

**T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME BÖLÜMÜ
YÖNETİM VE ORGANİZASYON
ANABİLİM DALI**

**SERMAYE PİYASASINDA MENKUL KIYMET BORSALARI
ORGANİZASYON VE YÖNETİMİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İnci ACAR

İSTANBUL - 1992

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Oğuz URAS

İÇİNDEKİLER

- 1 - SERMAYE PİYASASI
- A - TANIMI VE İHTİYACINI ARTTIRAN GELİŞMELER
 - 1 - Sermaye Piyasasının Tanımı
 - 2 - Türkiye'de Sermaye Piyasası İhtiyacını Arttıran Gelişmeler
 - a - Ekonomik Gelişmeler
 - b - Sosyal Gelişmeler
- B - TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASININ GELİŞİMİ İÇİN GEREKLİ ÖNLEMLER
 - 1 - Piyasanın Gelişme Yolunda Karşılaştığı Engeller
 - a - Sermaye Arzı Yönünden
 - b - Sermaye Talebi Yönünden
 - 2 - Sermaye Piyasasının Gelişimi için Gerekli Önlemler
 - a - Ekonomik İstikrar
 - b - Hisse Senedi Arzını Arttırmaya Yönelik Önlemler
 - c - Talebi Geliştirmeye Yönelik Önlemler
 - d - Piyasadaki Çekingenlikler Giderilmesi
 - e - Sermaye Piyasasının Dışa Açılması
 - f - Sermaye Piyasasının Rekabete Özendirilmesi

ÖZET :

Türkiye birçok ölçekte, özellikle tüketim açısından batı ülkelerine yaklaşırken üretim ölçekleri hep düşük düzeyde kalmıştır. Üretim için gerekli olan yeteri kadar gelişmiş bir personel birikimi ve en yeni teknolojilere yatırım eğilim olduğu halde üretim bakımından yeterli olunamaması nedenlerinin araştırılması önem kazanmaktadır.

Yapılması gerekli en önemli iş kıt kaynakların en uygun alana aktarılarak, Toplumun zenginleşmesini sağlamaktır.

Ülkemizdeki tasarruf meyilinin yüksek olmadığı bilinmektedir. Zaten düşük düzeylerde olan tasarrufların, yatırımlara dönüştürülmesindeki eksiklik, üretim bakımından yeterli olunmamasının nedenleri arasında ilk sıralarda yer almaktadır.

Bu çerçevede, menkul kıymet borsalarının, kaynak sıkıntısı nedeni ile tesisini büyütmeyen veya yeni yatırım yapamayan sanayicilerin kayanık ihtiyaçlarını gideren , yıllardır altından başka tasarruf aracı tanımayan mali yatırımlara en yüksek kazanç olanağı verebilen bir kurum olarak çok önemli işlevleri vardır. Ülkemiz sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olmasının da tasarruf aracı olarak menkul kıymetlere yatırımın cazip olmamasında etkili olduğu söylenebilir. Ekonomik istikrarın bir türlü sağlanamaması, sermaye piyasasının gelişmesini önlemektedir.

Yapısal değişiklikler sonucunda menkul kıymetlere yatırım yapanların uğradığı zararlar nedeni ile sermaye piyasası, tasarruflarını menkul kıymetlere yatırım yaparak değerlendirmek isteyen kesim için, güvenlik olmaktan çıkmaktadır. Ülkemizde yapısal değişiklikler, kamu otoritesince alınan kararlar sonucunda oluştuğundan yapısal değişiklik nedeni ile uğranılan kayıplar yine herhangi bir kamu kuruluşu tarafından giderilmelidir.

Sermaye piyasası son derece karmaşık bir piyasa olduğundan, iyi yetiştirilmiş insangücüne büyük ihtiyaç vardır. İyi yetiştirilmiş insan gücü ise , ancak organize bir eğitim ile sağlanabilmektedir,

Ülkemiz sermaye piyasasının gelişimi için, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Devlet organı olmaktan çıkartılması ve özerk olması gerekmektedir.

1- SERMAYE PİYASASI :

A- TANIMI VE İHTİYACINI ARTTIRAN GELİŞMELER :

1- Sermaye Piyasının Tanımı :

Günümüzde gelişmiş veya gelişmekte olan tüm ülkelerde, kamu müdahalesinin en fazla olduğu sektör, ekonomide lokomotif görevi gördüğünden finans sektörüdür. Bu lokomatifi yürüten ise birimlerin tasarruflarıdır. Ekonomide gelişme sağlanabilmesi " finansal pazar - ların " tasarrufları yatırımlar dönüştürme işlevini tam olarak yapabilmesine bağlıdır.

Bir ekonomide ekonomik birimler, tasarruf edenler ve yatırım yapanlar şeklinde ikiye ayrılır. Tasarruf fazlası olan ekonomik birimlerin gelirleri harcamalarından fazladır. Devlet de bütçesi fazla olan ekonomik birimlerin gelirleri harcamalarından fazladır. Devlet de bütçesi fazla verdiği müddetçe tasarruf fazlası olan ekonomik birimdir. Tasarruf açığı olan ekonomik birimlerin giderleri gelirlerinden fazla olduğunda, açık verebilir.

Tasarruf fazlası olan ekonomik birimler, tüketimden vaz geçmelerinin bedeli olarak gelir sağlamak, tasarruf açığı olan ekonomik birimler ise planladıkları yatırımları gerçekleştirmek isterler.

Bu durum karşısında, fon arz edenler ile, fon talep edenler arasında bir piyasa oluşur.

Pazar veya piyasa, satıcı ve alıcıların, doğrudan aracılarla ya da iletişim araçları kanalı ile sunu ve istemede bulunmak, mal ve hizmet alışverişi yapmak üzere karşılaştıkları zaman ve yer olarak tanımlanmaktadır. Alıcı ve satıcının bir araya getirilmesi bakımından gerekli organizasyon ve kurumlaşmanın mevcut olup olmaması, piyasanın etkiliği bakımından çok önemlidir. Bu tür kurumlaşmanın mevcut olduğu piyasalara organize piyasalar, kurumlaşmanın bulunmadığı veya çok zayıf bulunduğu piyasalar da organize olmayan piyasalar denilmektedir.

Konumuz sermaye piyasasını açıklamak olduğuna göre, piyasa kavramından sonra, sermaye kavramını da açıklamakta yarar vardır.

Sermaye piyasası açısından sermayenin tanımı ise, iktisat kitaplarındaki tanımdan farklı olmaktadır. Sermaye piyasasına göre sermaye

(1) Yazıcı, Mehmet, Sermaye Piyasası ve Denetimi : Met-Er

Matbaası, İstanbul 1987, Sh. 19

(2) Oğuz, Murat, Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi, İstanbul

piyasasına göre sermaye, orta ve uzun vadeli fonlardır. Bu tanıma göre bir yıldan daha kısa ve vadesiz fonların alışverişi, sermaye piyasası ile ilgili sayılmamaktadır. O halde sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır (3).

Sermaye piyasasında fon arz ve talebinin yardımcı kuruluşlar kanalı ile yapılmasının nedeni, tasarrufların direkt olarak ihtiyacı olanlara aktarılmasının güçlüğüdür. Her kişinin tasarruflarını değerlemede, risk ve karlılık konusundaki tercihleri birbirinden farklı olabileceği gibi, tasarruf açığı olan kişilerin de risk ve karlılık tercihleri farklı olabilir. Bu nedenle aynı tercihleri olan kimselerin birbirlerini bulmaları, ve fon alışverişi yapmaları oldukça zordur. Bu durumda iki tarafında, risk ve karlılık konusundaki tercihlerini bağdaştıracak ve tasarrufların en etkili bir şekilde ihtiyaç duyulan alanlara yöneltilmesini sağlayacak, bir mekanizmaya ihtiyaç vardır ki, bu mekanizmaya finansal aracılık " Financial Intermediation " denilmektedir (4)

Fon talep edenler, yalnızca orta ve uzun vadeli olarak değil, ihtiyaç durumlarına göre, kısa vadeli fon da talep edebilirler. Kısa vadeli fon arz ve talebi, sermaye piyasasında değil, para piyasasında gerçekleşir. Para piyasaları, likitidasyonları yüksek borçlanma araçlarının alınıp satıldığı piyasalardır. Devletin, özel sektörün ve bazı durumlarda bireylerin kısa dönemli finans ihtiyaçları, para piyasasında karşılanır. Para piyasalarında fon talep edenler, Devlet özel kesim ve bireyler olurken, fon arz edenler, ticari bankalar, bankerler, tüketici kredi kuruluşları ve ipotekli emlak kredi kuruluşları olmaktadır. Para piyasasının en önemli kuruluşları ticari bankalar olup, topladıkları tasarruf fonları, kısa vadeli finansman ihtiyaçları bulunanlara borç vererek ve karşılığında faiz almak sureti ile gelir elde ederek, para piyasasının etkin çalışmasında önemli rol oynamaktadırlar.

