



T. C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ SERMAYE PİYASASI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

UFUK GÜNGÖR



ESKİŞEHİR, 1989

İ Ç İ N D E K İ L E R

<u>TABIOLAR</u>	VII
<u>ŞEKİLLER</u>	VIII
<u>KISALTMALAR</u>	IX
<u>GİRİŞ</u>	1

B i r i n c i B ö l ü m

FAİZİN TANIMI, TÜRLERİ, DÜZEYİ VE FAİZ ORANLARININ SERMAYE PİYASASINDAKİ İŞLEVLERİ

<u>§.1. FAİZİN TANIMI</u>	4
<u>§.2. FAİZİN TÜRLERİ</u>	6
I- PARA DEĞERİNE GÖRE FAİZ	6
<u>1. Nominal Faiz</u>	6
<u>2. Reel Faiz</u>	7
II- KAPSAMINA GÖRE FAİZ	7
<u>1. Brüt Faiz</u>	7
<u>2. Net Faiz</u>	7

III- KAYNAK BAKIMINDAN FAİZ	8
1. <u>Özsermaye Faizi</u>	8
2. <u>Ödünç Faizi</u>	8
IV- ORTAYA ÇIKIŞ NEDENİNE GÖRE FAİZ	8
1. <u>Gecikme (Temerrüt) Faizi</u>	8
2. <u>Kanuni Faiz</u>	8
3. <u>Sözleşme (Akdi) Faiz</u>	8
V- HESAPLAMA ŞEKLİNE GÖRE FAİZ	8
1. <u>Basit Faiz</u>	8
2. <u>Bileşik Faiz</u>	9
VI- KONTROL MEKANİZMASINA GÖRE FAİZ	9
1. <u>Serbest Faiz</u>	9
2. <u>Kontrollü Faiz</u>	9
VII- İTİBARI FİYATINA GÖRE FAİZ	10
1. <u>İtibari Faiz</u>	10
2. <u>Efektif Faiz</u>	10
VIII- VADE BOYUNCA DEĞİŞKENLİĞİNE GÖRE FAİZ	10
1. <u>Sabit Faiz</u>	10
2. <u>Değişken Faiz</u>	10
IX- ÖDÜNÇ VERİLEBİLİR FONLAR YAKLAŞIMINA GÖRE FAİZ	10
1. <u>Doğal Faiz</u>	10
2. <u>Piyasa Faizi</u>	10
<u>Ş.3. FAİZ ORANLARININ EKONOMİK FONKSİYONU VE DÜZEYİNİN BELİRLENME</u>	
<u>BİÇİMİ</u>	11
I- FAİZ ORANLARININ EKONOMİK FONKSİYONU	11
II- FAİZ ORANLARI DÜZEYİNİN BELİRLENME BİÇİMİ	12
1. <u>Ekonomik Faiz</u>	12

<u>2. Kanuni Faiz</u>	13
III- ENFLASYON VE FAİZ ORANLARI	13
<u>1. Reel Faiz Hesaplama Yöntemi</u>	15
<u>2. Negatif Reel Faiz Oranlarının Anlamı</u>	16
<u>§.4. FAİZ ORANLARININ SERMAYE PİYASASINDAKİ İŞLEVLERİ</u>	17
I- SERMAYE PİYASASININ GENEL KAVRAMLARI VE İŞLEYİŞİ	17
II- SERMAYE PİYASASININ EKONOMİK KALKINMADAKİ İŞLEVİ	22
III- FAİZ ORANLARININ SERMAYE PİYASASINDAKİ İŞLEVİ	27
IV- SERMAYE PİYASASINDA FAİZ ORANLARI FARKLIĞINI YARATAN FAKTÖRLER	28
<u>1. Zaman (Vade) Faktörü</u>	30
<u>2. Risk Faktörü</u>	31
<u>3. Likidite Faktörü</u>	33
<u>4. Vergi Faktörü</u>	34
<u>5. Erken Ödeme (Geri Çağırma) Faktörü</u>	34

İ k i n c i B ö l ü m

TÜRKİYE'DE TASARRUFLARA İLİŞKİN FAİZ ORANLARI YAPISININ BELİRLENMESİ VE TÜRKİYE SERMAYE PİYASASININ GENEL KAREKTERİSTİĞİ

<u>§.1. TÜRKİYE'DE TASARRUFLARA İLİŞKİN FAİZ ORANLARI YAPISININ BELİRLENMESİ</u>	35
I- TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FAİZ	36
II- TÜRKİYE'DE FAİZ POLİTİKASI	36
III- TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ GELİŞİMİ	38
IV- TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ TASARRUFLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ ..	45

V- TÜRKİYE'DE ENFLASYONUN FAİZ ORANLARI VE TASARRUFLAR UZERİNDEKİ ETKİSİ	49
VI- TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FAİZİN UYGULANDIĞI KESİMLER	53
1. <u>Banka Kesiminde Uygulanan Faiz Oranları</u>	53
2. <u>Kamu Kesiminde Uygulanan Faiz Oranları</u>	53
3. <u>Merkez Bankasınca Uygulanan Faiz Oranları</u>	53
4. <u>Özel Kesimde Uygulanan Faiz Oranları</u>	54
5. <u>Finansal Aracı Kuruluşlarca Uygulanan Faiz Oranları</u>	54
<u>S.2. TÜRKİYE SERMAYE PİYASASININ GENEL KAREKTERİSTİĞİ</u>	54
I- TÜRKİYE FİNANS KESİMİNİN GENEL GÖRÜNÜMÜ	54
II- TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASININ GENEL GÖRÜNÜMÜ	58
III- TÜRKİYE SERMAYE PİYASASININ KAYNAKLARI	64
IV- TÜRKİYE SERMAYE PİYASASININ FİNANS KURUMLARI	67
1. <u>Yatırım ve Kalkınma Bankaları</u>	67
2. <u>Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları</u>	73
3. <u>Menkul Kıymetler Yatırım Fonları</u>	76
4. <u>Diğer Mali Aracı Kurumlar</u>	78
V- TÜRKİYE SERMAYE PİYASASINDA KAMU DENETİMİ	79
1. <u>Merkez Bankası'nın Rolü</u>	79
2. <u>Maliye Bakanlığı'nın Rolü</u>	81

Ü ç ü n c ü B ö l ü m

TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ SERMAYE PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ

<u>S.1. TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ HİSSE SENEDİ VE TAHVİL PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ</u>	83
--	----

I- FAİZ ORANLARININ HİSSE SENEDİ PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ	85
II- FAİZ ORANLARININ TAHVİL PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ	91
III- FAİZ ORANLARININ GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ	94
IV- FAİZ ORANLARININ DİĞER MENKUL KIYMETLER PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ	95
1. <u>Banka Bonosu ve Banka Garantili Bonolar</u>	95
2. <u>Menkul Kıymetler Yatırım Katılma Belgesi</u>	96
3. <u>Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri</u>	96
<u>SONUÇ</u>	98
<u>YARARLANILAN KAYNAKLAR</u>	i-v

