

FRANSA'DA ÖZELLEŞTİRME

Nihal İnağ

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
Araştırma Genel Müdürlüğü

Tartışma Tebliği No: 9627
Kasım 1996

FRANSA'DA ÖZELLEŞTİRME

I. GİRİŐ

1980'li yılların özelleştirme akımına Fransız hükümeti de uymuő ve 1986 yılı ortalarında 5 yıllık bir özelleştirme planı açıklamıőtır. 65 kamu kuruluğu ve bunlara bağlı yan kuruluğların satılması bu planda öngörölmüőtür. Bunların arasında, belli bağlı büyük bankalar, sigorta Şirketleri, mali holdingler grubu ve endüstriyel alanda faaliyette bulunan sanayi grubuna dahil kuruluğlar bulunmaktadır. Sözkonusu plan çerçevesinde Ekim 1986 baőtından Haziran 1987'ye kadar geçen dönemde uygulamalarda önemli yol alınmıőt ve 13 kuruluğu satılmıőt buradan FF 56.8 milyar gelir elde edilmiştir.

Daha sonra özelleştirme programı askıya alınmıőt ve 19 Temmuz 1993 tarihli yasanın çıkarılmasıyla özelleştirme faaliyetleri tekrar önem kazanmıőtır. Özelleştirme işlemlerinin askıya alınmasında 1987 sonlarında yaŐanan ve Fransa'yı da etkileyen dünya borsa krizi önemli rol oynamıőtır.

II. ÖZELLEŞTİRİLEN KURULUŞLAR

1984 yılına ilişkin Charzat Raporuna göre KİT'lerin Fransa ekonomisindeki payı yüzde 22.8'dir. Halbuki bu oran İngiltere'de yüzde 16.7, İtalya'da yüzde 20.0, Yunanistan'da yüzde 22.3 ve Almanya'da yüzde 14.0'dır.

II.1. Ekim 1986-Ocak 1988 Dönemi

Bu dönemde bankacılık, sigorta, taşımacılık gibi deđiŐik faaliyet alanlarında çalışan kuruluğlar özelleştirilmiştir (Tablo 1).

Tablo 1
Fransada Özelleştirilen Bazı Kuruluşlar ve Sağlanan Hasılat
(Kasım 1986 - Haziran 1987)

Tarih	Kuruluş	Hasılat (Milyar FF)
Kasım 1986	St. Gobain	8.2
Ocak 1987	Paribas	12.6
Nisan 1987	Credit Commercial de France	2.0
Mayıs 1987	Compagnie Generale d'Electricite	10.0
Mayıs 1987	Havas	2.5
Haziran 1987	Societe Generale	17.0
Haziran 1987	TFI (television station)	4.5
Toplam		56.8

Kaynak: IMF Occasional paper, no. 56, January, 1988.

Özelleştirilen Saint-Gobain, banka grubu Paribas ve Sigorta Grubu Assurances Generales de France (AGF), 31 Temmuz 1986 yasasına göre satılmışlardır.

Saint-Gobain'in hisse senetleri satışı büyük bir başarı sağlamıştır. Hisse senetleri satışa sunulduğunda büyük bir taleple karşılaşılmış, bu firmanın hisselerini 15 milyon kişi satın almıştır. Bu rakam Fransa'daki bütün diğer firma hissedarlarından fazladır. Paribas'ın borsada satılışı da iyi bir etki yaratmış ve medya grubundan Havas ile televizyon istasyonu olan TV-1 hızla özelleştirileceklerin listesine girmiştir. Paribas'ın satışını daha sonra Societe Generale ve Suez grubunun özelleştirilmesi izlemiştir. Böylece Fransa'da en büyük 6 devlet bankasının yarısı Ekim 1987'den önce tamamen satılmıştır (Tablo 1). Menkul kıymetler borsasında hisse senedi satışı ile özelleştirilen Saint-Gobain, Societe Generale ve Havas'ın toplam hisse senedi stokunda geride kalan kamu kuruluşlarının ağırlığı artmıştır. Diğer bir deyişle, ilk

özelleştirilen kuruluşların "çekirdek-hissedarları" grubundaki birçok hisseler özelleştirilecek firmalar listesinde bulunan devlet kuruluşlarına satılmıştır. Bu listedeki kamu kuruluşlarının satışı yapıldığı zaman, ilk özelleştirilen firmaların özelleştirilmesi daha da perçinleşmiştir. Mayıs 1988'den sonra da bu uygulama sürdürülmüştür.

Yatırım Bankacılığı grubu olarak Suez Ekim 1987'de özelleştirilmiştir, diğer beş banka ve büyük sigorta şirketinin dahil olduğu grubun 1988 yılının ortalarından önce özelleştirilmesi de planlanmıştır.

Fransa'da hükümetin başlattığı özelleştirme kampanyasının 1987'de de süratle ilerlemiş olması, etkilerini Fransız yatırımcılarının üzerinde göstermiştir. Özelleştirme programının kapsamına banka, sanayi kuruluşları ve finansal tröstler girmiştir. 24 Kasım 1986 - 20 Ocak 1988 tarihleri arasında, 14 büyük sanayi kuruluşu, banka ve finansal tröst özelleştirilmiştir. Ocak 1987'de kanunlaşan özel emeklilik yasası ve Fransız bütçesinde açıklanan vergi indirimleri özelleştirme hamlesine yardımcı olmuştur. Özelleştirme kapsamı, devletin otomobil üretimi alanında sahibi olduğu Renault firmasına ait varlıkların ve özellikle Champs Elysee'deki prestijli ofislerinin Renix firmasına transfer edilmesinden birçok diğer devlet varlığının satışına kadar geniş tutulmuştur. Ayrıca, Toulouse kentinde Elektronik Component işletmesinin Amerikan Bendix firmasına satışı da gerçekleşmiştir. Bu dönemde Saint-Gobain, Paribas, Sogenal, Banque du Batiment et des Travaux Publics (BTP), Banque Industrielle et Mobilere Privee (BIMP), Credit Commercial de France (CCF), Compagnie Generale d'electricite, (CGE), Havas, Societe Generale, TF1 (TV Channel), Suez ve Matra gibi kuruluşlar özelleştirilmiştir.