Hazine bonoları, kısa vadeli tahviller, alınıp satılmaya elverişli her türlü ticari kağıtlar, banka mevduat nesapları ve kredi kartları para piyasasının önemli araçlarıdır.

(3) Karslı, Muharrem, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler Kral Matb. 2. Baskı, İstanbul 1989, Sh. 17

(4) Bozkurt, Ünal, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, Yön Ajans İstanbul 1988, Sh. 3

Para piyasalarından farklı olarak sermaye piyasaları, kamu ve özel kesimin esas itibari ile yatırım amacına yönelik, orta, uzun ve sonsuz vadeli ihtiyaçlarının karşılandığı piyasalardır. Para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki farkları aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

Para piyasasına geçici ve mevsimlik nakit sıkıntısının giderilmesi için, sermaye piyasasına ise, genellikle sabit yatırımlar veya devamlı işletme sermayesinin finansmanı için başvurulur.

Para piyasasında kaynaklar, vadeli veya vadesiz tasarruflardır. Para piyasasında ise, devamlılık gösteren tasarruflardır.

Para piyasası araçları ticari senetler, sermaye piyasası araçları ise hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlerdir.

Para piyasasında vade kısa olduğundan risk ve faiz oranı düşük olmakta, sermaye piyasasında ise vade uzun olduğundan, risk ve faiz oranı yüksek olmaktadır.

Fon arz ve talep edenler, ihtiyaçlarına göre bu iki piyasadan birine veya her ikisine birden başvurabildikleri için, farklı yönlerine rağmen, bu iki piyasası, mali piyasayı oluşturmaktadır. Gerek kısa vadeli, gerekse orta ve uzun vadeli fon arz ve talepleri, mali piyasa çerçevesi içinde oluşur. Kısa vadeli fon arz ve talebi, mali piyasanın bir bölümü olan para piyasasında, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebi ise, yine mali piyasanın diğer bölümü olan sermaye piyasasında gerçekleşir.

Sermaye piyasası, bazı düşünürler tarafından çok daha geniş kapsamlı olarak yorumlanarak ve para piyasasını da içerecek şekilde mali piyasa anlamında da kullanılmakta ve bu piyasada fon ve arz talebi ayrı, ayrı hukuk kurallarına bağlı olduğu görüşünden hareketle, sermaye piyasaları para piyasası, kambiyo piyasası, menkul kıymetler piyasası, pay belgesi piyasası ve ödünç verme piyasası gibi türlere ayrılmaktadır (5).

Sermaye fonları, menkul kıymetlerin alım ve satımı ile el değiştirdiğinden, sermaye piyasasının menkul kıymetler piyasası ile eş anlamlı olarak kullanılması mümkündür. (6). Çalışmalarımızda da sermaye piyasası, menkul kıymetler piyasası ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır.

(5) Yazıcı, Mehmet, a.g.e. Sh. 25

(6) Karslı, Muharrem, a.g.e. Sh. 18

2. Türkiye'de Sermaye Piyasası İhtiyacını Arttıran Gelişmeler:

Türkiye de, ekonomik gelişimini henüz tam olarak tamamlayamamıştır. Sermaye piyasasının, bütün kurumları ile işlerlik kazanabilmesi için, sosyal olarak da., gelişmişlik düzeyinde olunması gerekmektedir ve burada da kat edilmesi gereken yollar vardır.

Türkiyede sermaye piyasası ihtiyacını arttıran gelişmeleri, ekonomik ve sosyal yönden ele almakta yarar vardır.

a- Ekonomik Gelişmeler :

9.7.1961 tarihli T.C. Anayasasınının 129. maddesi hükümlerine göre ve 91 sayılı kanunla kurulan Devlet Planlama Teşkilatı, 1. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1963-1967) dönemde, ihracat politikamızın birkaç tarım maddesine dayalı olan, ihraç mallarımızın çeşitlendirilmesi yönünde ve sinai mamul ihracını arttırmaya yönelik stratejiler belirlemiştir (7).

Planlı kalkınma dönemine girilen bu yıllarda, sinai kuruluşlarında büyüme yolunda bir eğilim ortaya çıkmıştır. Girişimcileri daha büyük ölçekli kuruluşlarında büyüme yolunda bir eğilim ortaya çıkmıştır. Girişimcileri daha büyük ölçekli kuruluşlar kurmaya veya ölçeklerini büyütme zorlayan bu gelişmeler, finansman olanaklarının yetersiz olması nedeni ile, kaynak sıkıntısı sorununu da beraberinde getirmiştir.

Birinci Beş yıllık Kalkınma Planı doğrultusunda belirlenen stratejiler sonrasında, şirketler planlamaya ağırlık vererek, yatırım bütçeleri yapmaya başladılar. En karlı yatırım alanının seçimi ve kaynakların bu alana yöneltilmesi çok önemli olduğundan, yatırım planlaması yönetimin ana fonksiyonlarından birisidir denebilir.

Enflasyon, bu etkilerini Türkiye ekonomisinde bütün ağırlığı ile göstermiş, özellikle 1970 sonrasında kronikleşen bir yapıya bürünmüştür. Yatırım mallarında, fiyatların düzeyi 1963'de 100 kabul edildiğinde, 1970 de, 153.6 ya, 1982 sonuna göre de 5386.9'a ulaşmıştır. (8) Enflasyona paralel olarak, Türk parasının yabancı paralar karşısın-

(7) D.P. T. 6.5 Yıllık Kalkınma Planı O.İ.K. Raporu, Döviz Kazan Dırıcı Faaliyetlerin Teşviki Politikaları, Ankara 1990, Sh. 5

(7) Eş, Mecit, Kuruluş Döneminde (1961-1982) Türkiye Sermaye

Piyasası (Gelişmeler, Sorunlar) , Ankara Ün. Yayın ları

Kütahya 1989 , Sh. 5

daki değeri de düşmüş ve şirketler, ithalatlarının büyük bir kısmını oluşturan sınai girdikleri için daha fazla fon ayırmak zorunda kalmışlardır. Öte yandan petrol fiyatlarındaki artışından da büyük ölçüde etkilendiklerinden, sorunları daha da ağırlaşmıştır.

Bankacılık sisteminin yeterli gelişmişlik düzeyinde olmaması sonucunda şirketler, belirledikleri üretim ve yatırımları yapamaz duruma gelmişler ve bu derecede yüksek fonları, ancak sermaye piyasası kaynaklarından tedarik edebileceklerini düşünmeye başlamışlardır.

Sermaye piyasasının ihtiyacının hissedilmesinde, ekonomik olarak etkinliği olan diğer bir faktör de, tasarruf gücünün yaygınlaşmasıdır. Fertler açısından sermaye piyasası, tek başına gelir getiren bir yere yatırılmıyacak kadar küçük fonların, verimli yerlere yatırılmasına ve sahiplerine ek bir gelir getirmesine olanak sağlar. Öte yandan tasarruf sahipleri, tasarruflarını enflasyon erozyonundan koruyarak, enflasyonun üzerinde bir gelir beklentisi içine girerler. Sonuçta tasarruf sahipleri tasarruflarını gayrimenkullere yatırma, banka mevduat faizlerinden yararlanma, altın ve başka kıymetli maddelere yatırma, yabancı paralar yatırarak kur artışlarından yararlanma gibi muhtelif yatırım alternatifleri arasından getirisini en yüksek bulduklarına veya menkul kıymetlere yatırır. Bu bakımdan tasarrufların yatırıma dönüşmesi ve sermaye piyasası alternatiflerinin ağırlık kazanabilmesi için, getirisinin de diğerlerinden yüksek olması gerekir.

Kişiler, hangi nedene tasarruf ederlerse etsinler birikimlerini en azından enflasyon karşısında korumak isteyecekleri gibi, enflasyonun da üzerinde bir gelir beklerler. Enflasyon, bilindiği gibi genel fiyat düzeyinde artış olması olarak kabul edilir ve talebin, ekonominin üretim kapasitesini aşması halinde talep enflasyonundan, kaynak sahiplerinin piyasa üzerindeki kontrol güçlerini, sahip oldukları üretim faktörleri için daha fazla gelir etmek amacı ile kullanmaları sonucunda ise, maliyet enflasyonundan söz edilir (9) .