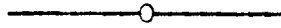


T A B L O L A R

<u>NO</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>:</u>	<u>Sayfa No :</u>
1.	Türkiye Para Piyasası Faiz Oranlarında Yapılan Değişiklikler (1933 - 1988)		43
2.	Devlet ve Özel Sektör Tahvil Faiz Oranları		44
3.	Toplam Mevduat ve Tasarruf Mevduatı Oranları		46
4.	Mevduat - Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri Nominal ve Reel Faiz Oranları		50
5.	Toplam Mevduat ve Tasarruf Mevduatı Gerçek Artış Oranları		51
6.	1970 - 1987 Yılları Arasında Özel Sektör Hisse Senedi ve Tahvil İhraçları		89
7.	Temettü Dağıtım Oranları		90
8.	Sermaye Piyasasında Hisseleri En Çok Sirküle Eden 50 Şirketin Dağıttıkları Net Ortalama Temettü		90
9.	Özel Sektör Tahvil İhracında Yıllara Göre Artış Oranı, Faiz Oranı ve Enflasyon Oranı		92
10.	Gelir Ortaklığı Senetleri İhracı		94
11.	Muhtelif Menkul Kıymet İhraçları		96

Ş E K İ L L E R

<u>No</u>	<u>Şeklin Adı</u>	<u>:</u>	<u>Sayfa No :</u>
1.	Sermaye Piyasası		20
2.	Birincil Piyasa		21
3.	İkincil Piyasa		21
4.	Faiz Oranı - Vade İlişkisi		30
5.	Risk ve Verimlilik		32



K I S A L T M A L A R

A.İ.T.İ.A.	: Ankara İktisadi Ticari İlimler Akademisi
DESİYAB	: Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası
DYB	: Devlet Yatırım Bankası
$\frac{dp}{p}$: Fiyat Artışı
E.İ.T.İ.A.	: Eskişehir İktisadi Ticari İlimler Akademisi
Fak.	: Fakülte
g	: Enflasyon Oranı
i	: Nominal Faiz Oranı
İ.İ.B.F.	: İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İkt.Fak.	: İktisat Fakültesi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İ.T.İ.A.	: İktisadi Ticari İlimler Akademisi
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
MBTK	: Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu
MEBAN	: Menkul Değerler ve Bankerlik Finansman A.Ş.
ODTÜ	: Orta Doğu Teknik Üniversitesi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu

TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSKB	: Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası
r	: Reel Faiz Oranı
RG	: Resmi Gazete
X	: Paranın Değer Kaybı
θ	: Risk Primi
Ya.No	: Yayın No



G İ R İ Ő

Dünya ekonomisinin "bunalım ekonomisi" ortamına doğru sürüklendiği günümüzde; gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkelerin en önemli sorunlarından birini, ekonomik kalkınmanın finansman kaynağını oluşturan fonların yaratılması sorunu teşkil etmektedir. Ekonomilerin giderek, şiddetle ihtiyaç duydukları bu fonun, özellikle Türkiye gibi hem gelişme süreci içinde olup hem de oldukça sınırlı mali imkanlara sahip ülkeler için önemi, en ön plânda ortaya çıkmaktadır.

Bir ülkenin finansman kaynağı; iç ekonomide yaratılan fonlarla, uluslararası ekonomik ilişkilerden doğan fonlardan oluşur. Böyle olmakla beraber, bu iki şekilde yaratılan fonların, ihtiyaç duyulan kaynağın oluşumuna cevap verememesi, bir başka ifadeyle, yeterli ölçüde fon yaratılmaması, çoğu ülkeyi uluslararası finansman kuruluşlarından borçlanmaya yöneltmiştir.

Hemen, tüm azgelişmiş ülkelerin başvurdukları bu kaynak bulma yöntemi, getirdiği ağır faiz yüküyle, tedarik edilen kaynağın maliyetini önemli ölçüde artırmaktadır. Bu nedenle borçlu ülkeler, bırakınız ana para taksitlerini geri ödemeyi, çoğu zaman faiz borcunu bile zamanında ödeyemez duruma düşmüşlerdir. Bu durumda, ulusal ekonomide yaratılacak iç kaynağın önemi kendiliğinden ortaya çıkmaktadır.

Faiz oranlarının en önemli fonksiyonlarından biri, tasarrufları finans kesimine çekmede oynadığı roldür. Türkiye'de uzun yıllardan beri uygulanan güdümlü faiz politikaları, gerçekleşen aşırı enflasyon sonucunda faiz oranlarının bu rolü oynamasına imkan tanımamıştır. Bu gerçeğe dayanarak bugün Türkiye'de enflasyonu aşağı çekici ve tüketimi caydırıcı bir para - kredi politikasının, bir yönüyle, tasarrufları teşvik edici bir aracı olmaktadır. Bundan dolayı, 1984 - 1987 yılları arası uygulanan (daha önce de 1978 - 1980 arasında uygulanan) güdümlü fakat, yüksek faiz politikası ile faiz oranları enflasyon oranının üzerinde tesbit edilmektedir. Bununla toplam tasarrufların artırılması amaçlanmaktadır. Ancak, ülkede toplam tasarrufların sadece artırılmış olması önemli değildir; önemli olan bunların üretken yatırım alanlarına kanalize edilebilmesidir. Bu görev öncelikle, sanayi ve tarım kesimine orta ve uzun vadeli finansman kaynağı temin eden sermaye piyasasının görevi olmaktadır. Sermaye piyasası bu görevini finansal varlıklar aracılığıyla gerçekleştirir. Tasarrufların finansal varlıklara yatırılması ile finansal yatırımda bulunmuş olunur. Sermaye piyasası bir yandan küçük tasarruf sahiplerine tasarruflarını değerlendirme imkanı tanırken, diğer yandan tasarrufların mobilizasyonu fonksiyonu ile işletmelerin uzun vadeli fon ihtiyacını gidermeye çalışır.

Günümüzde, sermaye piyasasının gelişme derecesinin bir ülkenin kalkınma sürecini kolaylaştırdığı ve süratlendirdiği tartışmasız kabul edilmektedir. Sermaye piyasasının gelişimi ile ekonomik kalkınmanın finansmanı arasında iki yönlü bir ilişki vardır; sermaye piyasasının gelişimi tasarruf - yatırım prosesine etkinlik kazandırırken, ekonomik kalkınma da beraberinde sermaye piyasasının gelişimini getirmektedir. Bu nedenle, tasarruf-yatırım sürecinde darboğazlarla karşı karşıya olan ülkemiz açısından sermaye piyasasının etkinliğinin gerçekleştirilmesi zorunludur.

Kullanılabilir fonların yatırım kesimine en kısa yoldan ve minimum kaynak maliyetiyle aktarılabilmesi gelişmiş bir para ve sermaye piyasasının varlığına ve sağlıklı çalışmasına bağlıdır. Gelişmiş bir para ve sermaye piyasası, ekonomide tasarruf sahiplerinin para arzı ile sanayinin ve diğer yatırımcıların para talebi arasındaki kopuklukları giderecektir. Halkın ekonomik kalkınma sürecine daha geniş ve etkili tarzda katılmasını sağlayabilecek bir sermaye piyasası uzun dönemde daha adil ve dengeli bir gelir ve servet dağılımını sağlar. Faiz kişilerin tüketim ve tasarruf eğilimlerini etkileyerek yatırımların üretim faktörlerine verimli bir şekilde dağılımını sağlar. Fon arz ve talebi arasında risk, vade ve miktara göre denge kurar. Sermaye piyasasına sunulan fonların miktarı değişik faiz oranlarında azalıp çoğalacağı gibi, faiz oranlarının değişmesiyle fon talebi de azalıp çoğalacaktır.