Dünya borsa krizi her ülkede olduğu gibi, Fransa'da da özelleştirme programının hızını yavaşlatmıştır. 1987'den sonra sadece MATRA firması özelleştirilmiştir (Tablo 2).

Tablo 2
Fransa'da Özelleştirilen Kamu Kuruluşları(Tenderoffer)

Kuruluşlar	Fransa'da Satış Tarihi	İşçi Sayısı	Hisse satış Fiyatı	Toplam Satış Tutarı (Milyar TL)	Fiyat 1	Fiyat 2	Fiyat 3
Saint-Gobain (Cam Sanayi)	24.11.1986	140000	310	6.3	369	415	414
Paribas (Banka Grubu)	19.01.1987	28400	405	6.1	480	320	300
Sogenal	09.03.1987	3000	125	0.6	225	94	104
BTP (Banka) (a)	06.04.1987	420	130	0.1	176	138	128
BIMP (Banka) (b)	21.4.1987	400	140	0.1	170	188	194
CCF (Banka) (c)	27.04.1987	12500	107	1.7	125	107	114
CGE (Elektrik) (d)	11.05.1987	240000	290	8.0	323	215	229
Havas(Medya Grubu)	25.05.1987	15000	500	1.1	540	409	515
Societe General (Banka)	15.06.1987	43000	407	9.1	432	299	299
TF 1(TV İstasyon (e)	29.06.1987	1500	165	1.2	178	170	185
Suez(Banka Grubu)	05.10.1987	16900	317	6.5	261	279	240
Matra	20.01.1988	28000	110	0.4	123	-	136

(a) Banque du Batiment et des Travaux Public

(b) Banque Industrielle et Mobilere Privee

(c) Credit Commercial de France

(d) Compagnie Generale d' Electricite

(e) TV Channel

- Fiyat 1. Hisselerin kote edildiği ilk günkü piyasa değeri

- Fiyat 2. 1987 sonunda hisse değerleri

- Fiyat 3. 15 Mart 1988'deki piyasa değeri

Kaynak: Karataş- Öniş (1994).

II.2. Mart 1993-1995 Dönemi

1986 yılında resmen başlayan özelleştirme programı Ekim 1986 ile Ocak 1988 arasında uygulanmış ve program Mayıs-Haziran 1988 seçimlerinden sonra askıya alınmıştır. Mart 1993'de yeni hükümet özelleştirmeyi tekrar gündemine almıştır. 19 Temmuz 1993 tarihli yasa, beşi sigorta şirketi, dördü banka ve ikisi taşımacılık sektöründe faaliyet gösteren şirketler olmak üzere on sanayi işletmesini oluşturan, toplam 21 grubun özelleştirilmesini hükme bağlamıştır.

Bu yasaya göre özelleştirilmesi planlanan kuruluşlardan bazıları şunlardır:

Bankalar

BNP (Banque National de Paris)

Crédit Lyonnais

Credit Du Nord

Sigorta Şirketleri

UAP

GAN

AGF

Başlıca Sanayi Kuruluşları

Pechiney

Rhone-Poulenc

(Kimya ve Alüminyum Sanayi)

Thomson

Elf-Aquitaine

Söz konusu yasanın yürürlüğe girmesinden sonra yapılan önemli özelleştirmeler, Temmuz 1993'deki Banque Nationale de Paris (BNP), Kasım 1993'teki Rhone-Poulenc ve 1994 başında Elf-Aquitaine'in özelleştirilmeleri olmuştur.

Tablo 3'den de görüleceği üzere 1993 yılında özelleştirilen kuruluşlardan FF 47 milyar, 1994 yılında FF 60.9 milyar ve 1995 yılında FF 5.5 milyar gelir elde edilmiş, Rhone-Poulenc, BNP ve UAP'ın tamamı

satılmış, Renault dışında küçük oranda (yüzde 15'den az) hisse payları kalmıştır.

Tablo 3
Özelleştirilen Diğer Kuruluşlar
1993-1995

	Gelirler FF Milyar	Satılan Menkul Kıymet Payı %	Kalan Hisse Payları %
1993 Toplam	47	-	-
Credit Local de France	2	18	8
Total	2	3	5
Rhone-Poulenc	16	43	0
BNP	27	73	0
1994 Toplam	60.9	-	-
Elf-Aquitaine	33.7	44	11
UAP	18.8	50	0
Renault	8.4	29.9	50.1
1995 Toplam	5.5	-	-
(30 Nisan 1995)			
Seita	5.5	90	10.0

Kaynak: OECD Economic Survey 1995, France, s. 51.

Mart 1994'de Avrupa komisyonunun isteği üzerine FF 2.5 milyar sermaye artırımı yapılmış ve sonra BULL grubunun özelleştirilmek üzere satışı açıklanmıştır. Aynı yılın Ekim ayında Avrupa Komisyonu FF 11.1 milyar sermaye artırımına ve özelleştirme öncesinde BULL firmasının yeniden yapılandırılmasında kullanılmasına onay vermiştir. Ancak, "BULL" firmasının özelleştirilmesi başlıca (major) yatırımcıların bulunması güçlükleri nedeniyle oldukça gecikmeli olarak yapılabildiği görülmüştür.