(8) Es. Mecit, a.g.e. Sh. 7

(9) Salvatore, Dominic, A. Diulio, Ugene, A İktisat, İlkeler ve Kavramlar, Ankara 1983, Teknik Basım San, Sh.89

Türk toplumunda altın, geleneksel tasarruf aracı olma özelliğini sürdürmekte olup, halen 50 milyar olduğu söylenen dış borçlara karşılık, yine yastık altlarında bu tutarda altın olduğundan söz edilmektedir. (10)

Sonuç olarak, Türkiye'de sermaye piyasası ihtiyacını arttıran ekonomik gelişmelerin, menkul kıymet sunumu yönünden Türkiye'nin planlı kalkınma dönemi ile başlayan ve şirketlerin büyüme ve yüksek teknolojili yatırım amaçlarını gerçekleştirebilmek amacı ile, özvarlıklarının yeterli olmaması ve yabancı para girdi maliyetlerinin de yüksek olması nedeni ile, sermaye piyasasından kaynak sağlama istemlerinin artması ve Devlet'in'de, yine kaynak sağlama amaçlarından kaynaklandığı söyleyebiliriz.

Menkul kıymet istemi yönünden sermaye piyasası ihtiyacını arttıran ekonomik gelişmelerin, diğer alternatiflerin enflasyona karşı yenik düşmesi ve yatırımcıların başka alternatifler araması sonucunda, sermaye piyasasına olan talebin artması ve altın'a yapılan yatırımın yavaş, yavaş gelenek olmaktan çıkmakta olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

b- Sosyal Gelişmeler ;

Sermaye piyasasının, sosyal adalet kavramı açısından, büyük önemi olduğunu ifade eden düşünürlerin sayısı az değildir. Bu düşünürlere göre, servet gelir dağılımının düzeltilmesi konusunda sermaye piyasasının büyük önemi vardır. Sermaye piyasasının üretimde kullanılan sermayenin büyük önemi vardır. Sermaye piyasasının üretimde kullanılan sermayeyi çok sayıda tasarruf sahibinden toplaması dolayısı ile, üretim malları üzerindeki mülkiyetin yaygınlaşmasına ve üretimden elde edilen kar'ın geniş bir kitleye dağıtılmasına yardımcı olabileceği savını öne süren düşünürler de vardır. (11) . Böylelikle halk kapitalizminin doğmasına yol açabileceği ileri sürülerek, A.B.D.'nin sermaye piyasasına önem vermesinde, kapitalizme karşı olan düşüncelerin sivrilmemesi yolunda, sermaye piyasası kanalı ile mülkiyetin yaygınlaştırılarak, piyasanın siyasal amaçlara hizmet içinde kullanılmak istenmesi etkin bir rol oynamıştır (12) .

(10) Alfa Ltd. Şti; Halkesin Borsa Rehberi; İst. 1990 kurış Mat. sh. 7

(11) Es, Mecit; a.g.e. Sh. 1.

(12) Tuğrul, Ansay; Çağdaş Anonim Şirketlerin sorunları ve Türk Anonim

Şirketleri ; Ankara 1971 ; Sh. 36

Halka açık kuruluşların geliştiği ülkelerde, üretim araçları mülkiyetinin kamuya ait olduğu kamu sektörü, mülkiyetin büyük sermaye sahiplerine ait olduğu özel sektör ve mülkiyetin geniş halk topluluklarına ait olduğu halk sektörünü mevcut bulunduğu bilinmektedir.

Halk sektörü, küçük tasarrufları büyük işletmeler içinde bir araya getirerek sermaye birikimin sağlamaya beraber, üretim araçları mülkiyetini geniş halk topluluklarına yayarak ve toplumda daha dengeli bir gelir dağılımını sağlayarak sosyal bir görevi de yerine getirebilir.

Sermaye piyasasının sosyal bazı yararlarına karşı, sosyal zararlarını da gözardı etmemek gerekir.

Sermaye piyasası, genellikle büyük kuruluşların yararına işler. Küçük kuruluşların menkul kıymet ihraç ederek bunları halka satma şansı, büyük ve isim yapmış kuruluşlardan daha azdır(13).

Şirket bilançolarının iyi denetlenmediği piyasalarda, bazı şirketlerin yönetim kuruluna hakim ortakları, bilanço üzerinde oynayarak, kar'ın az olduğu veya az gösterildiği yıllarda hisse senetlerinin değerini düşürüp piyasadan düşük fiyatla toplayıp, ertesi yıl ise, şirket kar'ını olduğundan yüksek gösterip, hisse senetleri fiyatlarını yükselterek büyük kazanç sağlama olanağı bulabilirler.

Orta ve dar gelirli yatırımcıların tasarruf gücünün zayıf olduğu ülkelerde, sermaye piyasasının olanaklarından yalnız yüksek gelirli yatırımcılar yararlanabilir.

Bazı şirket yöneticilerinin, şirketleri hakkında, beklenen kar, temettü dağıtım ve sermaye arttırımı politikaları ile ilgili olarak bildiklerini kendi çıkarları doğrultusunda kullandıkları da bilinmektedir.

B- TÜRKİYEDE SERMAYE PİYASASININ GELİŞİMİ İÇİN GEREKLİ ÖNLEMLER :

Türkiye'de sermaye piyasasının bazı eksiklikleri olmakla beraber oluştuğunu söyleyebiliriz. Piyasının tam olarak gelişmesi, ekonomik ve sosyal yönlerden bağımsız olarak düşünülmemeyeceğine göre, ülkemiz'de de, bu alanlardaki gelişmişlik düzeyine paralellik göstermesi doğaldır. Sermaye piyasasının az gelişmesinin nedenleri aşağıdaki gibidir.

1- Piyasanın Gelişme Yolunda Karşılaştığı Engeller ;

a- Sermaye Arzı Yönünden ;

Sermaye piyasasına fon arz edenlerin; tasarruflarını yatıracakları muhtelif kullanım alanları vardır. Alternatiflerin her birinin, diğer alternatifler karşısındaki sahip oldukları avantajlar, yatırımcıların tercihlerini etkileyecektir. Bireyler; ister ihtiyat saiki ile, ister spekülasyon saiki ile hareket etsinler, tasarruflarını değerlemede, tasarruflarını değerlemede, tasarruf aracının likitidesinin yüksek olmasını isterler. Bu bakımdan ihtiyat saiki ile hareket edenler, ihtiyaçları olduğunda paraya çevrilememe veya çok düşük fiyatla paraya çevrilme riskine karşı sermaye piyasasına gitmekte çekingen davranabilmektedirler.

Altın ve döviz yatırımı, son yıllara kadar enflasyon karşısında en güvenilir yatırım aracı olmuş, üstelik likitidesi de yüksek yatırım aracı olma özelliğini korumuştur.

Bankaların, tasarrufları çekebilmekdeki cazibesi, etkin bir devlet denetimi altında olmaları ve tasarruf mevduatını koruyucu yasal düzenlemelerin sağladığı güven ortamındadır. Ayrıca, banka şubelerinin yaygın olması ve yoğun reklam kampanyaları nedeni ile toplumun bir parçası durumuna gelmesi, yatırımcı açısından ilk sıralardaki yatırım aracı olmalarını sağlamaktadır.

Muhtelif yatırım alanları arasında sermaye piyasasının en büyük dezavantajı, adeta klasikleşmiş diğer alanlar yanında henüz yeni olması ve menkul kıymetlere yeterli likitideyi sağlayamamasıdır.

Ayrıca, tahvillerin faiz tavanı, kamu otoriteleri tarafından belirlendiğinden, bazen enflasyon nedeni ile negatif getiri sağlamış ve bu husus, tahvil talebini olumsuz şekilde etkilemiştir.

Hisse senetlerindeki değer artışı, genellikle enflasyon oranının üzerinde olmasına rağmen, likitide sorunu nedeni ile yatırımcı ilk başlarda sadece dağıtılacak temettü ile ilgilenmiş ve temettüler de yine genellikle enflasyonun altında kalmıştır. Burada çok önemli olan diğer bir faktörde, yatırımcı eğer rüchan hakkı kullanmış ise, hisse senedini piyasa değeri üzerinden satın almış olmasına rağmen üzerinde yazılı nominal değeri üzerinden temettü almasıdır. Yatırımcı bir birim hisse senedine belki piyasada yirmi bin ₺ verecek fakat temettüsü Bin ₺ ve nominal değer üzerinden tahakkuk edecektir.

