz. 2006 ve 2007 yıllarında kısa vadeli ökümlülükler yaklaşık bir buçuk kat artış göstermiştir. Tüpraş 2006 yılı sonunda petrol dağıtım şirketi OPET'in %40 hissesini 380 milyon \$ bedelle satın almıştır. Bu satın alama şirketin likit varlıklarının azalmasına ya da kısa vadeli borçların artmasına yol açmış olabilir.

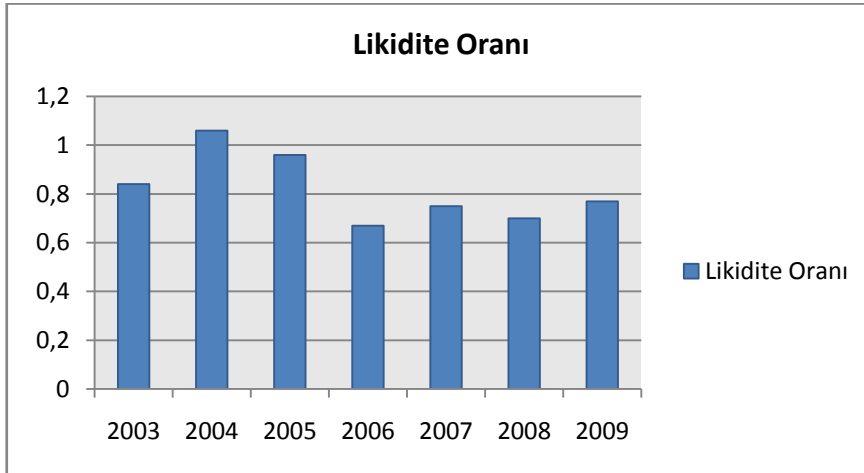
Şekil-5. 15.Tüpraş Cari Oran



E.Tüpraş Likidite Oranı

Tüpraş'ın likidite oranının özelleştirme sonrası genel olarak düştüğü %0.7'ye yaklaştığı görülmektedir.2006 yılında hazır değerlerdeki azalış, stoklardaki artış ve kısa vadeli yükümlülüklerdeki artış likidite oranının düşmesine neden olmuştur. 2007 yılında 2006'ya nazaran likidite oranında iyileşme söz konusudur. Yatırım projeleri kapsamında, 2007 yılında İzmit Rafinerisi'nde 14,4 milyon TL, Kırıkkale Rafinerisi'nde 5,7 milyon TL ve Batman Rafinerisi'nde ise 0,4 milyon TL olmak üzere toplam 20,5 milyon TL harcama gerçekleştirilmiştir.

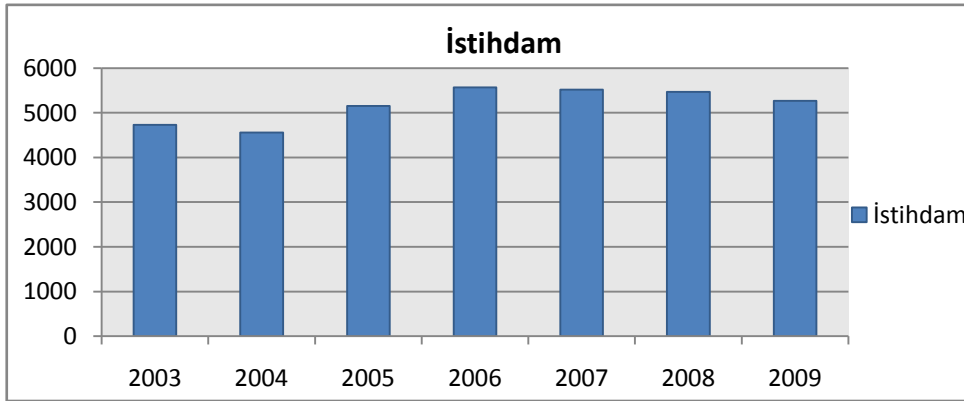
Şekil-5. 16.Tüpraş Likidite Oranı



F.Tüpraş İstihdam

Tüpraşta özelleştirme ile beraber istihdamda artış yaşanmıştır. 26 Ocak 2006 tarihiyle başlayan özelleştirme süreci sonrasında Tüpraş 900 personelin işe alınımı ile personel yapısında yenilenme gerçekleştirmiştir. Tüpraş'ın özelleştirilmesinin istihdama olumsuz bir etkisi olmamıştır.

Şekil-5. 17.Tüpraş İstihdam



Tüpraş'ın 2011 yılı bir önceki yıla nazaran pek çok gösterge açısından başarılı görünse de 2007 yılından itibaren üretimde azalış gözlenmektedir. İşlenen ham petrol miktarı ile ürün ihracatında 2010 yılına kadar azalış gözlemlenmiştir.

5.3.2.3.PETKİM

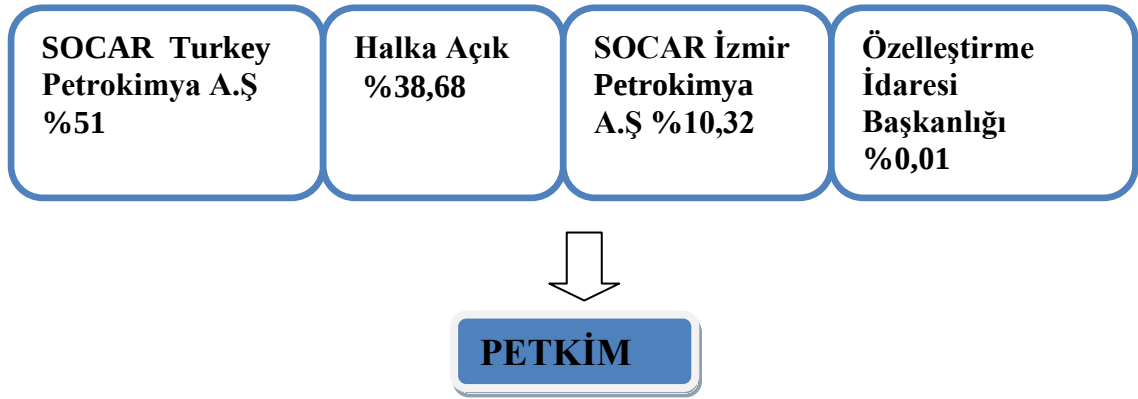
Türkiye’de petrokimya sanayinin kurulması fikri I. Beş Yıllık Plan döneminin başlangıcı olan 1962 yılında atılmış, Petkim Petrokimya A.Ş. 03.04.1965 tarihinde TPAO öncülüğünde kurulmuştur. Petkim, 50'yi aşan petrokimyasal ürünü ile önemli hammadde üreticisi durumundadır. Petkim'in ürettiği petrokimyasal ürünler; İnşaat, tarım, otomotiv, elektrik, elektronik, ambalaj, tekstil sektörlerinin önemli girdileridir. Ayrıca, ilaç, boya, deterjan, kozmetik gibi birçok sanayi için girdi üretilmektedir. (PETKİM,2012)

PETKİM özelleştirmesi Türkiye petrokimya iç talebinin sadece %25 ‘ni karşılayabilen işletmenin yatırımlarının devamlılığı ve kapasite artırımı için önemlidir. Türkiye Petrokimya talebinin %75’i ithalatla karşılanmaktadır. Petkim özelleştirme sonrasında, hammadde ihtiyacını karşılamak için 10 milyon ton ham petrol işleme kapasitesine sahip rafineri projesi ve rüzgâr enersisi santrali yatırımları çalışmalarına başlamıştır.

Petkim Petrokimya Holding A.Ş.'nin sermayesindeki, %51 oranındaki kamu hissesi; "blok satış" yöntemi ile özelleştirilmesine ilişkin ihale süreci sonucunda 30

Mayıs 2008 tarihinde 2.040.000.000-USD bedelle SOCAR&Turcas Petrokimya A.Ş.'ne geçmiştir. Şirketin %51 oranında dolaylı ana hissedarı SOCAR Turkey Enerji AŞ (STEAS)'nin %25 oranındaki hissesine sahip Turcas Petrol A.Ş., hisselerinin tamamını 30.12.2011 tarihinde State Oil Company of Azerbaijan Republic (SOCAR)'a satmış ve böylece SOCAR'ın STEAS'daki payı %99,99'a ulaşırken SOCAR&Turcas Enerji A.Ş'nin ismi SOCAR Turkey Enerji A.Ş olarak değişmiştir. 2012 yılında Özelleştirme Yüksek Kurulu (ÖYK), Petkim'deki yüzde 10,32'lik kamu hissesinin nihai pazarlık görüşmesinde, 168 milyon 500 bin dolarla en yüksek teklifi veren Socar Turkey Enerji AŞ ve Socar International DMCC OGG'ye satışını onaylamış ve hisse dağılımı aşağıda tablo gösterildiği nihai haline ulaşmıştır (PETKİM,2012).

Şekil-5- 18.Petkim Petrokimya Holding A.Ş. Ortaklık Yapısı

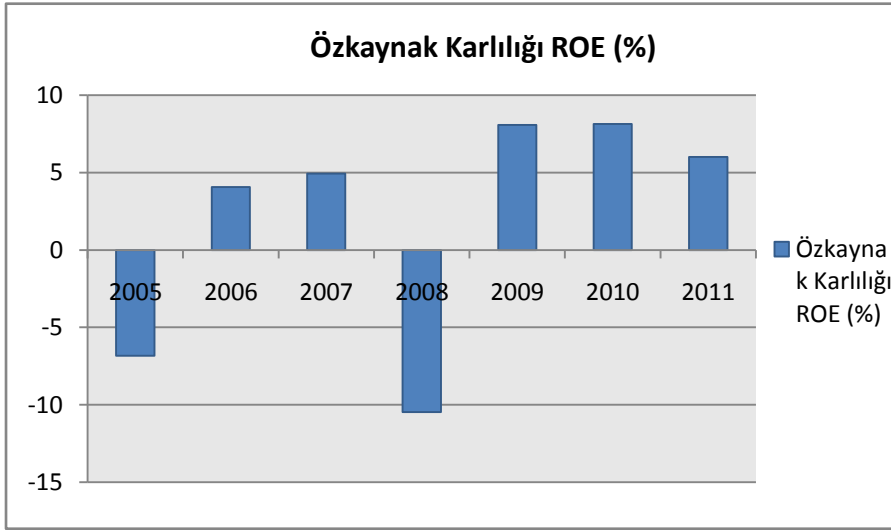


A.Pektim Özkaynak Kârlılığı

2005 ve 2008 yıllarında zarar eden Petkim A.Ş'nin negatif olan özkaynak kârlılığı, 2009 yılı ve sonrası pozitif dönüşmüş ve özelleştirme öncesine göre artış göstermiştir. 2005 yılının ikinci yarısında ham petrol fiyatlarının aşırı yükselmesi petrokimya ürünlerinin hammadde fiyatlarının olumsuz etkilemiş ve kâr marjları önemli ölçüde azalmıştır.2005 yılında hammadde fiyatlarının yükselmesine karşın petrokimya ürünlerinin arzında yurt dışı rekabetten kaynaklanan artışla ürün

fiyatlarının düşmesi PETKİM'in zarar etmesine yol açmıştır (PETKİM 2005). 2008 yılının birinci yarısında hızla yükselen petrol fiyatları nedeniyle hammadde maliyetlerinin %70 artması ancak ürün fiyatlarının rekabet baskısı nedeniyle sadece %30 oranında artabilmesi zarar edilmesine yol açmıştır (PETKİM,2008).