1994 yılının Kasım ayında Renault firmasının hisseleri halka arz edilmeye başlanmıştır. Kasım 1994 yılında Renault firmasının

hisselerinin halka arz edilmesiyle devlete FF 8 milyarlık bir gelir sağlanmıştır.

Aralık 1994'de devletin sahip olduğu sigorta grubu AGF'nin yan kuruluşlarını özelleştirmeye hazırlamak üzere yeniden yapılandırma faaliyetleri yürütülmüştür. Sigortacılık alanında faaliyet gösteren iki devlet kuruluşu olan UAP ve AGF'de çok hızlı bir şekilde özelleştirilmişlerdir.

1995 Şubat ayında devletin sahip olduğu tütün şirketi (SEITA) özelleştirilmiş, FF 5.5 milyar gelir elde edilmiştir.

Mayıs 1995'de USINOR-SACILOR'un özelleştirileceği açıklanmıştır. USINOR-SACILOR Haziran ayı içinde özelleştirilmiş, diğer hisse senedi satışları da 1995 yılı içinde açıklanmıştır. Bu yıl da SNCF firması kendi telekomünikasyon şebekesini kiralama yetkisini elde etmiştir.

Diğer bir çok üretim piyasasında yapısal gelişmeler gerçekleştirilmiştir. 1993 yılından beri devam eden özelleştirme programı ile 8 kuruluş tamamen veya kısmen özelleştirilmiştir. Sanayi politikasının odak noktasını özelleştirme oluşturmuştur. Bu yıldan beri menkul kıymet satışı hem rekabetçi sektörlerde hem de mali kuruluşlarda çalışan firmaların özelleştirilmeleri şeklinde gerçekleştirilmiştir. Bundan FF 114 milyar gelir elde edilmiştir. Bu programı verimlilik artışı ile yeniden kapitalize ödemeleri ve kamu teşebbüslerinin iyileştirilmelerine yardımla yükümlü olan kamu hesaplarının düzeltilmesi izlemiştir.

1994 yılında küçük ve orta ölçekli kuruluşların desteklenmesi ve yenilerinin kurulması hususunda Meclisten bir yasa tasarısı geçirilmiştir. Bu yasa vergi indirimi, büyük kuruluşlarla eşit hukuki yaptırımlar

öngörmekte, kendi kendine ve yönetsel işlevlerini yerine getirme yönünde, daha fazla sosyal destek verilmesi hususlarını içermektedir. Ancak bu son hüküm henüz uygulamaya geçirilmiş değildir. 1995 yılının birinci yarısında sadece iki yeni kuruluşun hisse senedi satışı gerçekleştirilmiş, ancak yeni hükümet özelleştirmeyi hızlandırmaya karar vermiştir.

Fransa özelleştirmeden 31 Ağustos 1989 tarihi itibarıyla FF 81.7 milyar gelir temin etmiş, 1994 yılında ise özelleştirmeden elde edilen gelirler de yaklaşık FF 61 milyarı bulmuştur.

Özelleştirmenin devam etmesi halinde devletin satışa çıkaracağı mal varlığının piyasa değerinin FF 140 milyar ile FF 200 milyar arasında (20-28 milyar dolar) olduğu ve bu değere sahip 33 kamu kuruluşunun özelleştirilmesi sonucu hazinenin bu ölçüde gelir sağlayacağı tahmin edilmektedir. Böylece hükümet 1997 yılında bütçe dengesini sağlayacağını düşünmektedir. 1995 yılında FF 50.4 milyar olan bütçe açığı 1996'da FF 28 milyara indirilmeye çalışılacaktır.

III. FRANSIZ ÖZELLEŞTİRMESİNİN ÖZELLİKLERİ

Fransa'da yapılan özelleştirmenin bazı özelliklerini şöylece özetlemek mümkündür:

-Fransa'da sadece sanayi kuruluşları değil, sanayi kuruluşlarıyla birlikte kamu bankaları, televizyon şirketleri, elektrik kurumu da öncelikle ele alınmış ve özel sektöre devri gerçekleştirilmiştir.

-Özelleştirmede kullanılan yöntemler halka satış, piyasa dışı satış, blok satış ve devlet karamamesi ile satış gibi çeşitlilik göstermiştir. Bunların içinde Fransa'da blok satış yöntemi ile özelleştirmenin gerçekleştirilmesine öncelik verilmiştir.

-Özelleştirmede ihale ile satış yapıldığında "CORE" grup denilen çekirdek gruptaki yöneticiler hisse senetlerinin fazla dağılmasını ve istenilmeyen şekilde el değiştirmesini engelleme olanağına sahip olmuşlardır. Çekirdek hissedarlar grubu toplam hisselerin yüzde 15 ile yüzde 30'una sahip olabilmişlerdir. Bu tür hisselerin çekirdek gruba satılmasında borsa fiyatından farklı değer esas alınmaktadır. Ancak bu hisselerin fiyatları halka arz (tender) fiyatının biraz üstündedir. Bu kategorideki hisseler yüzde 2.5 ile yüzde 10 oranlarında bir artışa kadar ulaşmaktadır.

Çekirdek hissedarlarla ilgili olarak bir başka özellikte bu grup hissedarların hisse senetlerini belirli bir süre (genelde en az 2 yıl) elde tutmayı taahhüt etmek zorunda olmalarıdır. Ayrıca, hükümet tarafından mecbur edilen teknoloji ve ticari çerçevede yöneticilik yapmaları, deneyimli olmaları da şart koşulmuştur.

-Toplam hisselerin yüzde 20'si uluslararası menkul kıymetler borsasında satışa sunulmuştur. Yabancı hissedarlara sınırlama getirmenin amacı yabancı hissedarların firma yönetimini ele geçirmelerine engel olmaktır.