Üç bölümden oluşan çalışmamızın birinci bölümünde; faiz ve sermaye piyasası hakkında genel bir bilgi verilerek, faiz ve sermaye piyasasının yapısı kuramsal olarak incelenmiş, sermaye piyasasındaki işlevine yine kuramsal olarak değinilmiştir.

İkinci bölümde ise, birinci bölümde kuramsal olarak açıklanan faiz ve sermaye piyasasının Türkiye'deki durumu incelemeye tabi tutulmuş, faiz oranlarının gelişimi ve Türkiye'de faiz politikası irdelenerek faiz oranları yapısının belirlenme biçimi üzerinde durulmuştur. Ayrıca Türkiye'de sermaye piyasasındaki rolünden dolayı finansman kurumlarında incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise, Türkiye'de faiz oranlarının sermaye piyasasının gelişimi üzerindeki etkileri araştırılmış, sermaye piyasası içindeki hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymetler piyasasının etkileşimi detaylı olarak incelemeye tabi tutulmuştur.

B i r i n c i B ö l ü m

FAİZİN TANIMI, TÜRLERİ, DÜZEYİ VE FAİZ ORANLARININ SERMAYE PİYASASINDAKİ İŞLEVLERİ

1. FAİZİN TANIMI

Çok sık kullanılan ekonomik politika araçlarından biri olan faiz, fertler ve hane halklarından, para ve sermaye piyasasına, mikro ekonomiden makro ekonomiye kadar ekonominin çeşitli kesimleri üzerinde önemli etkiler yapabilmektedir. Faizin ekonomi üzerindeki bu çok yönlü etkilerinin değerlendirilmesi ve sermaye piyasası üzerindeki etkisinin belirlenmesi için öncelikle faiz kavramına açıklık getirilmesi gerekmektedir.

Faiz kavramı ilk çağlardan beri bir takım filozoflar ve din adamlarınca incelenmiş olup, Adam Smith, Ricardo, Keynes gibi birçok klâsik ve çağdaş iktisatçıların teorileriyle de günümüze dek tartışılmalıdır(1).

Hukuksal ve ekonomik açıdan çeşitli şekillerde tanımlanabilen faiz, bir üretim faktörü olan sermayenin sahibine getirdiği gelirdir. Bir ekono-

-
- (1) Bkz: Selçuk ABAÇ, "Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye'deki Uygulama", İstanbul, 1980,
Tezer ÖÇAL, "Para Teorisi, Doktriner Gelişim, Teori ve Analiz", Ankara, 1981.
Feridun ERGİN, "Para ve Faiz Teorileri", İstanbul, 1983.

mik faaliyetin devam ettirilebilmesi için ortaya konulan kullanılmaya hazır para ve varlıkların tümünü içeren sermayenin bir başkasına ödünç verilerek el değiştirmesi halinde ödünç verenin talep ettiği bedel faiz olarak belirlenmektedir. O halde faiz, borç veren açısından alacaklının borçlusundan istemeye hakkı olduğu bir çeşit karşılık ve esas alacağa bağlı olan bir haktır. Borç alan açısından ise faiz, başkasının sermayesinin kullanılmasının karşılığında sermaye sahibine ödenen kira olarak nitelenebilir.

Faizin tanımı değişik ekonomik görüşlere göre değişebilmektedir. Klâsik teoride faiz, tasarruf arzını ve tasarrufa olan talebi eşit kılan fiyat olarak tanımlanmakta, finansal piyasalarda ise fon arzı ile fon talebini eşitleyen bir fiyatı teşkil etmektedir. Klâsik faiz teorisinin en önemli özelliği, faizin "tasarruf arzının fiyatı" olarak kabul edilmesidir. Fiyatlar nasıl tüketicinin çeşitli mallar arasındaki tercihini yansıtır, faiz oranı da "bugünkü mal" ile "gelecekteki aynı mal" arasındaki bir tercihi yansıtır.

Çağdaş ekonomi literatüründe faiz, "nakdi sermayenin belirli bir zaman süreci içerisinde kullanılması karşılığı ödenen bedel" olarak kabul edilmekle beraber, aslında tüm makro ekonomik modeller, faiz oranlarını sadece finans kesiminde değil mal ve hizmet üretim kesimlerinde de önemli açıklayıcı değişken olarak kullanırlar(2). Bu nedenle, bugün faizi, "kredinin fiyatı" şeklinde kabul etmek yanlış bir görüş olmaz.

Kısaca faiz üzerindeki teorilerin gelişimini iki önemli grupta toplamak mümkündür:

Klâsik ve neo-klâsik görüşler; faiz oranlarını reel faktörlere ağır-

(2) Özcan ERTUNA, "Finans Kesimi ve Makro Ekonomik Modeller", II. ULUSAL İŞLETMECİLİK KONGRESİ, Ankara İ.T.İ.A. MİYO - İYE, 1980, s.413.

lık vererek izaha çalışan ve sermaye piyasasında yatırım talebi ile tasarruf arzının faiz düzeyini belirlediğini ileri süren bu görüşlere, toplu olarak "reel faiz teorileri" adı verilmiştir.

Modern görüşler; faizi, reel faktörler yerine, tamamen parasal bir olay olarak kabul ederek, tasarruf ve yatırım kararlarından ziyade, para arz ve talebinin belirlediğini ileri süren parasal faiz teorileri en belirgin ifadesini Keynes'te bulmuştur.

İki grupta toplanan faiz teorilerine, hem reel hem de parasal unsurları birlikte gözeten ve böylece faizin genel teorisi diye nitelenen üçüncü bir görüşte ödünç verilebilir fonlar teorisidir.

Faizin klâsik ekonomistlerin savundukları gibi tasarruflar ile reel yatırımların görece verimliliğinin para arzı ve talebi olarak ifadesi sonucu oluştuğu veya Keynesyen teorinin belirttiği gibi paranın da bir varlık olduğu ve bu varlığa duyulan talep ile varlığın arzının hacimlerin faiz oranlarını belirlediği tartışmaları konumuz dışında kalmaktadır. Ancak, neden ne olursa olsun para stokunda bir değişme para talebinde aynı yönde bir değişme ile birlikte gelmediği takdirde pazar faiz oranında bir değişme olduğu gerçeğidir.

x

S. 2. FAİZİN TÜRLERİ

Sermaye sahibinin sermayeyi ödünç vermesinin karşılığı sayılan bedel olan faizin çeşitli açılardan sınıflandırması yapılabilir.

I- PARA DEĞERİNE GÖRE FAİZ

1. Nominal Faiz : Parasal birimlerle ifade edilen faizdir. Yani vadeli mevduatın faiz oranı, sabit gelirli finansal aktiflerin geliri, borsada kote edilmiş hisse senetlerinin geliri gibi değerlerdir. Bu tür faizde paranın

değeri ve faizin sahibine getirdiği reel gelir değil, sadece rakamsal olarak ifadesi sözkonusudur.