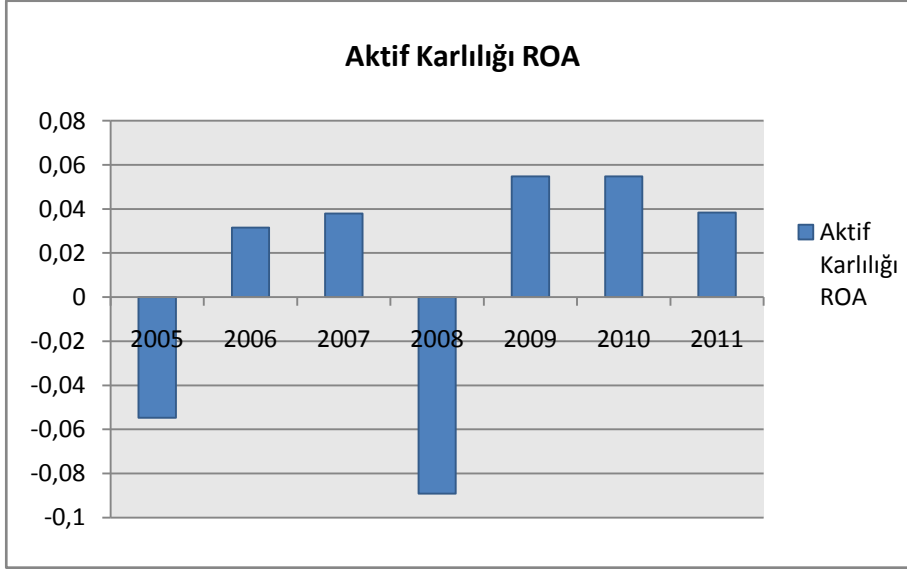
Şekil-5. 19.Petkim Özkaynak Karlılığı



B.Pektim Aktif Kârlılığı

Özelleştirme öncesi ve sonrası incelendiğinde 2005 yılı ve özelleştirme yılı 2008'de aktif karlılığının sırasıyla eksi %5 ve %8'e düştüğü, aktiflerden zarar elde edildiği anlaşılmaktadır. 2005 yılının ikinci yarısında ham petrol fiyatlarının aşırı yükselmesi petrokimya ürünlerinin hammadde fiyatlarının olumsuz etkilemiş ve kar marjları önemli ölçüde azalmıştır. 2005 yılında hammadde fiyatlarının yükselmesine karşın petrokimya ürünlerinin arzında yurt dışı haksız rekabetten kaynaklanan artışla ürün fiyatlarının düşmesi PETKİM'in zarar etmesine yol açmıştır. 2008 yılında düşen petrol fiyatlarına paralel olarak PETKİM 151 milyon TL zarar elde etmiştir. Zarar, aktif kârlılığı ve özkaynak kârlılık rasyolarına olumsuz olarak yansımıştır. Özelleştirme sonrası kârlılıkta artış gözlemlenirken 2011 yılında az bir düşüş yaşanmıştır.

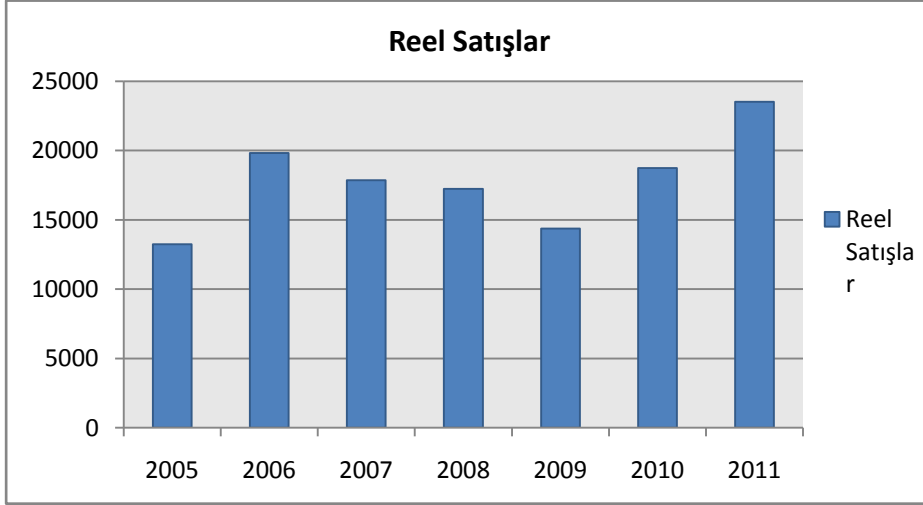
Şekil-5. 20.Petkim Aktif Karlılığı



C.Petkim Reel Satışlar

2005 yılında tamamlanan ve 450 milyon \$ maliyetli PETKAM(Petkim Kapasite Artırım ve Modernizasyon) projesinin devreye alma çalışmaları nedeniyle düşük kapasite üretim gerçekleşmiş bu durumda müşteriler ithalata yönelirken, PETKİM'in reel satışlarında düşüş gözlemlenmiştir. Petkim'in satış hacmi özelleştirmeden bir sonraki yıl düşüş göstermesinde rağmen 2010 ve 2011 yıllarında artış göstermiştir. Özellikle 2010 yılında yurt dışı satışlar bir önceki yıla göre %53 oranında artarak 531 milyon dolara yükselmiştir. Üretimde (bin ton) 2010 yılında %10 artış gösterirken 2011 yılında %10 azalış göstermiştir. Ancak 2011 yılında yurt dışı satışların artması reel satışları artırmıştır.

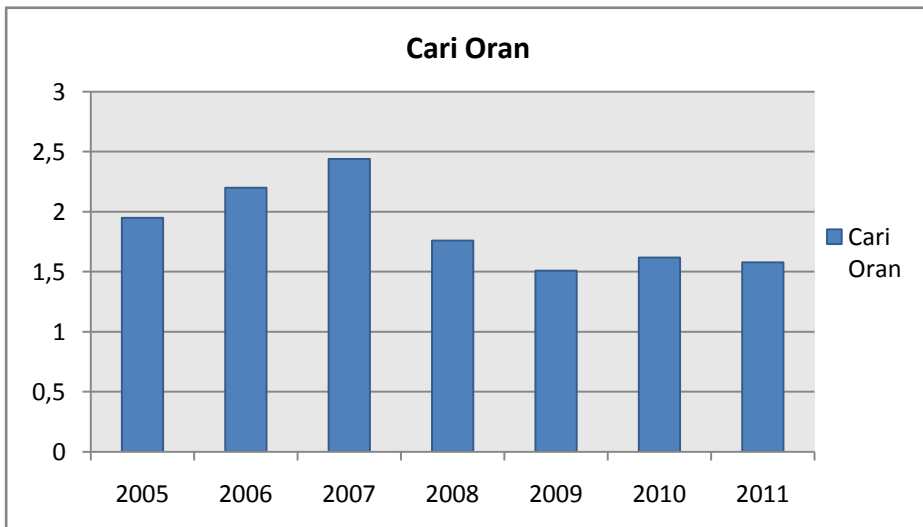
Şekil-5. 21.Petkim Reel Satışlar



D. Pektim Cari Oran

Likidite rasyoları bir işletmenin cari yükümlülüklerini ödeyebilme gücünü göstermektedir. En önemli iki likidite rasyosu cari oran ve likidite oranıdır. Cari oranın en az 1'den yüksek olması beklenirken en ideal ölçü 2'dir. Pektim A.Ş 'nin özelleştirme öncesi ve sonrasında cari oranları incelendiğinde özelleştirme sonrasında öncesine göre azalma gözlenmektedir.

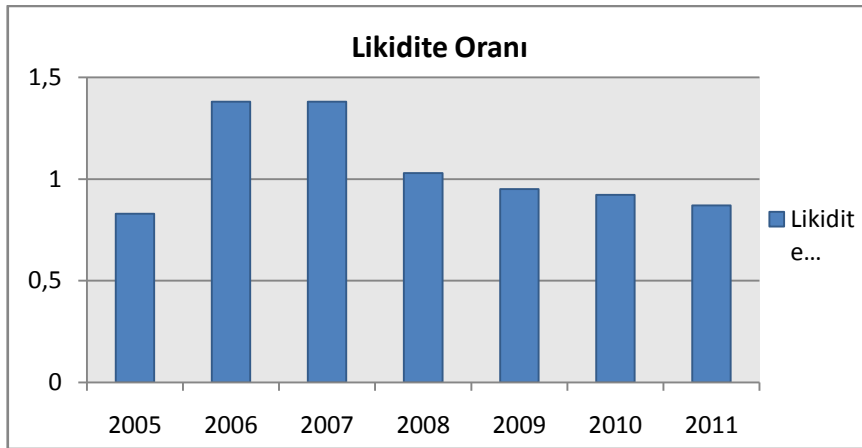
Şekil-5. 22.Petkim Cari Oran



E.Pektim Likidite Oranı

Likidite oranı işletmenin acil durumlardaki ödeme ve likit kalma kabiliyetini göstermektedir. Bu oranın 1 ve 1'e yakın olması işletmenin likiditesi ile acil yükümlülüklerini yerine getirme gücünün yeterli olduğunu göstermektedir. 2005 yılında tamamlanan, 450 milyon \$ maliyetli PETKAM(Petkim Kapasite Artırım ve Modernizasyon) projesi tamamen özkaynaklardan karşılanmıştır. Bu durum likiditeyi olumsuz etkilemiştir. Pektim A.Ş'nin likidite oranları incelendiğinde özelleştirme sonrası azalış gözlemlenmektedir. Pektim A. Ş, likidite oranları 0,8 ile 1 arasındadır.

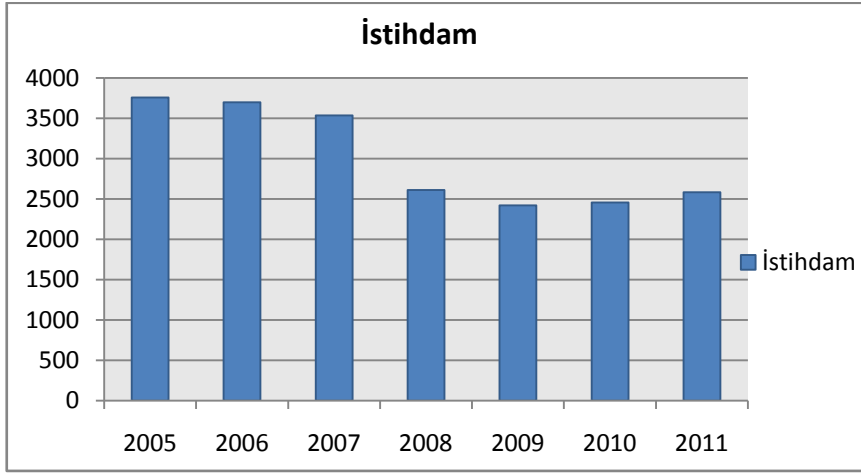
Şekil-5. 23.Petkim Likidite Oranı



F.Petkim İstihdam

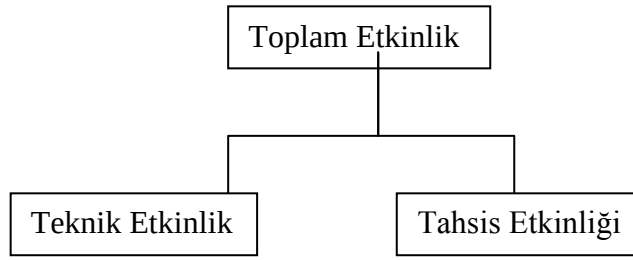
Pektim A.Ş'nin özelleştirme sonrası çalışan sayısı incelendiğinde önemli ölçüde azalış gözlemlenmektedir. Özelleştirme öncesi 2005 yılında 3758 olan çalışan sayısı 2011 yıl sonunda 2585'e düşmüştür. Genel olarak istihdam ve likidite rasyoları hariç özelleştirme sonrası Pektim A.Ş'nin incelenen rasyolarında olumlu bir tablo gözlemlenmektedir. Özelleştirme sonrası kârlılık ve satışlar olumlu etkilenirken istihdamda azalış izlenmektedir.