Öte yandan, sermaye piyasasına yatırım yapacak tasarruf sahiplerinin tümünün tercihi, menkul kıymetlerin türü, vade ve risk bakımından aynı olamayacağını göre, yatırımcıların bu tercihlerini karşılıyabilecek çeşitlilikte menkul kıymet ihracı, tasarrufların arzını olumlu bir şekilde etkileyecektir.

Türkiye'de menkul kıymet çeşitliliği, sermaye piyasasının tam olarak gelişmesini sağlayacak çeşitlilikte değildir.

Sermaye piyasasına dah fazla menkul kıymet gelmesi halinde müslümanlığın faizi yasaklaması sonucu, ihraç edilen her menkul kıymetin alıcı bulması şüpheli olabilecektir. Nitekim, Müslümanların yoğun olarak yaşadığı bölgelerde, faiz gelirinden kaçınmak düşüncesi ile, halkın ancak %5'nin paralarını bankalar yatırdığı söylenmektedir. (14) Dolayısı ile Türkiyede'de aynı yaklaşımla hareket eden ve faizsiz kazanç yöntemi ile çalıştıklarını ilan eden özel finans kurumlarının finans pazarında belli bir pay alabilmelerinin nedeni, bu yaklaşımla hareket eden tasarruf sahiplerinin varlığındadır.(15).

Türkiye'de bugünlerde ve islami çevre içersinde, hisse senedi alımının caiz olup, olmadığı tartışılmaktadır.

Bu tartışmalar sona ermeden, islami kesimde var olduğu söylenen ikitirilyon ₺ . tutarındaki fon'un bu piyasaya girmesi zor görünmektedir.

b- Sermaye Talebi Yönünden ;

Şirketler kaynak ihtiyaçlarını, otofinansman yolu ile, para piyasasından ve sermaye piyasasından karşılıyabilirler.

Şirketler planlı kalkınma dönemi ile birlikte, büyük kapasitelerle kurulması yolunda, yönetim tarafından desteklenmelerine rağmen, 1980 yılına dek finansman ihtiyaçların büyük ölçüde para piyasalarından karşılamışlardır. Bunun başlıca nedeni, banka kredi faizlerinin, tahvil piyasası faiz oranlarından daha düşük kalmasıdır.

(14) Neggar, El. Ahmet; Rapor ; 28.3.1983; sh.3

(15) Eş, Mecit ; a.g.e.; sh. 64

Fazilerin serbest bırakıldığı ve sermaye piyasasına hareketlilik getiren İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının kurulmasından sonra, şirketler yatırım finansmanlarını, sermaye piyasasından karışılmaya başlamışlardır.

Sermaye piyasasının gelişimi için, şirketler menkul kıymet ihraç ederek, piyasanın istem tarafını harekete geçirmeleri gerekmektedir beraber halka kapalı olan aile şirketleri, menkul kıymet arzı yolu ile kaynak talebinde bulunmaktan kaçınmaktadırlar.

Bu durum karşısında Devlet, sermayeyi tabana yayma ve gelir adaleti sağlama gibi gerekçelerle ve özelleştirme ve başka ad'larla borçlanma ve pay senetleri ihraç ederek kendi finansman ihtiyacını gidermektedir. Sermaye piyasasının arz yönünde, Devletin menkul kıymetlerinin egemen olması, sıhhatli bir yapı oluşturmamaktadır.

Bir ülkede sermaye piyasasının gelişmişliğinden söz edilebilmesi, o ülkedeki alıcıların, satıcıların ve alım satım konusu menkul kıymetin yeterli olması ile mümkün olabilmektedir.

Yaklaşık nüfusu altmış milyon olan bir ülkede ve yine ortalama milli gelirin en az 1000 olduğu bir konumda, sermaye piyasasının istem ve sunum yönünün dengeli olması gerekmektedir.

Bugün ülkemizde, menkul kıymet arzı yolu ile sermaye piyasasının gelişmişliğinden söz edilebilmesi, o ülkedeki alıcıların, satıcıların ve alım satım konusu menkul kıymetin yeterli olması ile mümkün olabilmektedir.

Bugün ülkemizde, menkul kıymet arzı yolu ile sermaye piyasasına hareket kazandırabilecek yirmibin'in üzerinde anonim şirket vardır. Alıcı ve satıcı miktarlarının potansiyel olarak uygun olduğu ülkemizde, alım ve satım konusu mal miktarının yeterli olması gerekmektedir. Burada sorun yirmibin'den fazla anonim şirketin halka açılmasına sağlamaktır. (16). Menkul kıymet arzı yönünden Devletin büyük oranda piyasaya egemen olması, birtakım spekülasyonları da birlikte getirdiğinden sağlıklı değildir.

(16) Karslı, Muharrem; a.g.e. ; sh. 36

2- Sermaye Piyasasının Gelişimi İçin Gerekli Önlemler ;

Bir ülkenin gelişmişlik düzeyini gösteren ölçüler, genellikle bilindiği gibi, kültür düzeyi, teknolojik gelişmişlik, yetişmiş ve gelişmiş insan gücü, basın ve yayın organlarının tirajı ve üretilen elektrik gibi ölçeklerdir.

Ülkeler geliştikçe, ülkelerin sermaye piyasalarında gelişme gösterir. Gelişmiş sermaye piyasalarında, bireysel yatırımlardan ziyade kurumsal yatırımlar önem kazanmaktadır (18) .

Türkiye'de 1980'li yıllardan, 1990'lı yıllara gelinirken , en önemli gelişmelerden bir, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının, ekonominin ve toplumun gündemine bir anda gelip yerleşmiş olmasıdır (19). Tasarruf sahiplerinin, menkul kıymetlerin ikinci el olarak alınıp satıldığı bu piyasaya ilgi göstermesi, yastık altı birikimlerini yavaş da olsa bu piyasaya arz etmeye başlaması sonucunu oluşturmuş ve şirketlerin çok düşük maliyetli finansman kaynağına kavuşmasını sağlamıştır.

Genel ekonomi bakımından, şirketlere bu kanaldan gelen taze paranın yatırımlara dönüşmesi, borchok sorunu ortadan kaldıracak değerde olduğundan, mekanizma iyi bir şekilde çalıştırabilirse ülke gelişmişlik yolunda büyük adımlar atabilecek duruma gelmiş olacaktır. Türkiye'de bu mekanizmanın iyi çalışabilmesi için, bazı önlemlerin alınmasında yarar vardır.

a- Ekonomik İstikrar;

sermaye piyasasının gelişmiş modelleri, sanayi gelişiminin tamamlanmış ülkelerde bulunur.

İktisadi büyüme, zaman içerisinde üretim kapasitesinin genişletilmesi üzerinde durmaktadır. Üretim kapasitesinin geliştirilmesi, doğal ve beşeri kaynaklarla, sermaye artışı ve yüksek teknolojiyi gerektirmektedir. İktisadi kalkınma, gerek mutlak olarak, gerekse görece olarak gayrisafi milli hasıla ve kişi başına reel hasılda artış ile ölçülmektedir. (20)

(18) Kaya,Asim; Yatırımcının Borsa Kılavuzu; Ankara 1990; Adım Yayınları;sh 9

(19) Yıldırım, Abdurrahman; Borsanın ABC'si Ayılar, Boğalar ve Paraniz; ikinci

(20) Salvatore, Dominic; A. Diulio, Uugene; a.g.e. ; Sh. 177

Türkiye'de GSYİH içindeki sanayi payının artması, sermaye piyasasının gelişimi içinde, olumlu bir gösterge sayılabılırsa de, Ülke-
mizin planlı dönemle birlikte başlayan bütün çabalara ve son yıllar-
da uygulanan istikrar programlarına rağmen, hala çözülmesi gereken
bazı ekonomik sorunlarla karşı karşıya bulunduğu bilinmektedir.

Öte yandan, enflasyon sorunu henüz çözülemediğinden, bu durum
menkul kıymetlerden tahvile yatırım yapanları önemli ölçüde serma-
ye kaybına uğratabilmektedir. Enflasyon aynı zamanda şirketlerin
işletme sermayesi gereksinmelerini de arttırmakta, işletme serma-
yesine ayrılmakta olan tutarlar, temettü dağıtımında kullanılabil-
ecek fonlara olumsuz etki yapmaktadırlar. Sermaye piyasasına yatırı-
m yapmak isteyenler, hisse senetlerinin değer artış beklentisin-
den çok, temettü oranları ile ilgilendiklerinden, bu durum serma-
ye piyasasına fon arzına etki edebilmektedir.

Genel ekonomi içinde, istikrarın sağlanması ile ilgili çaba-
lar sonuç vermeye başladığında, sermaye piyasası içinde yer alan
kuruluşlar daha dengeli bir yapıya kavuşacakları gibi, geleceğe
yönelik planlarını daha isabetli yapabileceklerdir.