-Devlet "Altın hisse" sahibi olarak diğer hisseleri kontrol etme yetkisini daima sürdürmüştür. "Altın hisse" tutma yöntemi, özellikle HAVAŞ ve MATRA şirketlerinin özelleştirilmesinde kullanılmıştır.

-Asgari yüzde 10'luk bir hisse her işletmenin çalışanlarına tercihli bir fiyat üzerinden tahsis edilmiştir. İşçilerden gelen talep çok yüksek olduğu için ücretlilerin hisse talebine kısıtlama (rationing) getirilmiştir.

-Hisse senetleri halka arz yoluyla Fransız vatandaşlarına ve Fransa'da ikamet eden kişilere satılmaktadır. Buradaki amaç hisse senedinin tabana yayılmasını sağlamaktır.

-Bir başka hissedarlar grubu ise kurumsal yatırımcılardır. Bu grup hissedarların bazıları, çekirdek grupta görev alabilirler. Bunların çoğu özelleştirilen kuruluşların hisselerini satın almışlardır.

Tablo 4
Halka Arz Edilen Senetlerden Bazılarının Arz Fiyatları
(1979 - 1987)

Ülke	Kuruluş	Tarih	Hisse Satış Fiyatı(FF)	Birinci gün Kapanış Fiyatı(FF)	Prim veya İskonto %
Fransa	Compagnie Generale d'Electricite	5/ 1987	FF 290	FF 323	11.4
	Paribas	1/ 1987	FF 405	FF 480	18.5
	Saint-Gobain	11/ 1986	FF 310	FF 369	19.0
	Sogenal	3/ 1987	FF 125	FF 225	80.0
İngiltere	British Airways	2/ 1987	FF 232	FF 314	35.2
	British Gas	12/ 1986	FF 251	FF 275	9.3
	British Petroleum	11/ 1979	FF 674	FF 681	1.1
	British Telecom	12/ 1984	FF 241	FF 321	33.1
	Rolls Royce	05/ 1987	FF 316	FF 431	36.5

Kaynak: World Bank (1992)

-Çeşitli kesimlerden yatırımcılara hisse senedi satışı yapılarak karma hissedar grubu oluşturulması ve hisse fiyatlarının farklılaştırılmakla birlikte düşük tutulması Fransız özelleştirme politikasının başarısında başlıca etkenler olmuştur (Tablo 4). Düşük değerlendirme neticesinde hisse sahibi yatırımcılar önemli karlar elde etmişlerdir. Başarıda, diğer bir etkende tasarrufların hisselere dönüştürülebilmesidir.

-Fransız özelleştirmesi finansal piyasanın serbestleştirildiği (deregulation) 1984 yılından başlayarak tasarrufçu sayısında önemli gelişmelere sebep olmuş, Fransa'da yaygın hisse senedi sahipliğine önemli bir hız getirmiştir. Fransa'da 16.6 milyon tasarrufçu 12 kamu

kuruluşundan hisse senedi satın almıştır. Yeni hisse sahiplerinin yüzde 80'i hisse senetlerini uzun süre elde tutma eğilimi göstermişlerdir. Yine de özelleştirmede etkinlik hedefi ile mülkiyeti tabana yayma hedefini aynı anda gerçekleştirmek mümkün olmamıştır. Nitekim Fransa'da da hisse senetleri sahipliliğinde zaman içinde belirli kesimlerde yoğunlaşma gözlenmiştir.

-Buna ilave olarak Fransa'da sermaye piyasası ve borsanın gelişmesi özelleştirmenin başarılı olmasının bir diğer koşuludur. Özelleştirmenin başarısı için sermaye piyasasının yapısı, derinliği ve işleyişi de çok önemlidir. Fransa'da sermaye piyasasının oynadığı rol önemli boyuttadır. Bununla beraber, sermaye piyasasının gelişimi özelleştirmenin etkinlik hedefine ulaşmasına otomatik olarak katkıda bulunmayabilmektedir. Sermaye piyasasının özelleştirmeye katkıda bulunabilmesi, yönetim üzerinde bir disiplin sağlanmasına bağlıdır ki bu da Fransa'da olduğu gibi, çekirdek hissedar grubu oluşturulmasını gerektirmiştir.

Fransa'da hisse sahiplerinin büyük çoğunluğu özelleştirilen kuruluşların yönetimine karışmamakta ve yönetimi, çekirdek hissedarlar grubuna bırakmaktadırlar. Bu da işletme yönetimi üzerinde bir disiplin sağlanmasını kolaylaştıran bir unsur olmuştur.

-Özelleştirmeden elde edilen kaynak diğer devlet kuruluşlarının sermaye artırımında veya kamu borçlarının ödenmesinde kullanılmıştır.

IV. ÖZELLEŞTİRME YÖNTEMLERİ

IV.1. Özelleştirme Yöntemleri ve Mevzuat

KİT'lerin özelleştirilmesinin en önemli nedenlerinden bir tanesi, yeterince fon yaratmayan kurumların fon yaratabilecek hale getirilmesidir. Ayrıca, KİT'lerin kaynak yaratamama halinin 1982-1985 döneminde işgücü talebinde yüzde 9 azalmaya sebep olduğu tespit edilmiştir.