Şekil-5. 24.Petkim İstihdam



5.3. Halka Arz Yöntemiyle Özelleştirilen Bankaların Ekonomik Etkinliğinin Ölçülmesi

Ekonomistlerce özelleştirmenin başarısı, özelleştirme sonrasında arz edilen üretim ve hizmetlerin değeri ve etkinlikteki değişimle ölçülür. Etkinlikteki değişim ise teknik etkinlik ve tahsis etkinliği olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Teknik etkinlik tanımından, veri girdi seti ile olası maksimum hâsılanın üretilmesindeki başarı akla gelmektedir. Etkin bir üretim fonksiyonunun bilindiği varsayımıyla, tam etkin bir firmanın veri girdiler bileşiminden elde edebildiği hasıla etkinliği ölçmektedir. Tahsis etkinliği (fiyat etkinliği) firmanın girdi seti seçimindeki piyasa başarısını ölçer yani fiyat sistemine (tam rekabet koşulları altında işleyen fiyat mekanizması) bağlı olarak kaynakların yeniden tahsisini sağlayan etkinlik türüdür (Kök ve Deliktaş, 2003:47).



Şekil-5. 25. Etkinlik Bileşenleri

Ekonomik etkinliği ölçmede kullanılan veri zarflama analizi ile halka arz yöntemi ile özelleştirilen Halkbank ve İş Bankası'nın özelleştirme öncesi ve sonrası verimlilik değerlerini karşılaştırılması amaçlanmıştır. 1995–2011 dönemine ilişkin veriler dikkate alınmıştır. Veri zarflama analizi ve Malmquist verimlilik indeksi kullanılarak bankaların özelleştirme öncesi ve sonrasındaki performansı teknik etkinlik, toplam faktör verimliliği ve bileşenlerindeki değişimler yardımı ile ölçülmüştür. Veri setlerinin oluşturulmasında Türkiye Bankalar Birliğinin (TBB) veri tabanında yer alan bilanço kalemleri kullanılmıştır. Bilançolarda yer alan rakamlar 1994 temel yıllı tıf rakamları ile enflasyondan arındırılarak reel hale getirilmiştir.

5.3.1. Mülkiyet-Etkinlik İlişkisi Literatür Taraması

Literatürde mülkiyet-etkinlik ilişkisi üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde üç farklı grup belirlenmektedir. Birinci grupta yer alan ve çoğunluğu oluşturan çalışmalar özel sektörün daha verimli olduğunu bulmuşlardır. İkinci grupta yer alan çalışmalar kamu sektörünü verimli bulurken son gruptakiler ise mülkiyetin etkinlik üzerinde bir rol oynamadığı ve sonuçların belirsiz olduğu kanısındadırlar.

Tablo-5 24. Mülkiyet-Etkinlik (Verimlilik) İlişkisinde Özel Sektörün Verimli Olduğu Sonucuna Ulaşan Çalışmalar

Yazar	Veri Seti	Sektörü	Sonuçlar
Galal, Jones, Tandon ve Voselsang (1994)	Şili, Malezya, Meksika ve İngiltere'deki 12 büyük işletme		12 örneklemden 11'i için net refah kazancı (Meksika Hava Yolları hariç)
Boubakri ve Cosset (1998)	1980-1992 dönemi, 21 gelişmekte olan ülke, 79 işletme	32 farklı sektör	Özelleştirmeler sonrası kârlılık, operasyonel etkinlik, yatırım harcamaları, reel satışlar, istihdam düzeyi ve temettü dağıtımında anlamlı bir yükseliş

			kaydedilirken kaldırıcı oranında düşüş gözlemlenmiştir.
D'Souza (1998)	17 ulusal telekomünikasyon firması, (1981-94)	Telekomünikasyon	Kârlılık, üretim ve faaliyet etkinliği artar. İstihdam düşer
D'Souza ve Megginson (1999)	1990-1994 dönemi 25 ülkeden 78 işletme		Kârlılıkta anlamlı bir artış söz konusudur ancak bu artış daha çok rekabetin bulunmadığı ya da regülasyona tabi endüstrilerde yaşanmıştır. İşletme etkinliğinde ise daha az artış gözlemlenmiştir.
La Porta ve Lopez-de-Silanes (1997)	1981-1988 dönemi Meksika'daki 218 işletme		Kârlılık oranlarında %40 ,üretimde %54.3,verimlilikte %20 artış yaşanırken istihdam oranı yarı yarıya düşmüştür.
Zaim ve Taşkın (1997)	Türkiye 1974-1991 dönemi	İmalat sanayinde 28 alt sektör	İmalat sanayinde 1974-1991 döneminde kamu sektörünün performansı özel sektöre göre daha düşüktür.
Ökten ve Arin (2003)	Türkiye(1989-1998)	Çimento Sanayi	Özelleştirme sonrası birim başına maliyetler ve fiyatlar düşer,emek verimliliği ve üretim düzeyi artar.

Çalışmalarda işletmelerin özelleştirme öncesi ve sonrası için kârlılık, üretim düzeyi, istihdam, faaliyet etkinliği ve verimlilik gibi göstergeler üzerinden kıyaslama yapılmaktadır. Tablo- 5.25'de literatür incelemesinde özel sektörü verimli bulan çalışmaların çok sayıda olmasından dolayı önemlilerine yer verilmiştir.

Tablo-5 25. Kamu Sektörünün Verimli Olduğu Sonucuna Ulaşan Çalışmalar

Yazar	Veri Seti	Sektörü	Sonuçlar
Harper 2002	Çek Cumhuriyeti 178 işletme		Özelleştirme sonrası kârlılık, verimlilik ve çalışan sayısı birlikte azalır
Martin ve Parker (1995)	İngiltere 11 işletme		Karma sonuçlar bulunmuştur. Firmaların yarısından azında özelleştirme sonrasında performans gelişimi gözlenmiştir.
Meyer (1975)	ABD	Elektirik	Kamu sektörü daha verimli
Pier vd. (1974)	Montana, 26 işletme	Çöp toplama hizmetleri	Kamu işletmeleri daha etkin
Mann ve Mikesell (1971)	ABD	Su	Kamu işletmeleri daha etkin
Zaim ve Çakmak	Türkiye, 13 özel, 19 kamu ve 5	Çimento	Mülkiyet şekli ile firma etkinliği arasında bir ilişki

(1992)	karma işletme		olmadığı sonucuna varılmıştır
Kruger ve Tuncer (1982)	Türk imalat sanayi, 1963–76 dönemi	İmalat Sanayi	Kamu firmalarının toplam faktör verimlilik artış hızlarının özel firmalardan yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır

Kaynak: Yahya Can Dura (2006), Mülkiyet-Verimlilik İlişkisi Uygulamalı (Amprık) Çalışmalar Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı 26, Ocak – Haziran 2006

Dura'nın (2006) incelediği 59 çalışmanın sonuçları neticesinde 12 çalışmada kamu sektörü verimli (etkin) çıkarken, 18 çalışmada sonuçlar belirsizdir veya fark olmadığı yönündedir. Geriye kalan 29 çalışmada ise mülkiyet hakları ve kamu tercihi teorilerinin iddiaları doğrultusunda yani özel sektörün daha fazla verimli olduğu yönünde sonuçlar elde edilmiştir. Çalışmaların belirli bir bölümüne tablolarda yer verilmiştir.

Tablo-5 26. Kamu ve Özel Sektör Arasında Etkinlik Açısından Bir Fark Olmadığı veya Sonuçların Belirsiz Olduğu Yönünde Bulgulara Ulaşan Çalışmalar

Yazar	Veri Seti	Sektörü	Sonuçlar
Mann (1970)		Elektirik	Fark yok ya da sonuçlar belirsiz
Spann (1970)	ABD	Elektirik	Fark yok ya da sonuçlar belirsiz
Lindsay(1984)		Su	Fark yok ya da sonuçlar belirsiz
Fortsyth ve Hocking (1980)		Havayolları	Fark yok ya da sonuçlar belirsiz
Morrison (1981)		Havayolları	Fark yok ya da sonuçlar belirsiz
Caves ve Christensen (1980)	Kanada	Demiryolları	Fark yok ya da sonuçlar belirsiz

Kaynak: Yahya Can Dura (2006), Mülkiyet-Verimlilik İlişkisi Uygulamalı (Amprık) Çalışmalar Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı 26, Ocak – Haziran 2006

Tablo-5 27. Türk Bankacılık Sektörüne Yönelik VZA Yöntemi Kullanılarak Yapılan Çalışmalar

Isık ve Hassan (2003)	Girdi olarak, personel sayısı (işgücü), sermaye ve mevcut fonlar, çıktı olarak ise; kısa ve uzun dönem borçlar, riskten arındırılmış (garantili vb.) bilanço aktifleri ile diğer varlıklar. VZA'ya dayalı Malmquist indeksi kullanılmıştır.	Bankaların finansal kriz nedeniyle önemli etkinlik ve verimlilik kayıplarına uğradıkları, kriz öncesi yıllarda ortalama etkinlik ve verimlilik değerlerinin bozulmasının krizin ortaya çıkmasının bir göstergesi olduğu, kriz sonrası dönemde hükümet ve bankalarca alınan önlemlerin finansal sektörün yeniden canlanmasına ve kriz öncesi etkinlik ve verimlilik düzeyine krizi izleyen iki yıl içinde ulaşılmasına yardımcı olduğu bulunmuştur.
Öncü ve Aktaş (2007)	Girdilerini personel sayısı, fiziki sermaye ve ödünç alınan fonlar, çıktıları ise, toplam krediler (net) ve diğer gelir getirici varlıklardan (menkul değerler cüzdanı, bankalar arası para piyasasında satılan fonlar ve bankalar ve diğer mali kuruluşlar). Aracılık yaklaşımı ile Malmquist TPV indeksi kullanılmıştır.	Bankaların toplam faktör verimliliğinin %8,3 arttığı, 2002 yılındaki %0,1'lik sınırlı düşüşün ardından, 2003, 2004 ve 2005 yıllarında sırasıyla %10, %10,3 ve %13,5'lik verimlilik artışı olduğu, bu artışın kaynaklarının, 2002 yılında bankaların girdi kullanımlarındaki etkinliklerinin iyileşmesi, 2003, 2004 ve 2005 yıllarında ise, bankacılık teknolojisindeki yeniliklerden kaynaklanan teknolojik ilerlemeler olduğu, sadece 2002 yılında etkinlik değişim indeksinin, teknolojik değişim indeksinin üzerinde seyrettiği vurgulanmıştır.
Girginer (2010)	Karar verme birimleri olarak belirlenen 12 banka, 5 girdili tek çıktı, çıktıya yönelik (CCR) üç farklı VZA modeli ile analiz edilmiştir.	Yaşanan son finansal krizden özel bankaların kamu bankalarından daha fazla etkilendikleri bulgusu elde edilmiştir.

5.3.2. Veri Zarflama Analizi Metodoloji

Bu çalışmada, Charnes, Cooper ve Rhodes (1978) tarafından ilk kez kullanılan Lovell (1993), Fare vd (1994), Coelli, Rao ve Battese (1998) gibi pek çok yazar tarafından geliştirilen, işletmelerin çok sayıda girdi ve çıktıları arasındaki etkinliği ve etkinsizliği ölçen analiz, Stokastik Frontier üretim fonksiyonu yaklaşımlarından parametrik olmayan Veri Zarflama Analizi (DEA) yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemden yararlanılarak Malmquist Toplam Faktör Verimlilik analizi yapılmış ve politika önerileri geliştirilmeye çalışılmıştır.