Dünyadaki hiçbir ülkede sermaye piyasası, sancısız ve bütün
kurumları ile aksaksız bir şekilde işler konumda başlamamıştır.

A.B.D'de, yüzyıl önce ve 1888'li yıllarda halk için en büyük
yatırım modeli, bir arazi edinilerek çiftçilik yapmaktı. Bu dönem-
lerde demiryolu yapımı büyük bir hızla devam ettiğinden, demiryolu
çevresinde arazi edinebilmek için büyük mücadeleler veriliyordu.
(21).

Amerika, durumu, konumu ve kaynakları ile uygulayageldiği
liberal ekonomi modeli ile geldiği gelişmişlik düzeyini koruyabil-
mek için ve diğer anti görüşlerin rağbet görmemesi için, sermaye
piyasasına özellikle büyük önem vermiştir.

Güney Amerika ve Uzakdoğu ülkeleri de, Avrupa ve Amerika dene-
yimlerinden esinlenerek ve ekonomilerini sağlam tutmaya çaba göste-
rerek kendi sermaye piyasalarını geliştirebilme yollarını aramış-
lardır (22).

(21) Stigler, J. George; Are we Hissing The Wrong Guys; Forbles; july 1987 ;
sh. 52

(22) Kindleberger, Charles; Financial Deregulation and Economic Performance journal
of Development Economics; N.Holland 1987 ; sh.339

(23) Reich, Cary; Apocalypse Now; Institutional Investor; Nob.1987; sh. 81

Sermaye piyasasının istikrarlı bir gelişme gösterebilmesi, ekonomik istikrar ve ülkelerin, ürettiğinden fazla harcamamasına bağlıdır. Aksi takdirde, bir ülkenin ürettiğinden fazla harcaması, ekonomik istikrarın bozulmasına, ekonomik bunalıma ve sermaye piyasasının tıkanmasına yol açabilmektedir (23).

Ekonomideki olumlu ya da olumsuz değişikliklerden, sermaye piyasası mutlaka etkilenmektedir.

Kalkınma yolunda liberal ekonomi modelini seçen ülkemizde, uzakdoğu ülkelerinin ekonomik gelişmelerinin yaşandığı söylenebilir. Bazı ekonomik hamlelerine Türkiyeden daha önce başlayan uzakdoğu ülkelerinde, para ve sermaye piyasaları daha fazla gelişmiştir.

Japon sermaye piyasaları da, Dünyanın en gelişmiş sermaye piyasaları içersinde yer alır (24) . Buna rağmen, ekonomide meydana gelebilecek ufak bir istikrarasızlık , bu ekonomilerde bile sermaye piyasasına olumsuz olarak etkilemektedir.

b- Hisse Senedi Arzını Arttırmaya Yönelik Önlemler ;

Gelişmiş ülkelerin dengeli yapılarında, teşvik tedbirlerine ihtiyaç dulumaması doğal olmakla beraber, mali yapılarını yeterince güçlendirememiş ve şirketleri kaynak sıkıntısı çeken ülkelerde, yatırım maliyetlerini düşürücü ve karlılığı arttırıcı birtakım teşvik tedbirlerine ihtiyaç olduğu söylenebilir.

Gelişmekte olan ülkelerde, para piyasaları da sermaye piyasaları gibi rasyonel çalışmamakta, ithalat, ihracat ve iç ticareti finanse eden para piyasası, yeterli kaynaklara sahip olmadığından, uzun vadeli ve düşük faizli kredilerle kalkınmayı destekliyememektedir.

T.C. Anayasasının ilgili maddeleri de, Devletin görevi olarak, ekonomik kalkınmanın dengeli ve uyumlu bir biçimde hızla geliştirilmesinden, milli tasarrufların ve üretimin arttırılmasından, yatırımlarda

(24) Schwarz,Adam; Unchecked Growth ; Far Eastern Economic Review ; Oct.1989

toplum yarar ve gereklerinin gözetilmesinden, kaynakların verimli bir şekilde kullanılmasından ve para-kredi ve sermaye piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlayıcı ve geliştirici önlemlerin alınmasından, Bakanlar kuruluna yetki verilebileceğinden söz etmektedir. Anayasamız, çeşitli önlemlerle ekonominin yönlendirilmesi için, gerekli ortamı hazırlamış ve gerekli teşvik tedbirlerine, ihtiyaç duyuldukça gidilmesini öngörmüştür.(25).

Türkiye'de hisse senedi arzına yönelik bazı teşvik önlemlerine gereksinim vardır. Örneğin, yatırım ve kalkınma bankaları ile iştirak bankaları, Türkiye Sanayi Kalkınma Bankasında olduğu gibi, olumlu fizibilitelere sahip olmaları kaydı ile, şirketlere kuruluşlarında iştirak edip, şirket belirli bir süre sonra kar'a geçip hisse senetleri piyasa değerini bulunca satma işlemleri için ve büyük ticaret ve kalkınma bankalarının iştirak portföylerindeki hisse senetlerini halka satmak için teşvik önlemleri alınabilir. Ayrıca, teşvik belgesi ile orta ve uzun vadeli kredi isteyen şirketlerde, düşük bir borç/özvarlık oranı aranarak, şirketlerin bu oranı düşürmek için halka açılması sağlanabilir (26).

Vergi teşvikleri, halen her anonim ortaklığa verildiğinden, sitem değiştirilmeli ve yalnız halka açık şirketlere verilmelidir (27). Ayrıca, belirli kriterler konularak, halka açık şirketlerin kurumlar vergi oranları düşürülebilir (28).

Öte yandan, genişleme ve modernizasyon yatırımları için teşvik isteyen şirketlere, teşvikler hisselerinin belirli bir oranını halka açmak koşulu ile verilebilir. Ayrıca, piyasadaki hisse senedi değeri düşük şirketlere, hisselekini başabaşın altında bir fiyattan satma olanağı verilebilir.

(25) Gunal,Vural; Sermaye Piyasası Hukuku ; Ankara 1987; Özkan Matbaası; sh. 147

(26) Karslı, Muharrem; a.g.e. sh. 38

(27) Gunal, Vural ; a.g.e. sh.147

(28) Karslı, Muharrem ; a.g.e. sh. 39

Burada önemle vurgulamak isteriz ki, sermaye piyasası da bir takım dengeler üzerine kurulmuştur. Bu nedenle menkul kıymet arzını teşvik ederken, ülkenin tasarruf gücü olanaklarının da hesaba katılması gerekmektedir. Sonuçta talep edilemeyecek kadar çok miktar ve tutarda menkul kıymet arzı yapılırsa, dengelerin bozulması kaçınılmaz olacaktır.

c- Talebi Geliştirmeye Yönelik Önlemler :

Sermaye piyasası araçlarından olan menkul kıymetler, her kesimden kişiye hitap edebilecek türde ve geniş hacimli olmalıdır.

Sermaye piyasasına fon arz ederek yatırım yapan bireysel yatırımcıların sayısını arttırmak için geniş bir eğitim programına ihtiyaç vardır. Her ne kadar günümüzde, basın organları tarafından konuya ilişkin ve geniş kapsamlı yayın yapılıyorsa da bunun yeterli olduğunu söylemek mümkün değildir.

Eğitim konusunda, bugün tek menkul kıymetler borsamız olan IMKB'ye ve aracı kurumlara da büyük görevler düşmektedir. I.M.K.B, aracı kurumlarından, iş hacimlerine uygun olarak topladığı fonları biraz daha arttırarak, eğitim fonu oluşturmalı ve aracı kuruluşların elemanlarına ve halka geniş eğitim programları uygulayarak onların eğitimlerine katkı sağlamalıdır. Eğitim konusunda aracı kurumların da yapması gereken görevleri vardır. Belirli aralıklarla halka ücretsiz kurslar düzenliyerek, eğitilmesinde katkıda bulunmalıdırlar.

Bireysel yatırımcılardan sonra, kurumların menkul kıymetlere yatırım yapmasını sağlayacak ve bu konudaki engelleri ortadan kaldıracak önlemleri almak, kurum tasarruflarının, batının gelişmiş ekonomilerinde olduğu gibi, sermaye piyasasına gelmesine olanak sağlayacaktır. Nitekim, Türkiye'de, Emekli Sandığı, S.S.K, Bağkur ve OYAK gibi kurumlar verilen teşviklerle kurumsal yatırımcı olarak , sermaye piyasasına gelmektedirler (29) .