Özelleştirme yöntemleri ülkeden ülkeye değişmekle beraber, aynı ülkede farklı yöntemlerde kullanılmıştır. Yoğunlukla kullanılan yöntem satış şeklinde özelleştirmek olmuştur. Fransa'daki özelleştirmede kamu kuruluşlarının halka satılmasından ziyade, blok satış yöntemi ile gerçekleştirilmesine öncelik verilmiştir. Bu tür satışlara özellikle 1986-1988 döneminde başvurulmakla beraber, halka satış (tender price) metodundan da yararlanılmıştır. Bu iki tekniğin seçiminde önem verilen nokta hisse senedi fiyatlarının nasıl belirlendiği meselesidir. Maliye Bakanlığı, Özelleştirme Komisyonunca hisselerin minimum fiyatı belirlendikten sonra son kararı vermektedir. Uygulamada Maliye Bakanlığı, özelleştirilen kuruluşlar için özelleştirme komisyonu tarafından önerilen minimum fiyatın üzerinde, fakat borsada belirlenecek denge fiyatından daha düşük bir satış fiyatını seçmiştir. Her özelleştirilen firmada; hisse senedi talebi borsadaki arzı aşmış ve alınabilecek hisse miktarına sınırlamalar konması yoluna gidilmiştir. Saint-Gobain'in (Cam sanayi) özelleştirilmesinde hisse senedi talebi FF 61,6 milyona yükselirken, hisse senedi arzı FF 10,8 milyon seviyesinde kalmıştır (Karakaş-Öniş, s. 23-30). Fransız özelleştirmesindeki başarının başlıca sebebi hisse senetleri fiyatlarındaki indirimdir.

12 büyük firma halka arz yolu ile satılmış, biri piyasa dışı satışla ve biri de devlet karamamesi ile satılmıştır. "Caisse Nationale de Credit Agricole" (Ulusal Tarım Kredi Bankası) bölgesel ve mahalli kuruluşlara satılmıştır. Bu ilk 14 kuruluş özelleştirildiklerinde 333000 işçi istihdam ediyor ve 1082 ticari, sanayi ve finansal kuruluşu kontrol ediyordu. 14 ay içinde 1359 devlet kuruluşu ve bağımlı şirket özelleştirilmiştir.

Fransa'da halka arz, koordinasyonu sağlayan bir grup yerel banka tarafından düzenlenmiştir. Siparişler herhangi bir banka veya aracı firma yoluyla yapılabilmiş, arz ayrıca hem Fransız vatandaşlarına ve hem de Fransa'da yaşayan yabancılarla, Avrupa Birliği ülkeleri vatandaşlarına açık tutulmuştur. Halka arz Fransa Sermaye Piyasası Kurulu (Comission des Operations de Bourse) (COB) tarafından belirlenen kayda alma ve konuyu aydınlatma koşullarına uymak zorunluluğu ile yapılabilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu (COB), piyasa riskini azaltmak için son satışlarda halka arz dönemini sınırlarken, arzın plasmanını kolaylaştırmak amacıyla daha yaygın şekilde ön pazarlama teknikleri kullanılmasını istemektedir.

Fransa'da halka arz şirket hisselerinin plasmanında kullanılan en temel yöntemlerden birisidir. Özelleştirme yasası ve buna bağlı olarak yürürlüğe konulan borsa yönetmeliklerinde yapılan değişikliklerle kişilere yönelik olarak bazı tercihli koşulların oluşturulmasına çalışılmıştır. Örneğin hisse sayısı ile sınırlı olmak üzere, Balladur Bonoları veya senedi karşılığında hisse almak için başvuran kişilere öncelik tanınmıştır. Ekim 1993'den bu yana yapılan üç özelleştirmede halka arzedilen senetlerin tamamı, aşırı talep yüzünden hisse senedi önceliği sınırları altına çekilmiş olan, tercihli alımlara tahsis edilmiştir. Revize edilmiş borsa yönetmelikleri ile halka arzedilen hisse senetlerinin sayısının yüzde 25'e kadar artırılacağı hükme bağlanmıştır. Bu artış

kurumsal ve uluslararası kurumlara veya çekirdek hissedarlar grubuna tahsis edilen hisse sayılarında azaltma yapılarak gerçekleştirilmektedir.

Arz edilen hisselerin en az yüzde 10'u halka arzdan ayrı olarak çalışanlar için satışa çıkarılır. Bu çekirdek hissedar grubuna yapılan satışların dışındadır. Özelleştirme yasası çalışanların, yastada tanımlanmış sınırlar içinde, avans hisseleri, fiyat indirimleri, kredilendirilmiş ve ertelenmiş ödeme koşulları ve vergi avantajlarından yararlanmalarını hükme bağlamıştır. Çalışanlara ayrılan hisseler, sadece halka arz yöntemi yolu ile özelleştirme yapılıyorsa uygulamaya konulup satışa sunulmaktadır. Eğer özelleştirme özel plasman yolu ile yapılıyorsa çalışanlara hisse ayrılması uygulaması zorunlu olmamaktadır.

Fransa'da özelleştirme yasası ve değiştirilen Borsa Tüzüğü uyarınca, Fransız uyruklu kurumsal yatırımcılara sunulmak üzere ayrı bir "kurum arzı" düzenlenip bu tür yatırımcıların, önemli miktarda hisse sahibi olmasını sağlamak mümkün olabilmektedir. Bunun halka arzla aynı anda yapılması halinde kurumsal arz fiyatı halka arz fiyatına eşit olmaktadır. Kurumsal yatırımlar çok sayıda potansiyel yatırımcıya hitap ettiği ve bir özel yatırım olarak sınıflandırılmadığı için, Sermaye Piyasası Kurulu (COB)'nda tescil edilmesi ve onaylanmış bir izahnamenin dağıtılması zorunludur. Uygulamada halka arz ve kurumsal yatırımcılar için aynı izahname kullanılmaktadır. Banque National de Paris (BNP) özel bir düzenleme ile kurumsal yatırımcılara satılmıştır. Bu satışta genellikle halka arz şeklindeki satışları koordine edenlerden bir veya birkaçının başkanlık ettiği, bir kurul tarafından sözleşmeye bağlanmış ve önceden belirlenen bir hisse tahsisiyle, yerli bir kurumsal kanal oluşturulmuştur. Başvurularda zaten Fransız tüzel kişilikleriyle sınırlı kalmıştır.