Temel literatür bağlamında, etkinlik kavramının ve ölçümünün önemi Farrell (1957) ile tartışılmaya başlamış olup günümüze kadar pek çok çalışmada üretim etkinliği ölçülmüştür. Farrel, bir firmanın etkinliğinin iki unsuru içerdiğini belirtmiştir: Bunlardan birincisi, bir firmanın veri girdiler setinden maksimum çıktıyı elde etme yeteneğini yansıtan teknik etkinlik; diğeri ise fiyatlar ve üretim teknolojisi veri iken, girdileri optimal oranlarda kullanma yeteneğini yansıtan tahsis etkinliği(fiyat etkinliği)'dir. Burada, ya veri ürünü en uygun girdi ile üretme (input-oriented-girdi eksenli) ya da veri girdi ile maksimum ürünü üretme (output-oriented-çıktı eksenli) yaklaşımından hareket edilmektedir (Farrel,1957).

Bankaların etkinliğini ölçmede üç ayrı yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler, üretim yaklaşımı, aracılık yaklaşımı ve son olarak kâr yaklaşımıdır. Aracılık yaklaşımında finansal varlık getirileri çıktı olarak, mevduatlar, fiziksel sermaye ve işgücü ise girdi olarak analize katılırken, üretim yaklaşımında finansal varlıkların getirileri ile mevduatlar çıktı olarak belirlenmektedir. Ancak üç metottan hangisinin bankacılık sektöründe etkinlik ölçümünde daha iyi sonuç vereceği hususunda henüz bir görüş birliği bulunmamaktadır (Drake vd., 2009: 3).

Bu çalışmada VZA yönteminden hareketle halka arz yöntemi ile özelleştirilen bankaların etkinliği üzerinde özelleştirme politikalarının etkisinin ortaya konulmasında “Aracılık Yaklaşımı” tercih edilmiştir. Bu yaklaşım çerçevesinde analizlerde çıktı vektörünü olarak toplam krediler ve net dönem kar/zararı, girdi olarak da mevduatlar ve personel sayısının yanı sıra ödenmiş sermaye dikkate alınmaktadır. Analizde kullanılmak için bilânçodan seçilen girdi ve çıktı kalemleri Tablo- 5-29'da yer almaktadır.

Tablo-5 28. Analizde Kullanılan Girdi ve Çıktılar

Yaklaşım	Girdiler	Çıktılar
Aracılık yaklaşımı	Ödenmiş Sermaye Personel Sayısı Toplam Mevduat	Toplam Krediler Net Dönem Karı/Zararı

Bütün girdi ve çıktıların dikkate alınmasıyla ve endeks yardımıyla “toplam faktör verimliliği” (Total Factor Productivity) hesaplanır. Endeksler fiyat ve miktarın zaman içerisindeki değişimini ortaya koyar (Özcan,2008:11).

$$TFP_{t_1 t_2} = \frac{\sum_{i=1}^N P_{it_2} Q_{it_2}}{\sum_{i=1}^N P_{it_1} Q_{it_1}} \quad (15)$$

TFP: Total Factor Productivity (Toplam Faktör Verimliliği)Endeksi,

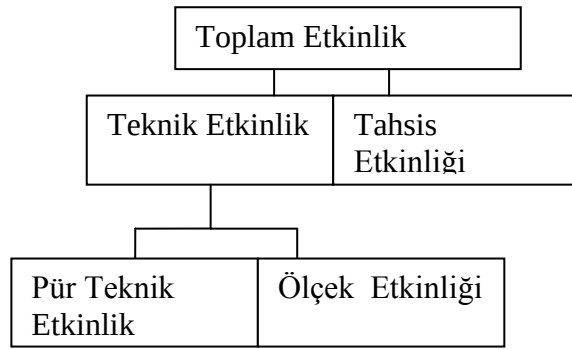
N: Çıktı Sayısı

t₁,t₂:Zaman Dilimleri

P: Çıktı Fiyatları

Q:Çıktı Miktarı

(15) Denkleminde VZA yönteminde verimlilikteki değişim, Malmquist Toplam Faktör Verimlilik İndeksi (MI) kullanılarak ölçülmektedir. (MI) İndeksi ile etkinlik ölçümüne “zaman” boyutu katılarak, zaman içinde etkinlik ölçümü yapılır(Eşitlik (15).İndeks verimliliğini ölçtüğü birimin, iki zaman periyodu arasındaki verimlilik farklarını tanımlamaktadır. Verimlilik değişimi Teknolojik Değişim (TD) ve Teknik Etkinlik Değişimi (TED) olarak ayrıştırılmaktadır. Toplam Faktör Verimliliği (TFP)=TDxTED şeklinde hesaplanmaktadır. *TD (Teknolojik değişim)’deki genişleme “en iyi sınır artışı”* (frontier–shift ya da boundary-shift) olarak nitelendirilirken, *TED (Teknik Etkinlik)’deki iyileşme ise “catch-up effect ” ya da “üretim sınırını yakalama etkisi”* olarak adlandırılmaktadır. Teknik etkinlikteki değişim, Ölçek Etkinliği (ÖE) ve Pür Etkinlik Değişimi (PED) olarak ayrıştırılmaktadır. Böylece TED = PEDxÖE olmaktadır (Casu vd., 2004: 2531).



Şekil-5. 26.Etkinlik Bileşenleri

Coelli tarafından geliştirilmiş olan Deap Version 2.1 programının kullanıldığı analizlerde çıktı eksenli (output-oriented) yaklaşım kullanılarak, veri girdi varsayımı altında maksimum çıktı üretimi amaçlanılmış ve ölçeğe göre sabit getiri (Output Oriented CRS) dikkate alınmıştır. Toplam faktör verimliliği ölçümünde teknolojinin ölçeğe göre getiri özellikleri önem arz ettiğinden Malmquist TFV indeksinde ölçeğe göre sabit getiri varsayımı dikkate alınmalıdır (Kök ve Deliktaş,2003:245). Çıktı eksenli verimlilik ölçümü; belli bir girdi vektörü ile belli bir üretim teknolojisi kullanımı altında üretilebilecek maksimum çıktı seviyesinin gözlemlenen çıktı seviyesine oranını göstermektedir (Coelli vd., 2005: 67). Malmquist TFV indeksinin 1’den büyük değer alması verimlilik artışını, 1’den küçük değer alması verimlilik azalışını, 1’e eşit olması ise verimlilikte herhangi bir değişim olmadığını göstermektedir.

$$TFV= TED \times TD \quad (16)$$

$$TED = \text{ÖE} \times PED \quad (17)$$

Teknik etkinlikteki değişim “catch up ” olarak nitelendirilmekte ve Ölçek Etkinliği (ÖE) ve Pür Etkinlik Değişimi (PED) olarak ayrıştırılmaktadır (Casu vd, 2004: 2525-31): Ölçek etkinliği işletmenin uygun ölçekte üretim yapma başarısını göstermektedir(Deliktaş,2002:263).Teknik etkinlikteki değişim en iyi üretim sınırına yaklaşma "**catching up**" olarak adlandırılırken, teknolojik değişimdeki artış ise "**inovasyon**" olarak tanımlanmaktadır (Cummins vd,1999).

5.3.2.1.Analiz ve Bulgular

Analizin amacı halka arz yöntemi ile özelleştirilen Halkbank ve İş Bankası’nın özelleştirme öncesi ve sonrası verimlilik değerlerini karşılaştırmaktır. 1995–2011 dönemine ilişkin veriler dikkate alınmıştır. Veri Zarflama Analizi ve Malmquist

Verimlilik İndeksi kullanılarak bankaların özelleştirme öncesi ve sonrasındaki performansı teknik etkinlik, toplam faktör verimliliği ve bileşenlerindeki değişmeler yardımı ile ölçülmüştür. Veri setlerinin oluşturulmasında Türkiye Bankalar Birliği'nin (TBB) veri tabanında yer alan bilanço kalemleri kullanılmıştır. Bilançolarda yer alan rakamlar 1994 temel yıllı tıfe rakamları ile enflasyondan arındırılarak reel hale getirilmiştir. Analizimizde yer alan Halkbank'ın çıktı yönelik ölçeğe göre sabit getirili etkinlik değeri Tablo-5.30 yardımıyla düzenlenmiştir.

Tablo-5 29. Halkbank Yıllar Bazında Malmquist İndex Ortalamaları Özeti

Yıllar	TED	TD	PED	ÖED	MI
1996	1.000	1.483	1.000	1.000	1.483
1997	1.000	0.780	1.000	1.000	0.780
1998	1.000	1.348	1.000	1.000	1.348
1999	1.000	2.208	1.000	1.000	2.208
2000	1.000	0.200	1.000	1.000	0.200
2001	1.000	0.019	1.000	1.000	0.019
2002	1.000	2.346	1.000	1.000	2.346
2003	1.000	1.333	1.000	1.000	1.333
2004	1.000	1.153	1.000	1.000	1.153
2005	1.000	1.210	1.000	1.000	1.210
2006	1.000	1.491	1.000	1.000	1.491
2007	1.000	1.340	1.000	1.000	1.340
2008	1.000	0.991	1.000	1.000	0.991
2009	1.000	1.378	1.000	1.000	1.378
2010	1.000	1.162	1.000	1.000	1.162
2011	1.000	1.033	1.000	1.000	1.033
Ortalama	1.000	1.203	1.000	1.000	1.203

Not: Tabloda, TED; teknik etkinlikteki değışimi, TD; teknolojik değışimi, PED, pür etkinlikteki değışimi, ÖED; ölçek etkinliğindeki değışimi, MI; Malmquist Toplam Faktör Verimlilik İndeksini göstermektedir. (Geometrik Ortalama)

2007 yılında %24,8 oranındaki hissesi halka arz olan Halkbank'ın 2012 yılında %23,92 hissesi halka arz edilmiştir. Halk Bankası A.Ş.nin 2012 ikincil halka arzında, yurtiçi ve uluslararası yatırımcılardan gelen toplam talep 11 milyar TL'yi aşmıştır. Halka arz sonucunda 4,5 milyar TL'lik gelir elde edilirken, elde edilen gelir

açısından Türkiye'nin en büyük halka arzı olarak tarihe geçmiştir. Ek satış dahil Halkbank'ın toplam sermayesinin %23,92'sine tekabül eden payların halka arzı sonucu, halka açıklık oranı %48,9'a ulaşmıştır (ÖİB,2012).

Tablo 5.30 incelendiğinde 1995-2011 yılları arasında Halkbank'ın teknik etkinlik değişiminde bir farklılık (artış ya da azalış) görmemekteyiz. Malmquist Toplam Faktör Verimlilik İndeksini yorumladığımızda Malmquist TFV indeksinin 1'den büyük değer alması verimlilik artışını, 1'den küçük değer alması verimlilik azalışını, 1'e eşit olması ise verimlilikte herhangi bir değişim olmadığını göstermektedir. Buna göre 1997, 2000, 2001 ve 2008 yıllarında indekse göre verimlilik azalışı gözlemlenmiştir. Diğer yıllarda ise verimlilikte artış gözlemlenmektedir. Verimliliğin en fazla artış gösterdiği yıl 2002 yılı olmuştur. 2002 yılında, bir önceki yıla göre %134 oranında TFV artışı sağlanmıştır. Bunun en önemli nedeni bankacılık krizinin yaşandığı 2000 ve 2001 yıllarında zarar eden bankanın, 2002 yılında kâra geçmesidir. Analizde kullanılan aracılık yöntemine göre girdi olarak ödenmiş sermaye, personel sayısı ve toplam mevduat kullanılırken, çıktı olarak toplam krediler ve net dönem kâr/zarar göstergeleri kullanılmıştır. Çıktılar arasında yer alan net dönem kâr rakamının 2001 bankacılık krizi nedeniyle negatif olmasından dolayı, 2002 yılında bir önceki yıla göre yüksek oranda etkinlik artışı sağlanmıştır. 2007 yılında halka arz ile gerçekleşen özelleştirme sonrası 2007 yıl sonunda %34 oranında verimlilik artışı yaşanmıştır. Ancak özelleştirme yılı olan 2007 yılı hem kamu mülkiyetini hem de özel mülkiyeti barındırdığı için verimlilik yönünden yorumlanamaz. Bir sonraki yıl olan 2008 yılı verimlilik rakamında %0,9 oranında düşüş yaşanmıştır. Bu düşüş teknik etkinlikteki gerilemeden ziyade %0,9 oranında teknolojik gerilemeden kaynaklanmaktadır. 2008 yılı net kâr tutarı, bir önceki yıla göre azalış göstermiştir. Diğer bir unsur olarak, ABD kaynaklı ortaya çıkan ve 2008 yılı son çeyreğinde dünyada hissedilen küresel finansal kriz bankacılık sektörünü de olumsuz etkilemiştir. Halkbank'ın malmquist verimlilik indeksi 2008 yılı sonunda 0,991 olmuş bir önceki yıla göre verimlilik azalışı göstermiştir. Ancak bu TFV azalışının özelleştirmeden mi kaynaklandığı yoksa küresel krizin mi neden olduğunu ayırt etmek güçtür. Özelleştirme sonrası 2009, 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla %37, %16 ve %0,3 TFV artışı sağlanmıştır.