Talebi geliştirecek önlemlerden söz ederken, yatırım fonlarının arttırılmasına yönelik teşvikleri de göz ardı etmemek gerekmektedir.

d- Piyasadaki Çekingenliklerin Giderilmesi ;

Başlangıçta, aile şirketi olarak kurulan işletmeler, çok düşük maliyetli ve sonsuz vadeli kaynak kullanım olanaklarına sahip olmalarına rağmen , halka açılarak sermaye piyasasına başvuracaklarına, para piyasasına başvurup maliyeti kaynaklar nedeni ile kar'lılıkları da düşüyor ve bütütün kaynak sıkıntısına düşerek daha da yüksek oranda para piyasasına muhtaç oluyorlardı.

Bugün bile bu durum fazla değişmiş değildir. Bunun böyle olmasının , ekonomik ve düşünce tarzı bakımından birçok nedenleri vardır. Herşeyden önce hisse senedi satışından sonra şirkete ortak olacak kişilerin, yönetimde de ortak olacakları düşüncesi, muhafazakar düşünceli şirket sahiplerini rahatsız ediyordu. Ayrıca halka açık ortaklıklar 2499 sayılı kanuna göre bilgi verme, kurulca öngörülen oranda temekku dağıtma ve hisse senetlerinin tam olarak nakten ödenmesi ile , denetime girme gibi konularda, geleneksel bir ürkeklik duygusu içinde idiler (30) .

Ülkemizde yaşanan banker olaylarının izleri henüz silinmemiştir. Sermaye piyasasında, gerekli hukuksal düzenlemelerin yapılmış olmasına rağmen, bireysel yatırımcılar henüz bu piyasaya gerekli güveni duyamamaktadır. Bu bakımdan güven ortamının piyasaya getirilmesi gerekir.

e- Sermaye Piyasasının Dışa Açılması;

Sermaye piyasamızın dışa açılmasından söz edebilmek için, yabancıların Türk piyasasında yatırım yapması, Türk şirketlerinin yabancı borsalara kote olarak alınıp satılması, Türklerin dışarıya para çıkararak yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilmesi ve yabancı şirket menkul kıymetlerinin yatırım yapabilmesi ve yabancı şirket menkul kıymetlerinin Türk borsalarında kote edilerek alınıp satılması gerekmektedir.(31) . Bütün bunların gerçekleşebilmesi ise, Türk parasının gerçekten konvertibi duruma gelmesi, ödemeler dengesinin kurulması ve tüm sermaye hareketlerinin serbest bırakılması gerekmektedir.

Son yirmi yıl da A.B.D. ve Batı Avrupa da, herhangi bir döviz kısıtlaması olmadığından, yatırımcılar yerli ve yabancı yatırım olanakları arasında tercih yapmada serbest kalmışlardır. Bu ortamda bu ülkelerdeki tasarruflar, kendi mali piyasaların büyümesine katkıdan çok yurt dışına kaymıştır.

(30) Günal, Vural; a.g.e. sh. 144

(31) Karanlı , Muharrem; a.g.e. sh. 39

Gelişmiş sınai ülke yatırımcıları, sürekli olarak daha küçük piyasalarda yeni olanakların arayışı içindedirler. Örneğin, Singapur Borsasına yatırım yapmak, bugün için özellikle İngiliz yatırımcıları açısından son derece olağan hale gelmiştir (32) . Türk sermaye piyasasına kayıtlı şirketlerden bazıları, yabancılar için ilginç gelebilecek değişik alanlara yatırım yapmaya başladıklarından yabancı yatırımcıların ilgilerini çekmeye başlamışlardır.

Bir başka açıdan bakıldığında, sermaye piyasası yeterince gelişmemiş ülkelerin bazı şirketleri, mevzuatın izin verdiği ölçüde, menkul kıymetlerin yabancı borsalara kote ettirerek daha avantajlı fon bulma yollarını aramaya başlamışlardır.

Fazla teknoloji gerektirmeyen üretim yapan, fakat sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde tanınan şirketler, hisse senetlerini bu ülkelerdeki borsalar kote ettirerek fon sağlamaktadırlar. Örneğin, fazla bir teknoloji gerektirmeyen bir üretim dalı olan ve kalem ve traş bıçağı üreten Fransız BIC firması, New York Borsasına kayıtlı olup, burada önemli bir yatırımcı desteği sağlamıştır.

f- Sermaye Piyasasının Rekabete Özendirilmesi;

Ülke yönetimleri halkın malı kuruluş ve piyasalar olan güvenini sağlamayı ve pekiştirmeyi amaçlayan bir takım düzenlemeler yaparlar . Buradaki kaygı, malı kuruluşların işlerliğini yitirerek, halkın mali sisteme olan güveninin sarsılacağını, bunun sonucunda da banka ve öteki mali kuruluşlardan yoğun bir kaynak çekilmesi kaygısıdır. Böyle bir bunalımın, sonuçları itibari ile yalnız yatırımcıları değil, aynı zamanda tüm ekonomiyi etkilemesi doğaldır.

Ülke yönetimlerinin, farklı malı kuruluş türleri için benimsedikleri düzenleyici yaklaşımlar tek tip olmamıştır. Örneğin, banka , banker ve sigorta şirketlerinin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri , menkul kıymetler piyasasındaki kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne oranla daha sınırlı kalmıştır. Kamunun gözetimi ve mevduata Devlet güvencesi, yatırımcıların korunması açısından kurum faaliyetleri konusunda kamunun aydınlatılmasından daha etkili görülmektedir.

A.B.D. 'de , mali piyasaların aşırı bir düzenlemeye konu oldukları hakkında ciddi kaygılar vardır. Düzenleyici politikaların, mali kuruluşlar arasında rekabeti sınırladığı , yenilikleri engellediği ve mali piyasaların verimliliğindeki gelişme potansiyelini baltaladığı görüşü egemen olmaya başlamıştır(33).

(32) Rischer, Gunther; Avrupa Sermaye Piyasalarının Başarısını Etkileyen

Gelişmeler ; OECD-SPK Konferans Tebliği ; Çeşme 1985 ; sh. 152

Ayrıca, kamunun menkul kıymetler piyasasını düzenlemesinden yarar görenin yatırımcı halk değil, mali kuruluşlar ve profesyonellerin olduğu , hakim bir görüş olarak ortaya atılmıştır.

Türkiyede de makul ölçüde iyi işleyen, güven ortamı oluşturmuş ve yeterli kurumlara kavuşmuş bir sermaye piyasası kurulduktan sonra , piyasayı daha da çok geliştirmek için izlenmesi gereken strateji, daha fazla düzenleme yerine daha fazla kolaylıkların sağlanması olmalıdır (34) . Yeni düzenlemeler, bir takım sorunları da beraberinde getirdiğinden tekrar, yeni düzenlemelere gidilmesi kaçınılmaz olmakta ve böyle sürüp gitmektedir.

(33) Tinic, M. Seha; Etkin ve akışkan Menkul Değerler Piyasası Geliştirmenin Stratejisi ; O.E.C.D-S.P.K. konferansında sunulan Tebliğler; Çeşme 1985; sh. 182

(34) Hawawini, Gabriel; Türkiyede Hisse Senedi Pazarını Geliştirmeye Yönelik

Tevşik programları; O.E.C.D-S.P.K. Konferansında sunulan Tebliğler; Çeşme 1985

SONUÇ :

Türkiye birçok ölçekte, özellikle tüketim açısından batı ülkelerine yaklaşırken, üretim ölçekleri hep düşük düzeylerde kalmaktadır.

Üretim için gerekli olan, yeteri kadar gelişmiş bir personel birikim ve en yeni teknolojilere yatırım eğilimi olduğu halde, üretim bakımından yeterli olunamaması nedenlerinin araştırılması önem kazanmaktadır.

Üretim yapılabilmesi, tabiat, emek ve sermaye gibi üretim faktörlerinin biraraya getirilebilmesi ile mümkün olabilmektedir. Ülkemiz, doğa koşulları bakımından ve üretim alanları tahsis bakımından yeterli potansiyele sahiptir. Diğer taraftan, batı ülkelerine göre daha ucuz bir emek maliyeti olduğu bilinmektedir. Üretimin diğer faktörü olan sermaye bakımından ise, kıt olan kaynakların uygun üretim alanlarına kanlıze edilmesinde ve yönetimde bazı sorunların olduğu kabul edilmektedir.

Dünyanın hiçbir ülkesinde, sonsuz boyutlarda olan ihtiyaçları giderebilecek tutarda kaynak olmadığını söylemek herhalde yanlış olmayacaktır.