Bazı satışlarda ise yerli kurumlara ve uluslararası kurumlara satış şeklinde, fakat arzedilen hisselerin yüzde 25'i ile yüzde 30'unu oluşturacak biçimde tek bir uluslararası kurum yatırımı olarak birleştirilmiştir. Bu tür özelleştirmeye Rhone Poulenc ve Elf Aquitaine özelleştirmeleri örnek teşkil eder. Uluslararası kurum yatırımı şeklinde yapılan düzenleme, garantili olmakta ve uluslararası ölçekte bir koordinasyon bankası veya bankaları tarafından denetlenmektedir. Fransa piyasası için bir baş yönetici belirlenmekte bölgesel yöneticiler sözleşmeyi imzalayan grubun oluşumu dikkate alınarak, belirlenen coğrafi alanlara atanmaktadırlar. Elf Aquitaine örneğinde ABD, Avrupa, Japonya ve dünya'nın diğer bölgelerine bölgesel yöneticiler atanmışlardır. Uluslararası ölçekteki koordinasyon, bankaları ile bölgesel yöneticiler arasındaki anlaşmaya göre, yönetime danışılarak, her bölgeye uluslararası yatırımın bir kısmı tahsis edilmekte ve her bölge içinde belirli hisse tahsisleri yapılmaktadır. Bu tür belirlemeler kısmen talep faktörü gözönüne alınarak yapılmaktadır. Buna ilave olarak hisseler için sağlam bir piyasa oluşturulması da dikkate alınan diğer bir önemli ögedir. Farklı piyasalarda senetlere olan talep, satış fiyatını belirlemede ve her bölgesel yatırımın boyutlarını saptamada bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Gerçek bir kayıt oluşturma süreci kurumsal yatırımcılara yönelik özel satışlarda vardır. Kurumsal fiyat halka arz tamamlandıktan sonra belirlenir ve halka arz fiyatından düşük olamaz. Gerçekleştirilen özellikle son yıllardaki özelleştirmelerin koşullarına dikkat edildiğinde fiyat sadece talebin bir işlevi olarak değil, borsada işlem gören özelleştirilmiş şirketin hisse senedi fiyatlarının gelişimi de esas alınarak ve hisseler için istikrarlı bir ikincil piyasa sağlamanın yararları da dikkate alınarak hareket edilmektedir. Özellikle Rhone Poulenc ve Elf Aquitaine şirketlerinin özelleştirilmesinde bu

noktalar ön plana çıkmıştır. Elf Aquitaine özelleştirmesinde kurumsal fiyat son olarak halka arz fiyatının yüzde 104.7'si olarak belirlenmiştir.

1986 ve 1988 yılları arasında yapılan 10 özelleştirmede ve 1993 tarihli yeni mevzuata göre yürütülen üç özelleştirmede çekirdek hissedarlar grubu oluşturulması yöntemi kullanılmıştır. Bu yolla devlet tarafından seçilen önemli hissedarlardan oluşan istikrarlı bir yönetim grubunun varlığının, hisse senetlerinin fiyatlarının yönetimi ve sürdürülmesinde etkili olacağı, istikrarı sağlayacağı düşünülmüştür. Çekirdek hissedar grubu tipik olarak adi hisselerin yüzde 10'u ile yüzde 30'u kadarna kadar kollektif olarak sahip olan 10-15 kişiden oluşmaktadır. Şirket sermayesinin yüzde 10-30'luk bir kısmını özel işlem yoluyla halka arz ve kurumsal fiyat üzerinden bir primle, çekirdek hissedar grubuna aktarmaya karar vermek yönetimin yetkileri arasındadır. Çekirdek hissedar grubunda yer alan kişiler, ihale şartnamesine dayanan mali referans ve teklif verme işlemi sonucunda seçilirler. İhale şartnamesi satın alınan hisselerin belirli bir süre içinde elden çıkarılması ve grup içinde kalındığı sürece belirli bir yüzdenin (yüzde 80) 15 ile 21 ay arasında değişen bir süre elde tutulması için taahhütü içermektedir. Bunu takibeden belirli bir süre içinde (örneğin üç yıl) hisse devirleri diğer çekirdek üye grubu lehine rüçhan hakkına bağlıdır. Çekirdek grubun hissedarları, mali veya ticari kaygılara yer vermeyecek ve kuruluş amaçlarını yerine getirebilecek yetenek ve güvene sahip kişiler arasından seçilirler. Yeni özelleştirme mevzuatına göre, özelleştirme komisyonunun da çekirdek grup üyelerinin seçimini onaylaması gerekir. Çekirdek grup içine Avrupalı ve diğer yabancı şirketler normalde dahil edilmemekle birlikte bazı yabancı firmalara da bu grup içinde yer alma ayrıcalığı tanınmıştır. Normalde, çekirdek grubu temsil eden işletmeler Fransız kuruluşlarından oluşturulmaktadır.

Yeni mevzuatın getirdiği yeniliklerden bir başkası da özelleştirilecek kuruluşun sermayesinin bölümler halinde satılmasına olanak vermesidir. Üç yıla kadar yayılmış taksitler halinde ödeme olanağı veren tercihlere açık kapı bırakan yasa hükmü, idarenin isteği üzerine, çekirdek grup hissedarlar da dahil tüm bireyleri ve yatırımcı gruplarını kapsayacak şekilde genişletilmiş olmasına rağmen bugüne kadar yapılan özelleştirmelerde uygulanmamıştır.