Tablo-5 30.İş Bankası Yıllar Bazında Malmquist İndex Ortalamaları Özeti

Yıllar	TED	TD	PED	ÖED	MI
1996	1.000	2.031	1.000	1.000	2.031
1997	1.000	0.887	1.000	1.000	0.887
1998	1.000	1.097	1.000	1.000	1.097
1999	1.000	1.124	1.000	1.000	1.124
2000	1.000	0.976	1.000	1.000	0.976
2001	1.000	0.007	1.000	1.000	0.007
2002	1.000	2.146	1.000	1.000	2.146
2003	1.000	1.008	1.000	1.000	1.008
2004	1.000	1.387	1.000	1.000	1.387
2005	1.000	1.253	1.000	1.000	1.253
2006	1.000	1.034	1.000	1.000	1.034
2007	1.000	1.293	1.000	1.000	1.293
2008	1.000	0.974	1.000	1.000	0.974
2009	1.000	1.162	1.000	1.000	1.162
2010	1.000	1.036	1.000	1.000	1.036
2011	1.000	1.070	1.000	1.000	1.070
Ortalama	1.000	1.122	1.000	1.000	1.122

Not: Tabloda, TED; teknik etkinlikteki değişimi, TD; teknolojik değişimi, PED, pür etkinlikteki değişimi, ÖED; ölçek etkinliğindeki değişimi, MI; Malmquist Toplam Faktör Verimlilik İndeksini göstermektedir.(Geometrik Ortalama)

1998 yılında İş Bankası (C) grubu hisselerinin yurt içi ve dışında halka arz işlemi gerçekleştirilmiştir. İş Bankası'nın kamuya ait yüzde 12,30 oranındaki payının yüzde 7,4'lük kısmı uluslararası borsalarda, yüzde 4,9'u ise yurtiçinde halka arz edilmiştir. Halen İş Bankası'nda kamuya ait yüzde 0,001 oranında kurucu hissesi bulunmaktadır.

Tablo 5.31'den Malmquist indeksi verimlilik rakamları incelendiğinde 1998 yılında gerçekleşen özelleştirme sonrasında 1999 yılında verimlilik rakamı 1.124 olmuştur. İş bankası için özelleştirme sonrası %12,4 verimlilik artışı gözlemlenmiştir.2000 ve 2001 yıllarında verimlilik azalışı yaşanmıştır. 2001 yılında banka zarar ettiği için 2002 yılı bankanın en yüksek TFV artışı yakaladığı yıldır. 2002 yılında İş bankası %114 TFV artışı sağlamıştır. Bu verimlilik artışının tamamı teknolojik ilerlemeden kaynaklanmıştır. 2008 yılında bir önceki yıla göre kârlılık

rakamı düşen İş Bankası'nın malmquist verimlilik indeksi 2007 yılına göre %2,6 oranında düşüş göstermiştir. Bu durumda İş Bankası'nın özelleştirme sonrası TFV artışı elde ettiğini ancak en yüksek TFV artışı sağladığı yılın özelleştirildiği yıl olmayıp bankacılık krizinden çıkarak zararını kâra dönüştürdüğü 2002 yılının olduğunu söyleyebiliriz.

Sonuç ve Genel Değerlendirme

Özelleştirme politikaları için basit ve hazır bir reçete bulmak hayli zordur. Özelleştirmelerin başarısı ülkeden ülkeye, sektörden sektöre hatta işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir. Bu açıdan özelleştirmelerin başarısı, makro bazda ülkeler açısından değerlendirileceği gibi, mikro bazda işletme ölçeğinde ele almak daha sağlıklı sonuçlar verebilir. Bu amaçla çalışmamızda halka arz yöntemi ile kısmen ya da tamamen özelleştirilmiş kamu işletmelerinden seçtiğimiz örneklem grubunun *finansal, ekonomik ve operasyonel* etkinliğine farklı analizlerle yer verilmiştir.

Finansal etkinlik özelleştirilen işletmelerin borsada oluşan fiyatlarının hareketi ile ölçülmektedir. Analizimizin finansal etkinlik sonuçları büyük ölçüde literatürle örtüşmektedir. Hisse senedi getirilerine dayanan "Olay İnceleme Analizi" sonuçlarına göre; kamu işletmelerinin halka arz ile özelleştirmelerine yatırımcıların pozitif tepki verdiklerini ve borsada, özelleştirme sonrası bu işletmelere ait olağan dışı getirinin gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Diğer taraftan örneklem grubumuzda yer alan özel sektöre ait işletmeler için de borsaya kote olmalarının yatırımcılar açısından olumlu karşılandığını ve kotasyon ardından bu işletmelere ait olağan dışı getirinin gerçekleştiğini söyleyebiliriz.

Kamu işletmelerinin özelleştirme sonrası borsadaki finansal getirisinin özel işletmelerden daha yüksek olduğu hipotez sonucuna güçlü bir şekilde ulaşılmıştır. Kamu işletmelerinin finansal etkinliğinin özel sektör işletmeleri ile karşılaştırdığımızda daha yüksek olmasının nedenleri arasında analizde yer alan; İş Bankası, Tofaş, Migros, Konya Çimento gibi işletmelerin mülkiyetinin %50 den fazlasının halka arz öncesinde özel sektöre ait olması yer alabilir. Ayrıca kamu otoritesi, özelleştirmeleri yatırımcı açısından cazip ve sürdürülebilir kılmak için seçtiği işletmelerin büyük ve kârlı olmalarına özen göstermektedir. Diğer bir neden olarak halka ilk kez arz edilen kamu işletmeleri "düşük fiyatlama" olgusu ile borsada işlem görür ve kısa vadede pozitif olağan dışı getiri sağlar.

Çalışmanın örneklem grubunun((Türk Hava Yolları, Türkiye Halk Bankası, Türkiye İş Bankası, Migros A.Ş.,Konya Çimento, Tofaş A.Ş, Erdemir, Petrol Ofisi

A.Ş, Tüpraş, Petkim) özelleştirme sonrası *operasyonel etkinliği*, "Wilcoxon İşaretli Sıra İstatistiği" ile test edildiğinde literatürdeki ülke örneklerinin tersine, Türk kamu işletmeleri kârlılık göstergelerinde değişimin yönü negatiftir ve istatistiksel açıdan anlamlıdır. Özelleştirme sonrası işletmelerin etkinlik göstergelerinden satışların etkinliği ve gelir etkinliği yükselmiştir ancak istatistiksel açıdan anlamsızdır. İşletmelerin Yatırım/Satışlar ve Yatırım/Aktif oranı özelleştirme sonrası yükselmiştir ancak artışlar istatistiksel açıdan anlamsızdır. İşletmelerin üretim potansiyelini gösteren reel satış rasyosuna göre; kamu işletmelerinin özelleştirme sonrasında reel satış rakamlarının ortalaması yükselirken değişim %5 düzeyinde anlamlıdır.

Özelleştirme uygulamalarının en çok eleştirilen boyutu istihdam incelendiğinde literatüre paralel şekilde işletmelerin toplam çalışan sayısının özelleştirme sonrasında azaldığını görmekteyiz, ancak değişim istatistiksel açıdan anlamsızdır. Kaldıraç oranı (borçluluk oranı) özelleştirme öncesi ve sonrası, iki dönem için karşılaştırıldığında, özelleştirme sonrasında literatürde beklenenin tersine borçluluk oranında artış gözlemlenmiştir ve istatistiksel açıdan anlamlıdır. İşletmelerin borçluluğunun artmasının en önemli nedeni kamu idaresinden kalan tesislerin yenilenme ihtiyacı ile yatırımların dış kaynaklarla artırılmasıdır.

Diğer bir analiz yöntemi "Rasyo Analizi" ile Türkiye petrol sektöründe faaliyet gösteren; Petrol Ofisi A.Ş (POAŞ), TÜPRAŞ ve PETKİM gibi sektörün önemli kurumlarının özelleştirme sonrası performansları analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular genel olarak istihdamın özelleştirme sonrası azaldığı, kârlılığın ve likiditenin düştüğü ancak satış hacminin ve yatırımların arttığı yönündedir. Finansal rasyoları özelleştirmeden en olumsuz etkilenen POAŞ olmuştur. Ancak enerji sektöründeki üç büyük kuruluşun özelleştirme sonrası önemli kapasite artışı ve yenilenme amaçlı yatırımlara gitmeleri olumlu sonuçlardır.

Çalışmanın diğer bulgusu, bankacılık sektöründeki halka arz yöntemi ile özelleştirmelerin (Halk Bankası ve İş Bankası) *ekonomik etkinliğini* ölçen "Malmquist İndeksi" sonuçlarına göre Halkbank'ın verimlilik indeksi özelleştirmenin hemen ardından 2008 yılı sonunda 0,991 olmuş bir önceki yıla göre

verimlilik azalış göstermiştir. Ancak bu TFV azalışının özelleştirmeden mi kaynaklandığı yoksa buna küresel krizin mi neden olduğunu ayırt etmek güçtür. Halk Bankası özelleştirme sonrası 2009, 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla %37, %16 ve %0,3 TFV artışı sağlanmıştır. İş Bankası için özelleştirme sonrası 1998 yılında %12,4 verimlilik artışı gözlemlenmiş ve bu artışın inovasyon kaynaklı olduğu tespit edilmiştir. Akabinde patlak veren bankacılık krizi her iki bankada da verimlilik düşüşüne yol açmıştır. Ekonomide oluşan konjonktürel krizlerin her iki bankanın verimlilik oranları üzerindeki etkisi özelleştirmenin etkisinden daha büyüktür.

Literatürde, kamu ve özel sektör arasındaki ilişkiyi farklı istatistiksel yöntemlerle inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların sonuçları incelendiğinde önümüze karışık bir tablo çıkmaktadır. Bu çalışmaların bazıları özel sektörün üstünlüğünü savunurken bazıları ise tam tersini savunmaktadır. Bu çalışmaların çoğu neoklasik yaklaşımın önerdiği geleneksel etkinlik ve performans ölçme yöntemlerini kullanmışlardır. Ancak Türkiye için halka arz yöntemi ile gerçekleşen özelleştirmelerin, özel sektör rakipleri ile finansal getiri yönünden karşılaştırılmasının yanında ekonomik ve operasyonel etkinlik analizi kullanılmamıştır. Bu açıdan literatürdeki boşluğun doldurulması amaçlanmıştır.