O halde yapılması gerekli en önemli iş, kıt kaynakların en uygun alanlara aktarılarak, toplumun zenginleşmesini sağlamaktır.

Kaynakların en uygun alanlara aktarılmasındaki tercihler, doğal olarak ideolojik görüşler çerçevesinde birbirinden farklı olacaktır.

Ülkemizdeki tasarruf meyilinin yüksek olmadığı bilinmektedir. Zaten düşük düzeylerde olan tasarrufların, yatırımlara dönüştürülmesindeki eksiklik, üretim bakımından yeterli olunamamasının nedenleri arasında ilk sıralarda yer almaktadır.

Bu çerçevede, menkul kıymet borsalarının, kaynak sıkıntısı nedeni ile tesisini büyütemeyen veya yeni yatırım yapamayan sanayicilerin kaynak ihtiyaçlarını gideren, yıllardır altından başka tasarruf aracı tanımayan mali yatırımcılara en yüksek kazanç olanağını verebilen bir kurum olarak çok önemli işlevleri vardır.

Bu bölümde konumuz bakımından, üretimin yeterli boyutlara gelememesindeki temel etkenlerden sayılan, tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesindeki yetersizliğin nedenleri, tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesinde büyük önemi olan menkul kıymetler borsalarının işlevlerinin analizi ile yapılması gerekenler, yorumlanmaya çalışılacaktır.

Kronik ve yapısal bir bozukluk haline gelen yüksek enflasyonun batı ülkelerindeki düzeylere getirilmesi ve tüm yatırım aracı seçenek getirilerinin enflasyon oranından yüksek duruma getirilmesi gerekmektedir. Ozaman, getiri yüzdesi öteki alternatiflere göre daha yüksek olabilen menkul kıymetlere yatırım daha cazip duruma gelebilecektir.

Ülkemiz sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olmasının da, tasarruf aracı olarak menkul kıymetlere yatırımın cazip olmamasından etkili olduğu söylenebilir.

Ülkemizdeki ekonomik istikrarın bir türlü sağlanamaması, sermaye piyasasının gelişiminin önlemektedir. Bir günde alınan kararlar sonucunda daha önceki avantaj gibi görünen tercihler, ertesi gün dezavantaja dönüşebilmektedir.

Yüksek enflasyonu düşürücü önlemler ile birlikte, ekonominin istikrarı sağlayacak önlemler de alınmalı ve ülkemizde sık aralıklarla rastlanılan yapısal değişiklikler, minimum düzeye indirilmelidir.

Devletin aldığı kararlar nedeni ile oluşan yapısal değişiklikler sonucunda, hisse senetlerine yatırım yapan kesim, bazı zaman zarara uğramaktadır. Örneğin, tasarruf mevduat faizleri tahmini enflasyon oranının üzerine çıkarıldığında, hisse senedine yatırım cazibesini kaybetmekte ve hisse senedinin piyasa fiyatı gerilmektedir.

Bu şekildeki yapısal değişiklikler sonucunda, menkul kıymetlere yatırım yapanların uğradığı zararlar nedeni ile sermaye piyasası, tasarruflarını menkul kıymetlere yatırım yaparak değerlendirme isteyen kesim için, güvenilir olmaktan çıkmaktadır.

Ülkemizdeki yapısal değişiklikler, kamu otoritesince alınan kararlar sonucunda olduğundan, yapısal değişiklik nedeni ile uğranılan kayıplar yine herhangi bir kamu kuruluşu tarafından giderilebilir. Örneğin kamu ortaklığı idaresi, halka arz ettiği hisse senetlerindeki bu tür piyasa kayıplarını, market maker bir spesyalist gibi davranarak ve destekleme alımları yaparak giderilmelidir.

Spekülatörlerin amacı, anlık fiyat değişikliklerinden yararlanarak kar elde etmektir.

Geçici arz ve talep dengesizlikle ilgili giderecek, spesyalistlerin olduğu bir sistemin kurulmasında çok büyük yarar görülmektedir. Spesyalistler, arz ve talep dengesizlikler oluşmasını önlemekte ve hisse senedi fiyatlarındaki aşırı dalgalanmayı dengelemektedir.

Sistem tüm uzakdoğu ülkelerinin menkul kıymet borsalarında ve gelişmiş süper menkul kıymetler borsalarında kullanılmaktadır.

Hisse senedi fiyatlarındaki aşırı dalgalanmanın, yapısal değişiklikler sonucunda oluşmasında, spesiyalistlerin stokları ve parası yetmeyeceğinden, yapabileceği birşey yoktur. Bu tür durumlarda kamu otoritesi kuruluşları devreye girmelidir.

Spesiyalistlerin de, kar amacı güden bir kuruluş oldukları unutulmamalıdır. Geçici fiyat dalgalanmalarındaki dengesizlikleri, alım veya satım yaparak dengelemekte ve bunu yaparken, kar elde etmektedirler.

Tasarruflarını menkul kıymetlere yatırım yaparak değerlendirmek isteyenlerin bir kısmı, aracı kurum önerilerine göre hareket etmekte, diğer bir kısmı ise, kendi düşüncesine göre hareket etmektedir.

Aslında, sermaye piyasası kurulunun ön izin ile ilgili denetiminin azaltılarak, aracı kurumların sıkı bir şekilde denetlenmesi gereğine inanılmaktadır. Aracı kurumlar, kendilerinden beklenenleri tam olarak vermeye başladıklarında, İngilteredeki The Issuing House larda olduğu gibi menkul kıymet ihraç etmek isteyen şirketler için verdikleri taahhütnamenin yeterli olması ve Sermaye Piyasası Kurulu ön izin için bu aracı kurumun verdiği taahhütnameyi yeterli bulmalıdır.

Sermaye piyasası son derecede karmaşık bir piyasa olduğundan, iyi yetiştirilmiş insan gücüne büyük ihtiyaç vardır. İyi yetiştirilmiş insan gücüne büyük ihtiyaç vardır. İyi yetiştirilmiş insan gücü ise, ancak organize bir eğitim ile sağlanabilmektedir. Londra Menkul Kıymetler Borsasının, uygulanan eğitim programları sonucunda olumlu gelişmeler sağladığı bilinen bir gerçektir.

Konuya ilişkin olarak, ülkemizin tek menkul kıymetler borsası olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına ve aracı kurumlara büyük görevler düşmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, öncelikle kendi elemanlarına yaygın bir eğitim programı uygulamalı, daha sonra aracı kurumlardan eğitim fonu adı altında kaynak topluyarak, aracı kurum elemanlarına yönelik eğitim programları düzenlemelidir.

Aracı kurumlar ise, müşterilerine ve diğer kesimlere, bedelsiz öğretici kurslar düzenlemelidir. Aracı kurumların düzenleyeceği eğitici fonu giderleri kanunen gider olarak sayıldığından yapılan masrafların bir kısmı ödenecek vergilerden düşülebilir.

Yoğun olarak uygulanan eğitim programları sonucunda, hem işlemler borsada daha düzenli ve sağlıklı olarak uygulanabilecektir, hemde mali yatırımcıların sayısı artacağından, işlem hacimlerinde bir artış beklenebilecektir. Ayrıca, sermaye piyasasına olan güvenin de artacağı beklenebilir.

Bu sonuçlar bize, enflasyon sorunu çözümlendiğinde, menkul kıymetlere yatırımın artacağını göstermektedir.

Ülkemizdeki anonim şirketlerinin sayısı, sermaye piyasasına materya sağlamak bakımından yeterli olmasına karşın, bu şirketler halka açılmada ve kaynak ihtiyaçlarını özsermaye arttırımı yolu ile karşılamakta çekingen davranmaktadırlar.

Bu nedenle, sermaye piyasasının menkul kıymet arz yönünde açık oluşmakta ve Devlet gerek iç borçlanma tahvilleri ile gerekse özelleştirme programları çerçevesinde, iştiraki bulunduğu şirketlerin hisse senetlerini halka arz ederek hem kendi finansmanının sağlamakta, hemde sermaye piyasasının menkul kıymet arzı yönünde desteklemektedir.

Sermaye piyasasının menkul kıymet saam yönündeki bu sıhatsız görüntünün değiştirilebilmesi için, menkul kıymet arzında özel sektör menkul kıymetlerinin payını arttırmaya yönelik önlemlerin alınması gerekmektedir.

Modern aamdaki anonim şirketlerde, finansman ve yönetim işlevlerinin farklılaşmış olmasına rağmen ve yönetimin genellikle profesyonellerinin eline bırakılarak, bir yanda firma yönetiminin, öte yanda hissedarların olduğu bir ikili yapının oluşmuş olmasına rağmen, Ülkemiz anonim şirketlerinin büyük bir kısmı, muhafazakar yaklaşımla ve hissedarlar ile yönetilmektedir.