2. Reel Faiz : Nominal faizin enflasyonla ilişkilendirilmiş şeklidir. Reel faiz, net nominal faizden farklı bir kavramdır. Net nominal faiz, brüt faizin vergi oranı gibi ödemelerden arındırılması ile elde edilir. Reel faiz oranı ise, belirli malları kapsayan bir sepetin mal birimleri ile ifade edilen oranıdır. Para değerindeki değişiklikler sonucu faizin yarattığı satın alma gücünün ifadesi reel faiz olarak adlandırılmaktadır.

Çok yüksek olarak görülen nominal faiz, reel olarak hesaplandığında ifade ettiği satınalma gücünün düşük olduğu ortaya çıkabilmektedir. Reel faiz ile nominal faizin getirdiği gelir farklıdır. Reel faiz, fiyat artışlarının faizde yarattığı erezyonu ortaya koyduğu gibi sermayenin zaman ve enflasyon etkisiyle ne ölçüde kaybedildiğini de ortaya koymaktadır(3). Bu nedenle gerçek gelirin ifadesi olan reel faiz oranlarının araştırılması daha gerçekçi ve anlamlı olmaktadır.

II- KAPSAMINA GÖRE FAİZ

1. Brüt Faiz : Tahvil satan veya borç alan bir firma ödediği faizden başka komisyon, reklâm, damga vergisi, muamele masrafları ile birlikte ödenen faiz brüt faizdir. Brüt faiz şu şekilde formüle edilebilir;

Brüt Faiz = Borç alınan para - Kredi maliyeti = Faiz + Harcamalar

2. Net Faiz : Brüt faizden gerekli kesintiler yapıldıktan sonra kalan faizdir. Tahvil alan veya borç verenin alacağı faizden hizmet komisyonu, stopaj gibi kesintiler yapıldıktan sonra eline geçen miktar net faiz olmaktadır.

(3) Özcan ERTUNA, "Finansal Kurumlar", 9 Eylül Ün. İ.İ.B.F.Ya.No.3, İzmir, 1982, s.190.

III- KAYNAK BAKIMINDAN FAİZ

1. Özsermaye Faizi : İşletme sahibinin veya işletme sahiplerinin işletmenin kuruluşunda koydukları sermaye, işletme faaliyetini sürdürürken işletilir ve kâr elde edilir. Elde edilen bu kâr içinde yer alan faiz özsermaye faizidir. Özsermaye faizine asli faiz veya zati faiz de denilmektedir(4).

2. Ödünç Faizi : Sermayenin kullanılmasını başka bir kimseye bırakmaktan ortaya çıkmaktadır. Bu şekilde faiz, ödünç veya borç bir para alındığı takdirde ödenmektedir.

IV- ORTAYA ÇIKIŞ NEDENİNE GÖRE FAİZ

1. Gecikme (Temerrüt) Faizi : Bu tür faiz genellikle tasfiyeye uğrayan alacaklar için geçerlidir. Borçlunun borcunu ödemekten kaçınması veya gecikmesi halinde ödemesi gereken faizdir. Özel kanunlarda gecikme faizi alacaklının para borcunun geç ödenmesinden doğan zararı karşılamak için kabul edilmiştir(5).

2. Kanuni Faiz : Miktarı sözleşme veya kanunla belirtilmemiş ancak verilmesi mecburi olan faizdir. Bu tür faiz, faiz oranlarının düzeyinin belirlenmesi başlığı altında biraz daha geniş olarak açıklanacaktır.

3. Sözleşme (Akdi) Faizi : Tarafların sözleşme ile tesbit ettikleri faizdir. Faiz belirlenmemişse sadece ticari işlemlerde faiz verilmekte, adi işlemlerde faiz verilmemektedir.

V- HESAPLAMA ŞEKLİNE GÖRE FAİZ

1. Basit Faiz : Verilen ödünç para üzerinden hesaplanan faizdir. Bir (a) kapitalinin (t) faiz oranı üzerinden (n) süre faizde kaldığı düşünülürse

(4) Yaşar KARAYALÇIN, "Enflasyon Karşısında Faiz", Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No: 111, ?, 1980, s.31.

(5) KARAYALÇIN, s.31.

faiz tutarının hesabında, (a) kapitali (n) devre boyunca sabit tutulduğunda her devre için faiz oranı sabit olmaktadır. Basit faiz;

$$F = \frac{a.t.n}{100} \quad \text{formülü ile hesaplanmaktadır.}$$

2. Bileşik Faiz : İlk ödünç verilen miktar üzerinden alınan faize ilk ödünç verilen miktarın eklenmesiyle hesaplanan faizdir. Böylece bir devrenin faizi sermayeye eklenerek sonraki devrenin faizinin hesabında sermaye olarak önceki devrenin sermayesi ile faizi toplanmaktadır. Buna faize faiz yürütülmesi de denir. Bileşik faiz tutarının hesabında bir devrenin sermayesi bir önceki devrenin sermayesinden o devre faiz tutarı kadar fazla olduğundan faiz tutarında önceki devre faiz tutarından büyük olmaktadır(6). Bileşik faiz $F = A - a$ formülü ile hesaplanabilir. Burada "A", (a) kapitalinin (t) faiz oranı üzerinden (n) inci devre sonundaki tutarını ifade etmektedir. Bu tutarı $A = a(1+t)^n$ formülü ile hesaplamak mümkündür. Bu formüle göre bir (a) kapitali bileşik faize tabi olarak hesaba yatırılmışsa 1. devre sonunda getireceği faiz (a.t) ve izleyen yıla devredilecek sermaye $a + at$ veya $a(1+t)$ olmaktadır. İkinci devre sonunda (a) kapitali $(1+t)^2$ ile çarpılmakta ve hesaplamalar bu şekilde sürmektedir. Bileşik faizin bu şekilde hesaplanması (n) nin yüksek veya kesirli değerler alması durumunda logaritmadan yararlanmayı gerektirir.

VI- KONTROL MEKANİZMASINA GÖRE FAİZ

1. Serbest Faiz : Sermaye sahibi ve sermayeyi kullananın iradeleriyle tesbit ettikleri faiz oranıdır.

2. Kontrollü Faiz : Faizde narh uygulaması ve bankalarca uygulanan kartel faizinde olduğu gibi arz ve talep tarafından değil, anlaşma ve karar-

(6) Türkiye Elektrik Kurumu Plânlama ve Koordinasyon Dairesi Başkanlığı, "Faiz Hesaplama Metotları", Ankara, 1971, s.3.

larla denetlemeli şekilde belirlenen faize kontrollu faiz denir.

VII- İTİBARI FİYATINA GÖRE FAİZ

1. İtibari Faiz : Tahvilin üzerinde yazılı olan fiyatına oranla getirdiği faizdir.

2. Efektif Faiz : Tahvilin borsada satış fiyatına oranla getirdiği faizdir.

VIII- VADE BOYUNCA DEĞİŞKENLİĞİNE GÖRE FAİZ

1. Sabit Faiz : Ödeme gününe kadar oranı değişmeyen faizdir. Vadesi ne olursa olsun faiz oranı hep aynı kalmaktadır.

2. Değişken Faiz : İlk plâsman miktarına oranla değişen faizdir. Bu değişiklik enflasyon oranı veya belirli malların fiyatlarına göre yapılabilir.