Türkiye'nin enerji ve telekom sektöründeki son dönem özelleştirmelerin tüketici refahına net etkisi görebilmek için, Türk Telekom A.Ş. 'nin özelleştirme sonrası şehir içi görüşme ücretleri ve elektrik fiyatları incelendiğinde; son yıllarda fiyatlarda hızlı bir yükseliş ve artış tendi görülmektedir. Marjinal maliyeti ve toplumsal refahı dikkate alan kamu sektörünün tersine özel sektör, ortalama maliyeti oluşturan tüm unsurları (alt yapı yatırım maliyetleri) dikkate alarak fiyatlarına yansıtabilmektedir. Enerji sektöründeki özelleştirmelerin en çok eleştiri alan diğer bir boyutu ise ihalelerin piyasada özel sektöre ait oligopolistik bir yapı oluşturduğudur. Gerek otoyol-köprü, gerek enerji ve telekom sektörlerinin özelleştirilmelerinde tüketici refahının artması için rekabetin belli düzeyde oluşturulması sağlanmalıdır. Bu sektörler için, gelir ortaklığı senetleri şeklinde halkın özelleştirme gelirlerine ortak olacağı finansal varlıklar yaygınlaştırılmalıdır.

Genel olarak çalışmanın sonuçlarını zetlediğimizde (analizde yer alan örneklem grubuna göre); Türkiye'de halka arz yöntemi ile özelleştirmeler, finansal etkinliği artırmakta ve özel işletmelere nazaran yüksek getiri sağlamaktadır. Türkiye'de 1980 ve 90'larda gerçekleşen bazı özelleştirmelerden borsanın sığ oluşu ve gelişmemiş olmasından dolayı yatırımcılar zarar etmiştir. Diğer taraftan çekirdek yönetici kadro ihtiyaı blok satışları ne çıkarırken özelleştirmelerde düşük oranda hissenin halka arz edilmesine neden olmuştur. Dünyada merkez bankalarının M2 genişlemelerinin, IMKB'ye olan talebi artırdığını hesaba kattığımızda özelleştirmelerde halka arz yönteminden, devletin ve yatırımcıların yüksek getiri elde etmesi beklenilebilir. Ayrıca Türkiye'de düşük tasarruf oranı, hisse sahipliğinin genişlemesi ile artar ve mülkiyetin tabana yayılması amacı gerekleēebilir. Halkbank'ın 2012 yılındaki halka arzında yüzde 10 oranının yurt içi bireysel yatırımcılara, yüzde 80'inin ise uluslararası kurumsal yatırımcılara tahsis edildiğini düşünürsek yeni özelleştirmelerde yurt içi bireysel yatırımcıların pay tahsisi artırılmalı ve bu şekilde tasarruf hacminin artışı hedeflenmelidir.

KAYNAKÇA

Aggarwal, R.,R.. Leal,and L.Hernandez (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management*.22(1). 42- 53.

Akın, Ali Hakan (2006). *Türkiye’de Bir Özelleştirme Örneği TAV*. Yayınlanmamış Yüksek lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.

Aktan, Coşkun Can (1995).*KİT Yeniden Yapılanma ve Özelleştirme Stratejisi(Türkiye İçin Bir Model ve Stratejik Planlama Önerisi)*. Ankara: TİSK Yayını.

Aktan, Coşkun Can ve Dileyici, Dilek (2005a) . Altyapı Hizmetleri, Doğal Tekeller ve Regülasyon (Editör: İstiklal Vural,Coşkun Can Aktan ve Dilek Dileyici). *Altyapı Ekonomisi –Altyapı Hizmetlerinde Serbestleşme ve Özelleştirme*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.21-43

Aktan, Coşkun Can ve Dileyici, Dilek (2005b) . Altyapı Reformu: Altyapı Hizmetlerinin Sunumu ve Finansmanında Yeni trendler, Alternatif Yöntemler(Editör: İstiklal Vural,Coşkun Can Aktan ve Dilek Dileyici). *Altyapı Ekonomisi –Altyapı Hizmetlerinde Serbestleşme ve Özelleştirme*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.43-65

Albayrak, Cemil (1994). Özelleştirme ve Sermayeyi Tabana Yayma Amacı (Editör :Aykut Polatoğlu). *Özelleştirme Tartışmaları*. İstanbul: Bağlam Yayınları.

Alexander, Carol (2008).*Market Risk Analysis: Practical Financial Econometrics*. England: John Wiley & Sons Ltd.

Altan, Mikail ve Hotamış, Nadi (2008).Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000–2006). *KMU İİBF Dergisi*. 10 (14).150-185.

Altıkulaç, Ertan (2006). *Kamu Bankalarının Özelleştirilmesi ve Türkiye’de Performanslarının Özel Ve Yabancı Bankalarla Karşılaştırılmasına İlişkin Kantitatif Bir Analiz*. Yayınlanmamış Doktora Tezi,Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü,İstanbul.

Altıntaş M. Berra (1988). *Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasalarına Etkileri*. SPK Yayınları, Ankara, Yayın No.8.

Altunışık, Remzi, Coşkun, Recai, Bayraktaroğlu, Serkan ve Yıldırım, Engin (2010). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı*. (6.Baskı).Sakarya: Sakarya Yayıncılık,

Anderson, J., Y. Lee and P. Murrell (2000). Do competition and ownership affect enterprises efficiency in the absence of market institutions? Evidence after privatization in Mongolia. Working Paper. Department of Economics and IRIS Center, University of Maryland, College Park, Maryland

Anidi, Dominic O. (2005). *The impact of privatizing state-owned enterprises on efficiency/productivity*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Nova Southeastern University, United States -- Florida.

Apathy, Ervin, Csillag, Istvan ve Hunya, Gabor , Mizsei, Kalman (1995). *Doğru Avrupa'da Özelleştirme Alternatifler, Çıkarlar, Yasalar* (Çeviren: Tarık Demirkan). İstanbul: Yapı Kredi Yayınları

Arin, K.P. and C. ÖKTEN (2003). How does privatization affect efficiency, productivity and technology choice? Evidence from Turkey”, Massey University, Department of Commerce Working Paper Series.

Armella, Pedro Aspe (1994).Thoughts on the Mexican Privatization Experience.*The McKinsey Quarterly*, 2 (11).

Arora, M.N (2009). *Management Accounting: Theory, Problems and Solutions*.Mumbai:IND: Global Media.

Asante, Y. (1998). Privatization: The Ghanaian experience”. Work in progress presented at the AERC Biannual Research Workshop, May

Atasagun, H. Fehmi (1992). *KİT'lerin Özelleştirilmesinde Değerleme Fiyatlama İlişkisinin Analizi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, A.Ü. SBF, Ankara.

Aussenegg, Wolfgang (1999).Going Public in Poland: Case-by-Case Privatizations, Mass Privatization and Private Sector Initial Public Offerings, Working Paper Number 292.

Aussenegg, Wolfgang (2000).Privatization Poland versus Private Sector Initial Public Offerings in.*Multinational Finance Journal*, 4(1). 69-99.

Authors: Galal, Ahmed; Jones, Leroy; Tandon, Pankaj; Vogelsang, Ingo (1994). *The Welfare Consequences of Selling Public Sector Enterprises*, USA:Oxford University Press.

AYDOĞAN K., Yıldırım J (1992).İlk Kez Halka Arz Edilen Senetlerin Fiyat Performansı. Unpublished Study for Third İzmir Economic Congress, Bilkent Univ., Ankara .

Balaban, Yakup (2007).*Özelleştirme Uygulamalarının İktisadi Etkinlik ve Verimlilik Açısından Analizi: Türkiye Örneği*. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Bayliss, Kate (2002). Privatization and Poverty: The Distributional Impact of Utility Privatization. *Annals of Public and Cooperative Economics*, Vol. 73, pp. 603-625

Bel, Germa` (2006).Retrospectives The Coining of “Privatization” and Germany’s National Socialist Party, *Journal of Economic Perspectives*— 20(3), 187–194

Bennett, John, Estrin, Saul and Urga, Giovanni (2007). Methods of Privatization and Economic Growth in Transition Economies. *Economics of Transition*.15(4) , 661–683

Bildik, Recep ve Yılmaz, Mustafa (2008).The Market Performance of Initial Public Offerings in the İstanbul Stock Exchange. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*.2(2).

Bishop, Matthew R., and Kay, John A (1989). Privatization in the United Kingdom: Lessons from experience. *World Development*, 643-657.

Block, Walter.(2009).*The Privatization of Roads and Highways: Human and Economic Factors*. Auburn: The Ludwig Von Mises Institute

Boratav, Korkut (2007). İktisat Tarihi (1908-1980).(Editör: Sina Akşin), *Türkiye Tarihi 4 Çağdaş Türkiye 1908-1980*, 10. Basım. İstanbul: Cem Yayın Evi.

Boubakri, Narjess and Jean-Claude Cosset (1998).The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries. *The Journal of Finance*, 3(3).

Boycko, Maxim, Shleifer, Andrei ve Vishny, Robert W. (1996).A Theory of Privatisation *The Economic Journal*, 106 (435), 309-319.

Boyne, George A. (1998) . Bureaucratic Theory Meets Reality: Public Choice and Service Contracting in U. S. Local Government, *Public Administration*.58(6). 474-48

Bozec Richard, Dia, Mohamed and Breton, Gaétan (2006).Ownership–Efficiency Relationship and the Measurement Selection Bias. *Accounting and Finance*. 46 (5). 733–754

Börü, Emre (2009). *Türkiye Elektrik Sektörü Serbestleştirmesi ve Elektrik Dağıtım Sektörü Özelleştirmeleri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Buluş, Abdülkadir (2009). *Türk İktisat Politikalarının Tarihi Temelleri*. Konya: Tablet Kitabevi

Calva, Luis Felipe López (1998). On Privatization Methods. Development Discussion Paper, *Central America project series* (665), Harvard Institute for International Development, Harvard University.

Choi, S., and Nam, S. (1998). The short-run performance of IPOs of privately and publicly-owned firms: International evidence. *Multinational Finance Journal* 2(3): 225-244.

Cihangir Mehmet ve Kandil, İlkut Elif (2009). Türkiye’de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri Üzerine Bir Değerlendirme (01.01.2003 - 30.06.2008 Dönemi). *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim Sayı 44. 165-178

Claessens, S. and S. Djankov. (1999). Ownership, concentration and corporate performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, 27(3): 498–513.

Coelli, Tim (1996). *A guide to DEAP version 2.1: A Data Envelopment Analysis (Computer) Programme*. CEPA Working Paper 96/08, Department of Econometrics, University of New England, Armidale, Australia

Coelli, Timothy, Rao, Dodla Sai Prasada, O'Donnell, Christopher J. , Battese, George Edward (2005). *An Introduction to Efficiency and Productivity Analysis*. Springer, 2nd edition.

Comstock, Arthur, Kish, Richard J and Vasconcellos, Geraldo M (2003). The Post-Privatization Financial Performance of Former State-Owned Enterprises, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 13(1). 19-37.

Cummins J. David, Weiss, Mary A. and Zi, Hongmin (1999). Organizational Form and Efficiency: The Coexistence of Stock and Mutual Property-Liability Insurers, *Management Science*, 45(9) Performance of Financial Institutions 1254-1269

Çakmak, E.H. and O. Zaim (1992) .Privatization and Comparative Efficiency of Public and Private Enterprise in Turkey: The Cement Industry. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 62, pp. 271-284

D'Souza, J. and W.L. Megginson (1999). The financial and operating performance of newly privatized firms during the 1990s. *Journal of Finance*, 54: 1397–438.

Daraio, Cinzia and Simar, Léopold (2007). *Advanced Robust and Nonparametric Methods in Efficiency Analysis,: Methodology and Applications*.USA Springer.