Kamu işletmesinin özelleştirilmesiyle sahip olunan yabancı yatırımcı sınırı yüzde 20 olarak belirlenmiş, yabancı yatırımcılara daha fazla hisse alabilme olanağı verilmemiştir. Bununla beraber bu sınır 1 Ocak 1994 tarihinde yürürlüğe girmiş olan Avrupa Ekonomik Alanı (EEA) sözleşmesi gereğince, Avrupa Birliği yatırımcılarına, veya EFTA yatırımcılarına uygulanmamaktadır. AB ve EEA yatırımcıları artık yüzde 20 sınırından çıkartıldıkları için, diğer yabancı yatırımcıların talep edebileceği sermaye payı önemli ölçüde artmıştır. Bundan böyle, yabancı yatırımcılar, devletin elindeki altın hisse koşullarının zorunlu kıldığı herhangi bir onay şartına, normal borsa tüzükleri ve yabancı sermaye yönetmeliklerine tabi olarak, ilave paylara sahip olabileceklerdir. Böylece, bir yabancı tarafından Fransız kuruluşları ile sınıai, ticari veya mali bir anlaşma yapıldığında, yabancı sermaye tavanına ilişkin, ayrıcalığa izin verilebilmektedir. Böyle bir durumda yabancı yatırımcı tarafından elde edilen pay yüzde 20 sınırı içine dahil edilmemektedir.

Özelleştirme yasanı, Roma Antlaşmasının 55, 56 ve 223. maddeleri uyarınca, stratejik önemi olan sektörlerin özelleştirilmesi halinde yabancı bireyler veya tüzel kişilikler tarafından (AB veya diğer EEA dahil) sermaye payının yüzde 5'ini aşacak biçimde satın alınması halinde Ekonomi Bakanlığı'ndan önceden izin alınması zorunluluğunu

getirmiştir. Savunma, güvenlik ve sağlık konularına giren alanlar stratejik alanlar olarak yasada belirlenmiştir.

Hükümet, yabancı yatırımcıların özelleştirilen şirketlere hissedar olmasını teşvik etmiştir. Ancak bu güne kadar yapılan en büyük iki özelleştirmede, bireysel yatırımcılara öncelik tanınmasına karar verilmiş olduğundan, yabancı tahsisi görece düşük tutulmuştur. BNP özelleştirmesinde, özel arzla satılan yüzde 13.5 hissenin yüzde 4.5'ini yabancı yatırımcılar almıştır. Rhone Poulenc özelleştirmesinde ise özel arzla satılan yüzde 2 hissenin yüzde 6'sını yabancılar satın almıştır.

Özellikle uluslararası satışa çıkarılan özelleştirmelerde hükümet hem yabancı hemde Fransız bankalarından danışmanlık hizmeti almıştır.

IV.2. Altın Hisse

Özelleştirme yasasına göre "Ulusal çıkarlar gerektiyorsa" hükümet karamame ile bir altın hisse oluşturabilmektedir. Yeni kurallara göre altın hissenin süresi belirsizdir ve ulusal bağımsızlığın tehlikede olduğu durumlarda kaldırılamaz. Altın hisse oluşturulması metodu çok sık başvurulan bir yöntem olmamıştır. Matra ve Havas'ın özelleştirilmesinde bir altın hisse oluşturulmuştur. Bir altın hisse uygulaması da Elf ve Bull kuruluşlarının özelleştirilmesinde programlanmış, ancak uygulamaya konulmamıştır:

Altın hisse hükümleri gereğince Ekonomi Bakanlığı şu üç haktan bir veya birkaçını altın hisseye dahil etme yetkisine sahiptir.

-Sermaye yüzdesi olarak, yatırımcının karını, tanımlanmış bir veya daha fazla amaca ulaştıran satın almalarda önceden Ekonomi Bakanlığı'ndan izin alınması zorunluluğu;

-Yönetim kurulunda oy hakkı olmayan bir veya iki temsilci bulundurulması hakkı;

-Ulusal çıkarlara aykırı olabilecek, kıymet satışları veya taahhütlerini veto etme hakkı (Çelebi, 1995).

Belirtilen üç seçeneğin üçüde Elf özelleştirmesinde altın hisse hükümlerine dahil edilmiştir.

Bu yetkiler özellikle yabancı yatırımcılara yönelik değildir. Yasaya göre altın hisseler ulusal bağımsızlığın tehdit edildiği durumlar dışında herhangi bir zamanda adi hisse haline dönüştürülebilirler veya altın hisse hakkı kullanılmayabilir.

V.SONUÇ

Özelleştirmenin başarısı için sermaye piyasasının yapısı, derinliği ve işleyişi çok önemlidir. Fransız özelleştirmelerinde sermaye piyasası önemli bir rol oynamış, buna rağmen sermaye piyasasının yapısı ve gelişimi özelleştirmenin etkinlik hedefine ulaşmasını yeterince sağlamamıştır. Sermaye piyasasının özelleştirmeye katkıda bulunabilmesi Fransa'da çekirdek hisse oluşturulmasını gerektirmiştir. Bu nedenle etkinlik hedefi ile mülkiyeti tabana yayma hedefini aynı anda gerçekleştirmek kolay olmamaktadır. İngiltere'de olduğu gibi Fransa'da da özelleştirmelerden belli bir süre sonra hisse senetleri sahipliğinde belirli kesimde yoğunlaşma gözlenmiştir. Zaten, özelleştirmede çekirdek hissedarların önem kazanmasının da sermayenin tabana yayılması ilkesinin tam olarak gerçekleştirilememesinde rolü vardır. Özelleştirmede yatırımcılar arasında yeterli ölçüde çeşitlilik sağlanamadığı "çekirdek hissedarlar"ın seçiminde ve oluşmasında yeterli özen gösterilmediği hususları için Maliye ve Özelleştirme Bakanı yoğun bir şekilde eleştirilmiştir.