Şirketlerin halka açılmalarını teşvik etmek amacı ile bazı teşvik önlemlerinin alınması kaçınılmaz olmaktadır. Örneğin bankaların belli sayıdaki iştiraklerini halka açması yasalarla düzenlenebilir, kısa vadeli

kredi taleplerinde, halka açık şirketlere faizde indirim sağlanarak bazı avantajlar getirilebilir, yatırım ve ihracat teşviklerinde, halka açık şirketlere bazı ek avantajlar sağlanabilir, kurumlar vergisi oranları halka açık şirketlerde düşürelidir ve kuruculara bazı ekonomik çıkarlar sağlanabilir.

Sağlıklı bir sermaye piyasasının menkul kıymetler borsalarına ihtiyaç mali yatırımcılara menkul kıymetlere ilgili bilgi verme, bu kıymetleri istenildiğinde elden çıkarma olanağı sağlama ve fon arzı ile talebi arasındaki zaman uyumsuzluğunu giderme gibi ekonomik yararından kaynaklanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunumuz, sermaye piyasasını düzenleme ve denetleme görevini, Sermaye Piyasası Kuruluna vermiştir. A.B.D. modeli olan S.E.C. Türk Tipi sermaye piyasasına modelik etmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu, A.B.D.'de 1933 yılından önce yürürlükte olan Blue Sky Laws 'in sermaye piyasasını düzenlemede esas alındığı ön izin ilkesinde olduğu gibi, bir ilkeyi esas almıştır. Halbuki A.B.D. 'de 1933 yılında yürürlüğe giren Securites Act ile ön izin ilkesinden vazgeçilerek , kamuyu aydınlatma ilkesine ağırlık verilmiştir.

İngiltere'de , sermaye piyasasını düzenleyen kuruluş olan C.I.C, ön izin ilkesine değil, kamuyu aydınlatma ilkesine ağırlık verilmiştir. Hisselerini halka arz etmek isteyen kuruluşlar İngiltere'de önce The Issuing House denilen kuruluşlara başvururlar. Bu kuruluşların verdikleri taahhütname yeterli görülmekte ve ön izin ile ilgili denetimi bu kuruluşların yaptığı düşünülerek , aksi takdirde de sorumlu tutulmaktadır.

Yapacağı yatırımı finanse etmek için menkul kıymet ihraç etmek isteyen şirketler bu kuruluşlara müracaat ederler. Kuruluş her detayı inceleyerek aracılık yapıp, yapmama konusunda karar verir. Bu kuruluşlar kendi prestijlerini de ortaya koyduklarından, aracılık yapmak istemeyebilirler.

Ülkemizde de ön izin ilkesiden vazgeçilerek, İngilteredeki sistem benimsenmeli ve kamuyu aydınlatma ilkesi ağırlık kazanmalıdır.

Ön izin ile ilgili, sonuçlarına katlanılma yükümlülüğü aracı kurum lara bırakılırken, aracı kurumların bu düzeye gelebilmeleri için geniş eğitim programları uygulanmalı ve başlangıçta aracı kurumların denetimi elden bırakılmamalıdır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çok büyük öneme haizdir. Şirketler hakkındaki son gelişmelerden haberdar olan kimseler, piyasada alım ve satım işlerine girdiğinde, bu bilgileri bilenler ile bilmeyenler arasında önemli avantaj farkları olmaktadır.

Kamuyu aydınlatma ilkesini benimsememiş ileri hukuk sistemlerinde, şirket ile ilgili ve menkul kıymetin piyasa fiyatına etkileyebilecek düzeyde bir gelişme olduğunda, bu bilgilerin derhal açıklanması yükümlülüğü getirilmiştir. Madem ki, menkul kıymetlerin piyasa değerini etkileyen faktörlerden bir tanesi de bilgi faktörüdür, o halde piyasada bu menkul kıymetler üzerine işlem yapanlar arasında, bilgi yönünden eşitlik sağlanmalıdır.

Ülkemiz sermaye piyasasının gelişimi için, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Devlet organı olmaktan çıkartılması ve özerk olması gerekmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanının, sermaye piyasası kurulu Başkanının önerisi ile ve Hükümet tarafından müşterek kararname ile atanması demokratik bir yapıya sahip olmadığını göstermektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı, aracı kuruluşların oluşturduğu genel kurulda seçilmelidir.

Devamlı ve likit bir pazar sağlanması, adil bir fiyat oluşumunun sağlanması İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının temel görevleri olmalıdır.

Büyük şehirlerde şubeler açılmalı ve elektronik iletişim sistemine geçilerek, aracı kurum ofislerine bağlantı kurulmalıdır.

Merkezcil yönetimden ademi merkezi yönetime geçilmeli ve şirket menkul kıymetlerinin alım ve satımları uzmanlar aracılığı ile yapılmalıdır.

Şirketler, büyüklüklerine göre, tek veya birkaç şirket olarak uzmanlara bırakılmalı, diğer borsa üyeleri broker olarak bu şirketlerin hisselerinin yalnız uzmanlara satabilmeli ve alabilmelidir.

ÖZGEÇMİŞ

1956 yılı Ankara doğumluyum. İlk ve Orta öğrenimimi Ankara'da tamamladıktan sonra 1976-1977 döneminde Gazi Üniversitesi Gazetecilik ve Halkla İlişkiler yüksek Okuluna girdim. 1981 yılında aynı okuldan mezun oldum.

1988 yılında Marmara Üniversitesi Bilgisayar Uzmanlığı kurslarına devam ettim ve 1 yıl sonra bitirdim.

1989 yılında Marmara Üniversitesi İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü Yönetim ve Organizasyon AnaBilim Dalı'nda Yüksek Lisans sınavlarına girdim.

Yüksek Lisans'a devam ederken benden yardımlarını esirgemeyen tez danışmanı Sn. Prof Dr. Oğuz Uras'a ve aileme teşekkürü bir borç bilirim.

İNÇİ ACAR

KAYNAKLAR

- Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Planı, Özel İhtisas Kurulu Raporu; Döviz kazandırıcı Faaliyetlerin Teşviki Politikaları; Ankara 1971
- Ansay, Tuğrul ; Çağdaş Anonim Şirketlerin Sorunları ve Türk Anonim Şirketleri; Ankara 1971
- Bozkurt , Ünal ; Menkul Kıymet Yatırımlarının Yönetimi; Yön ajans; İstanbul 1988
- Eş Mecit; Kuruluş Döneminde (1961-1982) Türkiye Sermaye Piyasası (Gelişmeler - Sorunlar); Kütahya 1989
- Gunal, Vural; Sermaye Piyasası Hukuku; Özkan Matbaası; Ankara 1987
- Hawawini , Gabriel; Türkiyede Hisse Senedi Pazarını Geliştirmeye Yönelik Teşvik Programları; O.E.C.D.- S.P.K. Konferansı Tebliği; Çeşme 1985
- Merkezin Borsa Rehberi; Alfa Araştırma ve Geliştirme Ltd. Şti. Yayını ; Kurtiş Matbaası; İstanbul 1990
- Karslı, Muhharrem; Sermaye Piyasası-Borsa-Menkul Kıymetler, ikinci baskı Kral Matbaası; İstanbul 1989
- Kaya , Asım; Yatırımcının Borsa Kılavuzu; Adım Yayınları ; Ankara
- Kindleberger, P. Charles ; Financial Deregulation and Economic Performance ; Journal of Development Economics; Holland 1987
- Neggar, El Ahmet; Sermaye Piyasası ; Rapor; 28.3.1983
- Reisch , Cary; Apocalypse Now: Institutional Investor; Nov . 1987
- Salvatore , Dominic; Uyuşma , A. Diulio; İktisat, İlkeler ve Kavramlar ; Teknik Basımevi; Ankara 1983
- Schwarz , Adam; Unchecked Growth ; Far Eastern Economic Review, Oct. 1989
- Tinic , M. Seha; Etkin ve Akışkan Menkul Değerler Piyasası Geliştirmenin Stratejisi; O.E.C.D.-S.P.K. Konferans Tebliği; Çeşme 1985
- Oğuz, Murat; Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi; İstanbul 1990

Yazıcı , Mehmet; Sermaye Piyasası ve Denetimi ; Met-Er Matbaası ; İstanbul 1987

Yıldırım, Abdurrahman; Borsanın A.B.C'si Ayılar, Boğalar ve Paranız ikinci Basım; Bilgi Yayınevi; Ankara 1990