Demireli, Erhan ve Ural, Mert (2010). Gerçekleşen Volatilite: Ham Petrol Fiyatları Üzerine Bir Uygulama, 14. *Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, Konya.291-300

Destan İsmail (2010).Özelleştirme Uygulamalarında İhale İşlemleri. *Dış Denetim Dergisi*, sayı 2, Ekim-Aralık 2

Dewenter, Kathryn L & Malatesta, Paul H (1997). Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison, *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 52(4), pages 1659-79, September

Dockner, Engelbert J, Mosburger, George and Linzatti, Michaela (2005). The Financial and Operating Performance of Privatized Firms in Austria, erişim :14.02.2013 http://homepage.univie.ac.at/georg.mosburger/papers/IPOs_final.pdf

Doğan, Necati (2012). *Rakamlarla Özelleştirme Türkiye’de Ve Dünyada Özelleştirme Uygulamaları ve Özelleştirme Fonu’nun Kaynak ve Kullanımları*. Ö.İ.B Yayınları.Ankara

Dura, Yahya Can (2006). Mülkiyet-Verimlilik İlişkisi Uygulamalı (Amprık) Çalışmalar. Erciyes *Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı 26, Ocak – Haziran.

Eckel, C., D. Eckel and V. Singal (1997).Privatization and efficiency: Industry effects of the sale of British Airways. *Journal of Financial Economics*, 43(2): 275–98.

Eldem, Vedat (1970). *Osmanlı İmparatorluğu’nun İktisadi Şartları Hakkında Bir Tetkik*. Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

Esenyel, Aysu (2006).*Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları: Çimento Sektörü Örneği*.Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Falay, Nihat (1994). Özelleştirme Yöntemleri ve Sorunları. (Editör :Aykut Polatoğlu). *Özelleştirme Tartışmaları*. İstanbul: Bağlam Yayınları.

Farinos, Jose E, Garcia C. Jose and Ibanez, Ana Ma.(2007). Operating and stock market performance of state-owned enterprise privatizations: The Spanish experience. *International Review of Financial Analysis*, 16(4),367-389

Farrel, M.J, (1957).The Measurement of Productive Efficiency,*Journal of The Royal Statistical Society, Series A (General)*, 120(3).253-290

Finansal Kiralama Kanunu .(1985).T.C. Resmi Gazete,18795,28 Haziran 1985.

Florio, Massimo, and Manzoni, Katiuscia (2004).Abnormal Returns of UK Privatizations: From Underpricing to Outperformance. *Applied Economics* .36(2) .119-136.

Fraser, Robert ve Wilson, Michael (1988) .*Privatization: The UK Experience and International Trends*, Essex: Longman .

Friedman, Milton and Friedman, Rose D.(1990).*Free to Choose: A Personal Statement*. New York:Harcourt Brace Jovanovich.

Friedman, Milton. (1955). The role of government in public education.(Editör: Robert Solo). *Economics and the Public Interest*.New Brunswick.. University of Rutgers Press.

Frydman, Roman and Rapaczynski, Andrzej (1994). *Privatization in Eastern Europe: is the State Withering Away?*.Budapest. Central European University Press

Fulcher, James (2004),*Capitalism a very Short Introduction*, New York: Oxford University Press.

Girginer, N (2010). 2007 Finansal Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemde Türkiye’deki Ticari Bankaların Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi (VZA) ile Değerlendirilmesi, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 47, No: 550

Guriev, S. and W. Megginson. (2007). Privatization: What have we learned? (edited by: F. Bouguignon and B. Pleskovic,) *Beyond Transition. Annual World Bank Conference on Development Economics Regional 2007*. The World Bank, Washington D.C.

Guzelhan, Hayal ve Ağar, Mediha (1991). İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı. *İşletme ve Finans Dergisi*. Kasım-Aralık, 51-59.

Gürol, Mehmet Ali. (1987).*Bir özelleştirme yöntemi olarak çalışanların sermayeye ortaklığı ve Türkiye açısından uygulanabilirliği* .Doktora Tezi.Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.Ankara

Güzelhan, Hayal ve Ağar, Mediha (1991). İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı. *İşletme ve Finans Dergisi*. Kasım-Aralık, 51-59.

Harper, J. T. (2002). The Performance of Privatized Firms in the Czech Republic, *Journal of Banking and Finance*, 26, pp. 621-649.

Havrylyshyn, Oli ve McGettigan, Donal (1999). *Privatization in Transition Countries: Lessons From the First Decade*. IMF Publications. Economic Issues 18. Washington.

Hibou, Beatrice (2004). *Privatising the State*. Londra: Hurst & Company Ltd.

Hopkins, Thomas (1998). The Czech Republic's Privatization Experience. (Editörler: June Hopps ve Demetrius Iatridis). *Privatization in Central & Eastern Europe : Perspectives & Approaches*. Westport: Greenwood Press .

Hotamış, Tevfik Nadi (2007). *Anonim Şirketlerin Halka Açılma Süreci ve Hisse Senedi Değerlemesi (IMKB'de 2000-2006 Yılları İncelemesi)*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Konya.

Hyman, David, N. (1999). *Public Finance A Contemporary Application of Theory to Policy*. (6 th Edition). USA: The Dryden Press.

Işık, İ. and Hassan, M. K. (2003). Financial Disruption ve Bank Productivity: The 1994 Experience of Turkish Bank. *The Quarterly Review of Economics ve Finance*, No: 43, ss. 762.

İçöz, Özge (2003). *Telekomünikasyon Sektöründe Regülasyon ve Rekabet*. Uzmanlık Tezleri Serisi. Rekabet Kurulu Yayını, Yayın No: 98, Ankara.

Jelic, Ranko, Saadouni, Brahim and Briston, Richard (2001) Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation and Management Earnings Forecasts, *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(5), 457-486

Jerome, Afeikhena (2008). Privatization and Enterprise Performance in Nigeria: Case Study of Some Privatized Enterprises, *AERC Research Paper 175*, African Economic Research Consortium, Nairobi.

Kagami, Mitsuhiro and Tsuji, Masatsugo (2000) . *Privatization, Deregulation and Economic Efficiency*. İngiltere: Edward Elgar Publishing Ltd

Karasioğlu, Fehmi ve Eren, Tevfik (2012). *Finansal Tablolar Analizi* (2.Baskı) Konya: Eğitim Yayınevi.

Keller, A Z, Dogan, Cetin and Eroglu, Omer (1994).Evaluating privatization policies in Turkey *The International Journal of Public Sector Management*; 7(1).15-24

Kessides, Ioannis .(2004).*Reforming Infrastructure: Privatization, Regulation, and Competition*. Washington: World Bank Publications

Kikeri, Sunita, Nellis, John and Shirley Mary, 1993, *Privatization The Lessons of Experience*, A World Bank Publication, 2th ed, Washington

Kilci, Metin (1994).*Başlangıcından Bugüne Türkiye’de Özelleştirme Uygulamaları (1984-1994)*. Devlet Planlama Teşkilatı. Yılık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü. Ankara. <http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/kilcim/ozelles.pdf>.(Erişim:8.02.2013)

Kollie, James F. (2010).*Privatization in Developing Countries: Assessing the Preprivatization Perceptions of Stakeholders in Postwar Liberia*. Yayınlanmamış doktora tezi. Walden University. Minneapolis

Kothari, S and Warner, J (2006). *Econometrics of Event Studies*. (Edited by: Espen Eckbo).Handbook of Empirical Corporate Finance. Amsterdam, Elsevier.3-32

Kök, Recep ve Deliktaş, Ertuğrul (2003). *Endüstri İktisadında Verimlilik Ölçme ve Strateji Geliştirme Teknikleri* (1.baskı).İzmir.

Kök, Recep (1995).*Ekonomi-Politik Popülizm Özelleştirme ve KİT'ler*(1. basım).İstanbul: Dergâh Yayınları

Köseoğlu, Mehmed Akif (2005).Kamu İktisadi Teşebbüslerinde Performans Ölçümü. DPT Uzmanlık Tezi, DPT Yayın No: 2688.

Köthenbürger, Marko, Sinn, Hans-Werner and Whalley, John (2006). *Privatization Experiences in the European Union*. Cambridge: MIT Press.

Kraft, Evan, Hofler, Richard and Payne, James (2002). *Privatization, Foreign Bank Entry and Bank Efficiency in Croatia: A Fourier-Flexible Function Stochastic Cost Frontier Analysis*. Working Papers, Croatian National Bank.

Kurtaran, Ahmet (2008). İlk Halka Arzlardaki Düşük Fiyatlandırmanın İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Değerlendirilmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1),407-419.

La Porta, R. and F. López-de-Silanes. (1997). Benefits of privatization: Evidence from Mexico. NBER Working Paper No 6215. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

Levis, M. (1993). The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980 – 1988. *Financial Management* 22: 22-41.

Ljungqvist, Alexander ve Habib, Michel (2001). Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence. *Review of Financial Studies*. 14(2), 433-58.

Maclean, Mairi, Harvey, Charles ve Press, Jon(2006). *Business Elites and Corporate Governance in France and the UK*. Palgrave Macmillan

Malkoç, Erdal (2009). *Özelleştirme ve Türk Telekom Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.

Martin, S. and D. Parker. (1997). *The Impact of Privatisation: Ownership and Corporate Performance in the UK*. London: Routledge.

Matthew Bishop, John Kay, Colin Mayer (1999). *Privatization & Economic Performance*. İngiltere. Oxford University Press.

McFetridge, D.G (1997). *The Economics of Privatization*. Toronto :C.D.Howe Institute.

McWilliams, Abigail and Siegel, Donald (1997). Event Studies In Management Research: Theoretical And Empirical Issues. *Academy of Management Journal*, 40(3). 626-657

Meggison, W.L. and J. Netter (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2): 321–89.

Meggison, William L, Nash, Robert C. and Randenborgh, Matthias Van (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 49(2) ,403-452

Meggison, William L., Nash, Robert C, Netter, Jeffrey M., and Schwartz, Adam L (2000). The Long-Run Return to Investors in Share Issue Privatization. *Financial Management* 29(1).67-77

Menyah K and K Paudyal,(1996). Share Issue Privatisations: The UK Experience.(edited by M Levis.) *Advances in Finance, Investment and Banking: Empirical Issues in Raising Equity Capital*, Elsevier, Amsterdam, 16-48.

Menyah, K., Paudyal, K. and Inyangete, C. (1995) Subscriber Return, Underpricing, and Long Term Performance of UK Privatization Initial Public Offers.*Journal of Economics Business*. 47. 473–95

Minenna, Marcello (2003).Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising Through A Probabilistic Model. *Journal of Banking & Finance*.27(1).59-86

MacKinlay, A. Craig (1997). Event Studies in Economics and Finance.*Journal of Economic Literature*. 35(1), 13-39.

Müslümov, Alövsat (2005).The Financial and Operating Performance of Privatized Companies in The Turkish Cement Industry. *METU Studies in Development*. 32 (June),59-101

Nellis, John and Kikeri, Sunita (1989). Public enterprise reform: Privatization and the World Bank. *World Development*,17(5).659-672.

Nur, Noorul Ainur Mohd(2003).*Privatization in Malaysia at the Crossroads: Politics and Efficiency*. Yayınlanmamış Doktora tezi , City University of New York, New York.

Otchere, Isaac (2008).Privatization, Competition and Performance: Evidence from Australia. (Edited by: I.J Hagen and T.S Halvorsen) *Global Privatization and its Impact*. Nova Science Publishers, Inc. 27-45.

Othchere, Isaac and Zhang, Zonglan (2001).Privatization, Efficiency and Intra-Industry Effects: Analysis of China's Privatization.*International Review of Finance*, 2(1) ,49-70.

Öncü, S. ve Aktaş, R. (2007).Yeniden Yapılandırma Döneminde Türk Bankacılık Sektöründe Verimlilik Değişimi. Celal Bayar Üniversitesi, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt: 14, No: 1, ss. 247-266.

Özcan, İsmail Çağrı (2008). *Özelleştirmeye Hazırlanan Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Analizi*. Doktora Tezi.Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.Ankara.