IX- ÖDÜNC VERİLEBİLİR FONLAR YAKLAŞIMINA GÖRE FAİZ

1. Doğal Faiz : Ödünç verilebilir fonlar arz ve talebinin herhangi bir müdahale olmaksızın tam rekabet koşulları altında karşılıklı işlemesi ile oluşan faizdir.

2. Piyasa Faizi : Ödünç verilebilir fonlar arz ve talebinin kendi mekanizması içinde oluşmasını beklemeden faiz haddinin belli oran olarak belirlenmesi ile ortaya çıkan faizdir. Bu yaklaşıma göre doğal faiz ve piyasa faizi oranların farklı oluşu ekonomiyi enflasyona sürüklemektedir(7). Bu nedenle ekonominin istikrar içinde olması için doğal faiz ve piyasa faizinin eşit olması gerekmektedir.

(7) Feridun ERGİN, "Para Politikası", İst.Ün.İkt.Fak.Ya.No: 436, İstanbul, 1979, s.119.

3. FAİZ ORANLARININ EKONOMİK FONKSİYONU VE DÜZEYİNİN BELİRLENME BİÇİMİ

I- FAİZ ORANLARININ EKONOMİK FONKSİYONU

Faiz oranlarının genellikle bir ekonomide üç fonksiyonu vardır. Bunlardan biri, faiz oranlarının bugünkü tüketim ile gelecekteki tüketim arasındaki tercihleri etkileyici ve tasarrufları teşvik edici düzeyiyle halkı tasarrufa yöneltip toplam tasarrufu artırması ve bunları finansal varlıklar yoluyla mali sisteme çekmesidir. Böylelikle tasarrufların para ve sermaye piyasaları dışında altın ve gayrimenkul gibi fiziki varlıklardan finansal varlıklara doğru kaydırılması sağlanmış olacaktır.

Fiziki varlıklar yerine finansal varlıkların ikamesi veya tasarruf oranındaki bir artış finansal kaynakların artmasına ve üretimsel yatırım için serbest bırakılmasına yol açabilecektir.

Faiz oranlarının ekonomik fonksiyonlarından ikincisi, kıt kaynakların sektörler arasında etkin bir biçimde dağılımını sağlamaktır. Bu özelliğinden (maliyet unsuru olma) dolayı, faiz oranlarının pozitif olması gerekmektedir. Aksi takdirde kaynakların alternatif yatırımlar arasında dağılımında etkin olamamaktadır.

Faiz oranlarının en önemli üçüncü fonksiyonu ise, hem tasarruf hem de yatırım kararları için sosyal bir iskonto oranı olarak kesim noktasını teşkil etmesidir. Tasarruf ve yatırım kararlarında iskonto faktörü olarak rol oynaması aynı zamanda tasarruf - yatırım dengesini sağlayacaktır. Ayrıca bu anlamda faiz oranları, yatırım teknolojisi seçimini belirleyecek, sermaye yoğun ve emek yoğun tekniklerin seçiminde bir ölçüt olacaktır(8). Böylece faiz oranları hangi malların nasıl üretileceğini de etkileyecektir.

(8) M.J.FRY, M.R.FARHİ, "Money and Banking in Turkey", Boğaziçi University Publications, İstanbul, 1979, s.191.

Faiz oranları, arz ve talep kuvvetlerinin karşılıklı etkileşimi konusunda piyasa denge düzeyini bulduğu takdirde bu üç fonksiyonu tam olarak yerine getirebilecektir. Bu nedenle, faiz oranlarının ekonomik süreç içindeki işlevlerinin saptanması sorunu faiz oranları düzeyinin belirlenmesi sorununu içermektedir. Diğer bir deyişle, faiz oranları düzeyinin nasıl belirlendiğini açıklamak bir bakıma faiz oranları düzeyinin işlevlerini de açıklamak demektir. Şu halde faiz oranlarının düzeyi ile işlevlerinin belirlenmesi sorunu iç içedir. Aşağıda bu sorunlar ile ilgili kuramsal akımlara yer vermeksizin, faiz oranları düzeyinin ve yapısının belirlenme biçimi kısaca açıklanacaktır.

II- FAİZ ORANLARI DÜZEYİNİN BELİRLENME BİÇİMİ

Finansal piyasalarda faiz oranı oluşumu veya belirlenmesi temelde iki yolla gerçekleştirilmektedir. Bunlardan biri, diğer bazı fiyat hareketlerinde olduğu gibi, para arz ve talebinin serbestçe karşılaştığı piyasada meydana gelmektedir. Diğerisi ise, para otoritelerince tesbit edilen faiz oranlarıdır.

1. Ekonomik Faiz : Yukarıda değinildiği gibi, ekonomik faiz arz ve talebin hiç bir müdahale olmaksızın, serbestçe karşılaştığı piyasalarda oluşmakta ve faiz oranları değişik zamanlarda ve değişik nedenlerle yükselip alçalamaktadır.

Gerçekte, piyasada paraya olan talep arzın üzerine çıktığında ihtiyaç sahipleri daha yüksek oranda faiz vermeyi göze almakta, yüksek faizin teşviğiyle de kişiler daha çok tasarrufa ve finansal yatırıma yönelmektedirler. Piyasada fonların çoğalması fon ihtiyacını gidermekte, fon talebi düşmekte ve faiz oranı da yeniden bir dengeye girmektedir. Böylece paraya olan talebi yaratan ekonomik şartlar ve ihtiyaçlar, faiz oranının oluşumunda bir genel denge unsuru teşkil etmektedir.

Ekonomik faizin uygulandığı ülkelerde para politikaları devletin bütçe, vergi, kredi ve yatırım politikaları, faiz oranları genel düzeyinin normal sınırlar içinde kalmasını sağlayacak şekilde tesbit edilmektedir.

Toplam yatırım programları aşırı olmadığı takdirde para piyasasının gönüllü tasarrufları çekme ve mobilize etme gücü artıp, kamu sektörünün Merkez Bankasına olan talepleri azaldıkça yüksek faiz oranları normal seviyelere inebilmektedir(9).

2. Kanuni Faiz : Daha sonraki konularda oldukça ayrıntılı bir biçimde konumuz gereği incelenecek olan kanuni faiz, pazar koşulları dışında müdahaleci uygulamayla oluşmaktadır. Para otoritelerince tesbit edilen kanuni faizin enflasyon, risk ve vadeye göre değişiklikler göstermemesinin doğurduğu çeşitli sakıncalar bulunmaktadır.

Kanuni faiz oranlarının uygulandığı piyasalarda özellikle enflasyonun faiz gelirleri üzerinde yaptığı olumsuz etki nedeniyle gayri kanuni işlemler de yer almaktadır. Bu tür işlemler, sistemin doğal sonucu olarak ortaya çıktığından, ne kadar denetim altına alınmak istenirse istensin tamamen yok edilmesi mümkün olmamaktadır. Çünkü gerek fon talebinde bulunanlar için fon arzının darlığı, gerekse fon arzeden kişilerin yüksek enflasyon ortamında reel gelir elde etme arzuları tabii olarak bu tür işlemleri ortaya çıkarmaktadır.

III- ENFLASYON VE FAİZ ORANLARI

Kişiler, bir borç anlaşmasına genellikle, belli bir zamandaki sabit para miktarı ile bir başka zamandaki sabit para miktarını aynı tutacak biçimde girmek isterler. Gayrimenkul ipoteği, banka kredileri, taksit ödemeleri, tahviller ve benzeri ilişkiler bu tür anlaşmaları teşkil etmektedir.