Ayrıca, bu özelleştirme programları sonunda Fransa'daki piyasanın İngiltere'deki sermaye piyasası derinliğinde geliştiğini söylemek mümkün değildir. Özelleştirme programının önemli etkilerinden biri de Paris borsasının gelişme sürecine katkıda bulunmakla birlikte bu gelişme Londra borsası kadar olmamıştır (Tablo 5). GSMH'nin bir yüzdesi olarak borsa işlemleri Fransa'da (yüzde 25), Tokyo'da (yüzde 63), New York'ta (yüzde 65) ve Londra'da (yüzde 91) olduğundan çok daha düşüktür (Çelebi, 1995). Bu nedenle Paris borsası büyüme potansiyeli olan borsalardan bir tanesi olarak görülebilir.

Tablo 5
Özelleştirme ve Sermaye Piyasası Gelişmeleri

Ülkeler	Borsada Satılan Kit Sayısı	Borsa yoluyla Sağlanan Hasılat (US \$ milyon) (a)	Kapitalizasyon Oranı olarak Satış hasılatı (b)	Yeni Pay Sahipleri Sayısı
Fransa	14	5148	3.0	5.000.000
Jamaica	3	121	12.6	30.000
Japonya	1	75.600	1.7	1.670.000
Nijerya	16	27	2.0	400.000
İngiltere	14	51.721	6.0	7.400.000

Kaynak: The World Bank Research Observation vol. 9, no: 2 (July 1994) s. 241-272
(a) Rakamlar hisse ihalelerini ve halka arzı içerir.
(b) Piyasa kapitalizasyonu son halka arz yılındaki fiyattır.

Yukarıda da belirtildiği gibi Fransız piyasası yabancı ihraçlara da açıktır. Borsada işlem gören şirketlerin yaklaşık üçte biri yabancıdır. Tüm Avrupa Ekonomik alanı (EEA) yatırımcıları (savunma, güvenlik, kamu sağlığı sektörleri dışında) yabancı sermaye kısıtlamalarına tabi değildir. Özelleştirme yasasına göre özelleştirmeden sonra yabancı sermaye (EEA hariç) için, yüzde 20'lik genel tavanın korunması gerekmekte; yüzde 20'lik sınırın, istisnaları sadece bir yerli yatırımcıyla sınırlı, ticari veya mali işbirliği anlaşmasının yapılmış olduğu durumlarda mümkün olmaktadır. Aynı yasa ile kamu sektörü şirketlerinin bazı yan

kuruluşlarının özelleştirilmesine ilişkin kurallar, bazı alışverişlerin ticari işlemlerinin basitleştirilmesi de dahil olmak üzere serbestleştirilmiştir. Fransız Hükümeti, hisse satın alan ortaklara sınırlama getirme hakkına daima sahip olmuştur.

Dünya Bankası araştırma projeleri çerçevesinde yapılan bir araştırmaya göre, özelleştirmenin ülke içi ve uluslararası refah seviyesini önemli ölçüde olumlu yönde etkilediği 12 ülkeden 11'inde ortaya çıkmıştır. Bunlardan 9 tanesi rekabetçi piyasaya sahip olmadıkları halde verimlilik 12 ülkeden 9'unda artmış diğer üçünde ise aynı kalmış görünmektedir. 9 ülkede işçilerin bu satışlar sonunda refah seviyeleri kötüleşmemiş, geri kalan üç ülkede ise yükselmiştir. Özelleştirmeye katılan yatırımcılar para kazanmışlar ve diğer pay sahipleride zaman içinde kazançlı çıkmışlardır. Tüketicilerde ya bu satışlardan yararlı çıkmışlar veya en azından daha kötü duruma düşmemişlerdir.

Diğer araştırma çalışmalarında da özelleştirmeden sonra firmalarda gelişme olduğu saptanmıştır.

Özelleştirme, Fransa, İngiltere, Japonya gibi ülkelerde sermaye piyasasının geliştirilmesi amacıyla da kullanılmış olmakla birlikte, bu yönünün abartılmaması gerekir. Ayrıca, birçok hükümet hisselerin geniş kitlelere yayılmasını özelleştirmenin başlıca hedeflerinden birisi olarak görmüşlersede pay sahibi sayısı zaman içinde yeniden azalmış, alınan bütün önlemlere, verilen teşviklere rağmen hisseler belli çevrelerde toplanmıştır.

KAYNAKLAR

- Cevizoğlu, M. Hulki (1989), **Türkiye'nin Gündemindeki Özelleştirme.**
- Çelebi, Işın (1995), **Yeni Bir Düzen Anlayışı: Özelleştirme.**
- Florencio Lopez-de Silanes (1996), "Determinants of Privatization Prices" **NBER Working Paper 5494**, March, 1996.
- Karataş, Cevat ve Öniş, Ziya (1994), **Dünya'da Özelleştirme ve Türkiye**, TÜSES.
- Kikeri, Sunita; Nellis, John; Shirley, Mary (1992), **Privatization: The Lessons of Experience**, World Bank.
- Kikeri, Sunita; Nellis, John; Shirley, Mary (1994), "Privatization: Lessons From Market Economies" **The World Bank Research Observation** vol. 9 No.2 July 1994.
- OECD Survey, France, 1995.
- Özmen, Selahattin (1987), **Türkiye'de ve Dünya'da KİT'lerin Özelleştirilmesi.**
- Richard Hemming ve Ali M. Mansoor (1988), "Privatization and Public Enterprises" **IMF Occasional Paper** No. 56.