Özenen, Ali Galip (2003).*Havaalanı Yatırımlarında Özelleştirme Dünyadaki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler*. DPT– Uzmanlık Tezleri Yayın No : DPT : 2666. Ankara

Öztürk, Nursel (2002), *Özelleştirme Ders Notları*. Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu, Ankara

Pamuk, Şevket (2011) *Osmanlı-Türkiye İktisadi Tarihi 1500-1914*. (7. Baskı) İstanbul: İletişim Yayınları.

Parker, David (2009). *The Official History of Privatisation* . London :Routledge Taylor&Francis Group.

Parker, David and Saal, David (2003). *International Handbook on Privatization*. İngiltere: Edward Elgar Publishing Ltd

Parker, David (2006). The United Kingdom's Privatization Experiment: The Passage of Time Permits a Sober Assessment. (editör: Marko Köthenbürger, Hans-

Patrick, Plane (1997), Privatization and Economic Growth: Reflections and Observations., (Editör: Herbert Giersch). *Privatization at the end of the Century*. Almanya: Springer, 29-53

Perotti, E.C. and Guney, S.E. (1993). The structure of privatization plans. *Financial Management*. 22 (1), 84-9

Pınar, Abuzer (2006). *Maliye Politikası: Teori ve Uygulama* .Ankara: Naturel Yayıncılık.

Pollitt, Michael (2000). A Survey of the liberalization of public enterprises in the UK since 1979. (Editorler: Mitsuhiro Kagami ve Masatsugu Tsuji) *Privatization, Deregulation and Economic Efficiency*, İngiltere: Edward Elgar Publishing Ltd

Ramagopal, C(2008). *Financial Management*, Delhi: New age International.

Ramamurti, R. and R. Vernon (1991), Privatization and Control of State-Owned Enterprises, EDI Development Studies.

Ramamurti, Ravi (1997) .The Search for Remedies(Editör: Ravi Ramamurti ve Raymond Vernon,) , *Privatization and Control of State- Owned Enterprises*, Washington: The World Bank Publications, ,7-29.

Rosa, Jean-Jacques. Public Choice Aspects of Privatization Policies: Driving Forces And obstacles (Editör: Herbert Giersch). *Privatization at the end of the Century*. Almanya: Springer, 69-97.

Sachs, J., C. Zinnes and Y. Eilat. (2000). The Gains from Privatization in Transition Economies: Is Change of Ownership Enough? CAER II Discussion

Paper No. 63. Harvard Institute for International Development, Cambridge, Massachusetts.

Salama, Alzira (1996). *Privatization: Implications for Corporate Culture Change*. İngiltere: Avebury Ashgate Publishing Ltd.

Serim, Bülent (1996). *Anayasa ve Anayasa Mahkemesi Kararları Işığında Özelleştirme*. Ankara. İzgi Yayınları

Sermaye Piyasası Kanunu (1981) T.C. Resmi Gazete, 2499, 30/07/1981

Seth, Rama (1989). Distributional issues in privatization. *Quarterly Review*. Federal Reserve Bank of New York, 14(2). 29-43.

Sevil, Güven (1996). *Borsada Satış Yoluyla Özelleştirme*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Shirley, M. and P. Walsh. 2000. "Public versus private ownership. The current state of the debate". Policy Research Working Paper No. 2420, The World Bank, Washington, D.C., August.

Singh, Ajit (1994). State Intervention and the "Market-Friendly" Approach to Development: A Critical Analysis of the World Bank Theses. (Editör : Ajit Singh, Amitara K Dutt ve, Kwan S Kim). *State, Markets and Development: Beyond the Neoclassical Dichotomy*. London: The, Edward Elgar Publishing

Smith, Adam (1776). *Wealth of Nations*. London: Electric Book Company

Spechler, Martin (1998). Privatization, Competition, and Structural Change in Eastern Europe (Editörler: June Hopps ve Demetrius Iatridis). Privatization in Central & Eastern Europe : Perspectives & Approaches. Westport: Greenwood Press .Springer

Şenol Esin (2006). *Özelleştirmenin İş İlişkilerine Sosyal ve Hukuki Etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.

Talaşlı, Esra (2008). *Doğrudan Yabancı Yatırımların Türkiye'nin Ekonomik Büyümesi Üzerindeki Etkileri (2000- 2007) Analizi*. Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Taylor, Lance (1994). Public Enterprises, Private Enterprises and the State: Prospects under Post Socialism. (Editör: Amitara Krishna Dutt, Kwan S. Kim ve Ajit Singh) *The State, Markets and Development: Beyond the Neoclassical Dichotomy*. London: Edward Elgar Publishing

Tezel, Yahya, S. (1994).*Cumhuriyet Döneminin İktisadi Tarihi (1923-1950)*.(3. basım). İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları

Turhan, Aziz (2004). *Enterprise Performance and Privatization* .Doktora Tezi, George Mason University, Virginia, Amerika

Uçar, Belgin (2006). *Belediyelerde Kontrat Yöntemi(Contracting Out) ve Konya Büyük Şehir Belediyesi Örneği*. Yüksek lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.Konya

Uzunoglu, Sadi (1996).KİT'lerin Sorunları ve Özelleştirme.(Editör: Arzu İmren) *Türkiye "Özelleştirme"de Nereden Nereye? Türkiye'de Özelleştirme*. İstanbul: Alfa Basım, ss:47-59

Ünal, Firdevs Feyza (2000).*Özelleştirmenin Kamu İktisadi Teşebbüslerinde Verimlilik Üzerine Etkisi Türkiye Şeker Sektörü Uygulaması*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Vickers, John, and Yarrow, George (1988). Regulation of privatized firms in Britain. *European Economic Review* 32, 465-472.

Viscusi, W. Kip, Harrington Joseph and Vernon, John (2005).*Economics of Regulation and Antitrust*.(4.th edition) Cambridge: MIT Press.

Webster, M. and Sansom, K. (1999) .*Public-Private Partnership and the Poor: An Initial Review*. WELL Study, Loughborough University, UK. www.lboro.ac.uk/well/studies/contents.htm

Welch Dick and Fr'emont, Olivier (1998). *The Case-by-Case Approach to Privatization: Techniques and Ex- amples*. World Bank Technical Paper No. 403,Washington

Werner Sinn and John Whalley(2006).*Privatization Experiences in the European Union*, Cambridge: MIT Press, ss: 3-51

Winston, Clifford (2010). *Last Exit: Privatization and Deregulation of the U. S. Transportation System*. Washington, DC, USA: Brookings Institution Press.

Yaşar A.Özcan (2008) .*Health Care Benchmarking and Performance Evaluation: An Assessment using Data Envelopment Analysis (DEA) (International Series in Operations Research & Management Science)*,USA: Springer.

Yaşar, Süleyman (2006). *Türkiye'de Kullanılan Özelleştirme Yöntemlerinin Analizi*. Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul

Yaşar, Serpil (1997) .Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyatlandırma, Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arz Sonrası Performansı,SPK Yayını Aktaran: Ozan, Savaşkan (2005).Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler, Halka Arz Sonrası HisseSenedi Performansı, Yeterlilik Etudu, SPK.

Yavilioğlu, Cengiz, Özsoy, Onur, Delice Güven, Karagöl Erdal, (2011).*Türkiye’de Özelleştirilen Şirketlerin Performans Analizleri*, T.C Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Ankara.

Yazıcı, Kuddusi (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri Ve Değerleme Kriterleri*. Uzmanlık Tezi, Devlet Planlama Teşkilatı, Yayın No: DPT: 2478, Ankara.

Yüksel, Erkan(2000). *Basın ve Siyaset Gündeminde Özelleştirme*.Eskişehir: T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları: No.1253

Zaim, O. and F. Taşkin (1997).The Comparative Performance of the Public Enterprise Sector in Turkey: A Malmquist Productivity Index Approach, *Journal of Comparative Economics*, 25, pp. 129-157.

İnternet Kaynakları

Dünya Gazetesi (2013). Köprü ve otoyol ihalesine 3 talip var (16 Aralık 2013), <http://www.dunya.com/kopru-ve-otoyol-ihalesine-3-talip-var-174845h.htm>.erişim:26.02.2013

DPT (1963). 1. Beş Yıllık Kalkınma Planı. Ankara.

EPDK, Elektrik Piyasası Raporu, 2011

http://www.oib.gov.tr/2012/2012-11-22_halkbank_sonuc1.htm,erişim:31.12.2012
Hürriyet, “Türk Telekom’a yatırımcı ilişkileri alanında ödül”, 1 Temmuz 2012, erişim: 01.09.2012

IMKB (2012). Halka Arz ve Borsada İşlem Görme. <http://www.halkaarzseferberligi.com/anasayfa.aspx>.erişim:9.02.2013

IMKB (2000). Dünyada Özelleştirme Uygulamaları, 2000 yılı Türkiye Özelleştirme Programı. IMKB Konferans ve Panel Serisi-3

International Telecommunication Union, World Telecommunication Development Report 2002, http://www.itu.int/ITU-D/ict/publications/wtdr_02/material/WTDR02-Sum_E.pdf (erişim 04.07.2012), s.4

Kalkınma Bakanlığı (2013). *1990-2012 Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Özet Göstergeleri (GSYH Oranı)*, <http://www.dpt.gov.tr>. Erişim:26.01.2013.

ÖİB (2013), Özelleştirme İdaresi Başkanlığı Stratejik Plan (2009-2013), www.oib.gov.tr/2012/sgb/OIB2009_2013SP.pdf, Erişim Tarihi: 30.08.2012

ÖİB(2012), Türkiye’de Özelleştirme, Özelleştirme 2012 Yayınlar, <http://www.oib.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm>, Ankara

ÖİB (2013), Otoyollar ve Köprülerin Özelleştirilmesi Ön Tanıtım Dökümanı, http://www.oib.gov.tr/2011/dosyalar/otoyollar_tanitim_Ocak_2011.pdf erişim:26.02.2013

Petrol Ofisi Faaliyet Raporu,2001.

Petrol Ofisi Yatırımcı İlişkileri,www.poaş.com.tr

Privatization Barometer Report 2011

Privatization International (1994) Privatization Yearbook

Radikal, “Telekom Satışına Ödül”, 21 Haziran 2006, s.6.

Resmi Gazete, Tarih: 18 Haziran 1994, Sayı: 21964

Resmi Gazete, Tarih: 21 Şubat 1924, Sayı: 59.

Şimşek, Mehmet (2012). Özelleştirmeden 6,8 milyar TL gelecek, CNNTürk, erişim: 19.11.2012, <http://www.cnnturk.com/2012/ekonomi/genel/11/19/simsek.ozellestirmeden.6.8.milyar.tl.gelecek/685188.0/index.html>

Talas, Cahit (05.02,1994).Şu Özelleştirme Dedikleri. *Cumhuriyet Gazetesi*
Sanal (2013), Köprü ve Otoyola THY Modeli, <http://www.haberler.com/kopru-ve-otoyola-thy-modeli-4369447-haberi/> erişim:26.02.2013

Türk Telekom (2007).*Dünyada ve Türkiye’de Telekom*. 2006 Yılı Faaliyet Raporu. Ankara.

Türk Telekomünikasyon A.Ş, 2012 Birinci Çeyrek Faaliyet Raporu.

TÜPRAŞ 2009 Faaliyet Raporu

TÜPRAŞ 2011 Faaliyet Raporu,

YASED (2013).Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişleri 2012 Yıl Sonu
Değerlendirme Raporu
http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Pages/uluslararasi_dogrudan_yatirim_girisleri_2012_yil_sonu_degerlendirmesi.aspx,erişim:10.03.2013

Wall Street Journal (2006).Privatization Hits U.S. Highways; States Explore İdea
of Leasing Toll Roads to Foreign Companies. 15.06. 2006.
<http://search.proquest.com/docview/308622907?accountid=16935>
erişim:25.02.2013