(9) Talat TUĞÇETİN, "Ödünç Para Verme İşlemleri", Türkiye Bankalar Birliği Ya.No: 103, Ankara, 1979, s.85.

Hangi biçimde olursa olsun, borcun toplam maliyeti, tek bir ölçü ile ifade edilebilir: Nominal (veya piyasa) faiz oranı. Borç verme - alma işleminde veya bir yatırımda, nominal faiz oranı ödenmesinin, hem borç veren ve hem de borç alan açısından önemi büyüktür. Faiz oranı yükseldikçe, yatırım, borç veren kişiye daha çekici gelir; borç alana ise daha az cazip görünür.

O halde nominal faiz oranı bir finansal varlığın ihracı anında tesbit edilerek, para birimleriyle ifade edilen miktarlardır. Örneğin, % 70 faizli 100.000 TL'lik tahvil 70.000 TL getirecekse , bu nominal faizdir.

Ancak, para değerindeki değişmeden ötürü, 70.000 TL'lik bir faiz kuponunun vade başındaki ve vade sonundaki değerinde de değişme olacaktır. Bu da satınalma gücüyle ortaya çıkar. 1985 yılında dört yıl vadeli olarak ihraç edilmiş bir tahvilden elde edilecek gelirin 1989 yılındaki satınalma gücü bir olmayabilir. Açıktır ki, nominal faiz oranı, fiyat, istikrar konusunda bir güven sözkonusu olmadığı sürece yatırımların gerçek geliri ile ilgili yeterli bir ölçü olmamaktadır. Nominal faiz oranı klâsikleşmiş şu formülle ifade edilebilir.

$$i_t = r_t + X_t$$

Burada (i) nominal faiz oranını, (r) reel faiz oranını, (X) paranın değer kaybettiği dönemlerde, yani fiyat artışları dönemindeki değer kaybı oranını ifade etmektedir.

Reel faiz oranı ile ilgili bir ölçü, yatırımın nominal gelirinden, beklenen enflasyon oranı % 70 dolayında bulunmakta ise, % 75 nominal geliri sağlayan bir tahvilin geliri, gerçek ifadelerle, yalnızca yıllık % 5 olacaktır. Yukarıda verilen nominal faiz oranı eşitliği yardımı ile reel faiz oranı şu şekilde formüle edilebilir.

$$r_t = i_t - X_t$$

Görüldüğü gibi reel faiz oranları; belli bir dönemdeki nominal faiz oranı ile o dönemdeki satınalma gücünde meydana gelen kaybın oranı arasındaki fark olarak karşımıza çıkmaktadır(10).

Nominal faiz pozitiftir; reel faiz ise negatif olabilir. Şayet nominal faiz enflasyon oranı altında ise, reel faiz geliri negatiftir. Bir yatırımcı muhtemelen; eğer umulan enflasyon oranı % 70 oranında iken, parasını % 75 ile borç vermek isterse, fiyat istikrarı bekleyişi söz konusu olduğunda % 5 ile borç verme arasında kayıtsız kalacaktır. Bundan başka, % 70 enflasyon bekleyişi koşullarında, % 75'den borç vermekten çok; enflasyon bulunmayan bir ekonomide, % 6'dan borç vermeyi tercih edecektir. Zira ilk durumda gerçek faiz oranı % 5 olduğu halde, ikinci durumda % 6 olmaktadır.

1. Reel Faiz Hesaplama Yöntemi : Reel faiz oranlarının tesbiti için bizi hesaplamaya iten nedenlerin başında, risk unsurunu yaratan "belirsizlik" yatmaktadır.

Belirsizlik Kaynakları

Faiz oranı riski	}	Nominal	}	Gerçek getiri
Finansal risk				
Satınalma gücü riski				

Satınalma gücü risklerini doğuran enflasyon olgusu, gerek liberal ekonomilerde, gerekse karma ekonomik sistemlerde, sistemin ayrılmaz bir parçası haline gelmiş bulunmaktadır. O halde, varlığını sürekli hissettirecek olan bu olgunun, en çok sabit getirileri etkilediğini, bu getirilerin satınalma gücünü azalttığını vurgulamak gerekir. Bu etkinin olumsuz sonuçları

(10) Haluk Ferda GÜRSEL, "Faiz Hadleri ve Enflasyon Primi", MALİYE DERGİSİ, Ocak-Şubat 1974, S.7, s.41.

dikkate alınarak gözlenen reel faiz oranlarının, nominal faiz oranından, enflasyon oranındaki gözlenen yükselmenin çıkarılmasıyla elde edilebileceği belirtilmişti. Ancak, burada doğru olan hesaplama yöntemi (11) enflasyon oranının nominal faiz oranından çıkartılması değil, bölünmesidir(12). Bunu rakamsal bir örnekle biraz açalım: Bir yatırımcının elindeki 1000 TL'sını bir işletmeye ödünç verdiğini kabul edelim. Nominal faiz oranı (i), % 18 olsun. Yatırımcının eline bir yıl sonra brüt olarak 1180 TL geçecektir. Ancak enflasyonist beklentiler fiyatları yükselteceğine göre, 1180 liranın yıl sonundaki gerçek satınalma gücü azalacaktır. Beklenen fiyat artışının % 30 olması halinde reel faiz oranı;

$$1 - m = \frac{1 + 0,18}{1 + 0,30} = 0,9$$

reel faiz oranı $m = -0,1$ olacaktır. Enflasyon oranı (g)'nin daha yüksek örneğin % 40 olması halinde $m = -0,16$ olacaktır.

Çıkarma yöntemine göre % 12 veya % 22 negatif reel faiz oranı elde edilirken, bölme yöntemiyle bu oran -%10 veya -% 16 olmaktadır. Görüldüğü gibi yüksek değerler sözkonusu olduğunda, elde edilen sonuçlar oldukça farklılaşmaktadır.

2. Negatif Reel Faiz Oranlarının Anlamı : Para otoritelerince faiz oranlarının düzeyi tesbit edilirken, bir enflasyon priminin de dikkate alındığı kabul edilir. Fakat, bu durumda, genellikle fonksiyonel bir işleve sahip olmamaktadır. Beklenen enflasyon oranları üzerinde yürütülen varsayımlar

(11) Reel faiz oranı hesabı aşağıdaki yöntemle yapılmıştır.

$$r = \left(\frac{1 + i}{1 + \frac{dp}{p}} - 1 \right) \cdot 100$$

r : reel faiz oranı

i : nominal faiz oranı

$\frac{dp}{p}$: fiyat artış oranı (yıllık)

(12) ABAÇ, s.17.

çeşitli nedenlerden dolayı gerçekçi bir değeri yansıtmamakta, çoğu zaman tahminler gerçek değerden oldukça uzak kalmaktadır.

Enflasyonun, özellikle az gelişmiş ülkeler ekonomilerinin ayrılmaz bir parçası olduğu ve önemli boyutlara ulaştığı günümüzde, negatif reel faiz oranlarından sık sözedilmektedir. Faizden sağlanan gelirin, satınalma gücünde yarattığı olumsuz etki, enflasyon oranının faiz oranından daha yüksek düzeyde gerçekleşmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Faiz oranlarından elde edilen getirinin negatif değere dönüşmesi, bu şekilde ortaya çıkmaktadır. Ancak, yine de negatif bir reel faiz oranı elde edildiğinde bunun;

- Fiyatlardaki artış fonksiyonunda yapılan düzeltmenin piyasada değişik oranlarda gerçekleşmesi nedeniyle bir hesap hatasına mı dayandığı,

- Ekonomik birimlerce belirlenmesine rağmen, belli bir durumda anlamsız mı kabul edileceği,

- Veya içine düştükleri "parasal yanılgı" dan dolayı, ekonomik birimlerce farkına mı varılamadığı kesin olarak bilinmemektedir(13).

Ş.4. FAİZ ORANLARININ SERMAYE PİYASASINDAKİ İŞLEVLERİ

I- SERMAYE PİYASASININ GENEL KAVRAMLARI VE İŞLEYİŞİ

Sermaye piyasasının ötedenberi değişik biçimlerde fakat, müşterek bir ifadede birleşem birçok tanımları yapılagelmiştir. Kimine göre: "Sermaye piyasası, yatırım ve iştirak kredileri gibi özellikle uzun süreli kredilere aracılık eder ve para bulma araçları olarak da genellikle hisse senedi ve tahvillerden yararlanır"(14).

(13) ABAÇ, s.20.

(14) Suat MİRZA, "Sermaye Piyasası", Eskişehir İ.T.İ.A. Ya.No. 6/1165, Eskişehir, s.3.

Kimine göre ise; sermaye piyasası, "tasarruf edenlerin likiditeden vazgeçmeleri ve risk üstlenmeleri karşılığı faiz, dividant, kâr payı gibi gelirleri elde etmek amacıyla yatırımcılara ve girişimcilere, yatırım faaliyetlerini gerçekleştirmeleri için uzun vadeli verdikleri birikmiş fonların kullanımını sağlayan, bunun için bu iki grubu bir araya getiren oluşum ve örgütlerdir(15). "Kısa ve öz bir ifadeyle sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fonların birleştiği ve yatırımlara yöneldiği belli bir mekanizmalar ve kurumlar bütünüdür(16).

İşletmelerin uzun vadeli fon ihtiyaçlarını, sermaye piyasası adı verilen bir sistem yardımı ile sağladıklarını ifade eden bir diğer görüşe göre(17) ise: "Genel anlamda, uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı soyut bir ortam olarak tarif edilebilen sermaye piyasası dar anlamda, tasarrufların hisse senedi ve tahvillere dönüştürülmesine, hisse senedi ve tahvillerinde, istenildiğinde tekrar paraya çevrilebilmesine imkan veren soyut bir mekanizma olarak tanımlanabilmektedir.

Bu çeşitli tanımlamalardan hepsinde ortak olan noktaları şöyle özetlemek mümkündür:

1. Sermaye piyasası sermaye arz ve talebinin karşılaştığı bir piyasa ortamıdır.
2. Sermaye piyasasında para, likidite ve yatırımlara finansman kaynağı olarak alınıp satılmaktadır.
3. Sermaye piyasasında tasarruflar alınıp satılmaktadır.
4. Sermaye piyasasında gelir; faiz, kâr payı, dividant ve katılma payı olarak ortaya çıkmaktadır.

(15) Uçar DEMİRKAN, "Sermaye Piyasaları ve Türkiye'deki Uygulamaları", M.B.T.K.Ya.No:1981/229, Ankara, 1981, s.10.

(16) MEBAN, "Sermaye Piyasası Konferansı", Ankara, Kasım 1981, s.1.

(17) Cumhuriyet FİRMAN, "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar", ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI VE BANKALAR SEMİNERİ, Çeşme , 24-25 Ekim 1983, s.25.

5. Sermaye piyasası örgütlü yada örgütsüz olabilmektedir.

Burada dikkat edilmesi gereken en önemli husus, sermaye piyasası ile para piyasasının birbirine karıştırılmamasıdır. Birbirlerinden önemli derecede etkilenen ve çoğu zaman birbiri içinde mütaalâ edilen bu piyasanın müşterek özelliklerinin yanında ayrı ayrı kendilerine özgü özellikleri de vardır.

Para piyasasında faaliyet gösteren bankalar sistemi de, zaman zaman sermaye piyasası içerisinde değerlendirilir ve banka sistemi aynı zamanda sermaye piyasasından beklenen görevlerin bir kısmını da yürütmekle sorumludur.

Yukarıdaki ifadelerden de anlaşılacağı üzere, sermaye piyasasında genellikle orta ve uzun vadeli sermaye arzı ve talebi karşı karşıya getirilmekte, sermaye ihtiyacı olanlara fon tedariki yapılırken, diğer yandan, fon arzeden tasarruf sahiplerine de gelir imkanı yaratılmaktadır. Bunun yanında asıl önemli amaç da, arz edilen fonların verimli yatırım alanlarına kanalize edilerek makro düzeyde ülke kalkınmasına katkıda bulunulmasıdır. Bu görevler gerçekleştirilirken bir mekanizma içerisinde hisse senedi ve tahvil gibi bir takım araçlardan yararlanılmaktadır.

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren kişi veya kurumlar, bu piyasanın kendine özgü kurallarına uymadıkları sürece, akibeti piyasadandan silinmek olmaktadır. Bu piyasada rol oynayacak herkesin bilmesi gerektiği sözkonusu bu kuralları, aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür(18):

1. Piyasa işleyişinin karşılıklı mutlak bir güvene ve halkın doğru olarak aydınlatılması ilkesine dayandığı,

2. Piyasanın hak taşıyıcı araçları olan belgenin (tahvil, hisse senedi gibi), her an piyasa değeriyle nakde dönüştürülmesine imkan veren

(18) Yılmaz ULUSOY, "1983'de Nasıl Bir Sermaye Piyasası", RAPOR GAZETESİ, 31 Aralık 1982, s.6.

müesseselerin kurulması gerektiği,

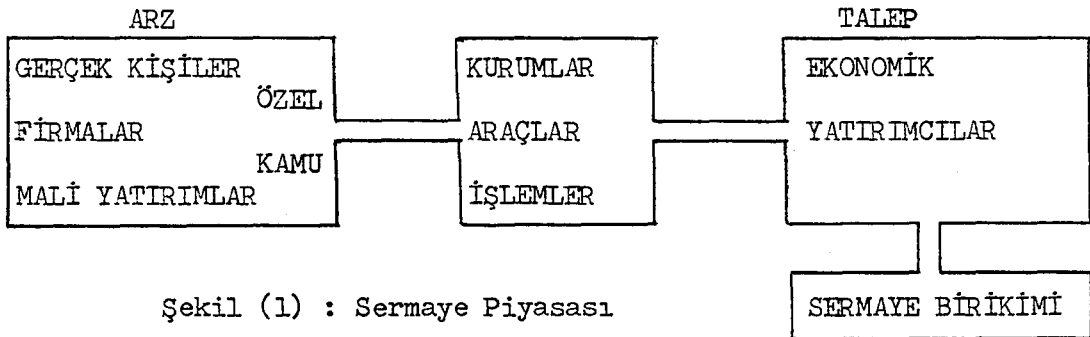
3. Bir ülkede sermaye piyasasının kuruluş ve işleminin kendiliğinden oluşan "ekonomik bir ortam" meselesi olduğu, kanunların ve mevzuatın bu ortamı sadece "disipline" edebileceği,

4. Sermaye piyasasının spekülatif bir piyasa olduğu, spekülatörler ve spekülatif davranışlar olmadan bu piyasanın işlerlik kazanamayacağı,

5. Sermaye piyasasında mutlaka riskin mevcut olduğu, risksiz bir sermaye piyasasından söz edilemeyeceği, ancak güvenle işleyen bir piyasanın, bizzat kendisinin riski azaltacağı,

6. Sermaye piyasasının ekonomik, politik, hatta psikolojik, hassas dengelerden meydana geldiği, bu dengeler arasında uyum sağlanmadığı takdirde piyasanın işlemeyeceği,

Sermaye piyasasında elde edilen fonlar reel varlıklar olarak yatırıma dönüşmektedir. Bu durumu aşağıda şekil (1), (2) ve (3)'deki gibi göstermek mümkündür.

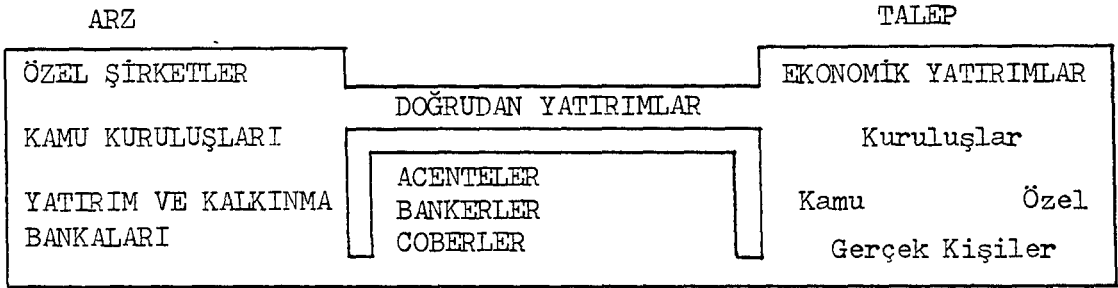


Şekil (1) : Sermaye Piyasası

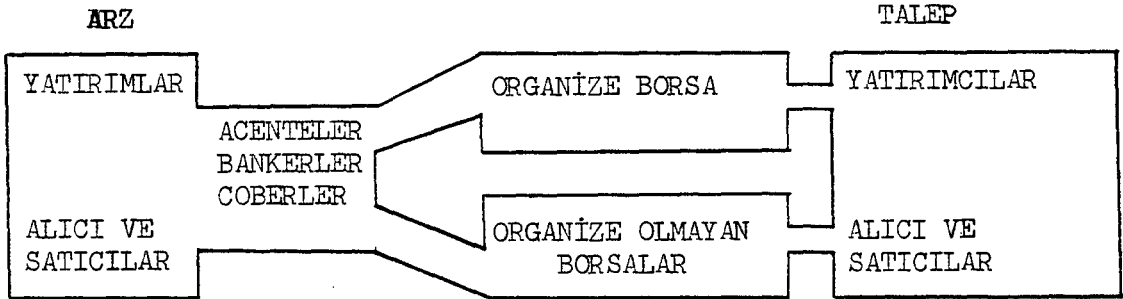
Sermaye piyasasının birincil ve ikincil piyasaları mevcuttur. Birincil piyasa ve ikincil piyasalar, yeni fonların veya menkul kıymetlerin ihraç edilerek işlem gördükleri piyasalardır.

Şekil (2)'den de görüleceği gibi açıklanmak istenen, birincil piyasada özel kuruluşlar, kamu kuruluşları ve yatırım ve kalkınma bankaları gi-

bi ihtisaslaşmış kurumlar, menkul kıymetleri doğrudan veya acentalar, bankerler ve coberler gibi aracılar vasıtasıyla gerçek ve tüzel kişilere sunarlar.



Şekil (2) : Birincil Piyasa



Şekil (3) : İkincil Piyasa

Menkul kıymetlerin doğrudan ihracınının, dolaylı ihraca üstünlüğü, ihraca aracılık eden bir kurumun bulunmayışı ile ihrac giderlerinden tasarruf sağlama imkanı vermesidir. Bu üstünlüğe karşın bazı sakıncaları da vardır; ilk olarak, halka hisse senedi ve tahvil satımı halinde, satım süresi uzayabilir ve acil fon ihtiyacı zamanında karşılanamayabilir. İkinci olarak ise, doğrudan ihracında, ihrac edilen menkul kıymetin alıcısının çok miktarda olması gerektiği durumlarda satış başarılı olmayabilir. Ancak sermaye piyasasında uzmanlaşmış bir aracı kuruluşun varlığı, bu başarısızlığı ortadan kaldıracaktır. Bu takdirde, işletmelerin şayet kendi bünyelerinde uzman kuruluşları yoksa, aracı kurumlar vasıtasıyla menkul kıymetleri satmaları hem ihtiyaçduydukları fonu kısa sürede elde etmeleri, hem de menkul kıymetlerin mümkün olduğu kadar çok satışını, süresi içinde gerçekleştirmeleri bakımından yararlı olabilir.

Doğrudan doğruya satış olarak nitelendirilen usul, şu hallerde uygulanabilir(19).

1. Tanınmış, halka satışta başarısızlığa uğrama riski zayıf işletmelerin menkul kıymet ihraçlarında,
2. Yeni kurulmuş, mali yapıları yeterince kuvvetli olmayan işletmelerin menkul kıymetlerinin satışında,
3. İşletmede çalışanlara satılmak üzere hisse senedi çıkarılmasında,
4. Mevcut ortaklara satınalmada öncelik tanınarak sermaye arttırılmasına gidilmesinde veya hisse senedine dönüşebilir tahvil ihracında,

Şekil (3)'de görüldüğü gibi sermaye piyasası içinde bir diğer piyasa ikincil piyasadır. İkincil piyasa, ilk olarak çıkarılmış menkul kıymetlerin, halka arzı şeklinde olmayıp; halka arz edilmiş, mevcut menkul kıymetlerin el değiştirmesi suretiyle oluşmaktadır. İkincil piyasanın en önemli fonksiyonu, menkul kıymet şeklindeki sermayeye likidite sağlamasıdır. Türkiye'de ilkel niteliğiyle de olsa, ikincil piyasa faaliyetlerini, belki resmi piyasanın işlemeziğinin yarattığı boşluktan da faydalanarak, bankerler başlatmıştır.

İkincil sermaye piyasasında bir tür "iskonto işlemi" sözkonusu olmaktadır. Ancak bazen, sermaye artırımında bulunan şirketlerin bu işlemle ilgili olarak kendi hisse senetlerini toplamak gibi uygulamalarına da rastlanmakta olup; bu takdirde, bu iki piyasa iç içe girebilmektedir.

II- SERMAYE PİYASASININ EKONOMİK KALKINMADAKİ İŞLEVİ

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından birisi, plânlanan kalkınma hızını sağlayarak yatırım hedeflerini gerçekleştirmektir. Bu ülkeler, ekonomik kalkınmalarını gerçekleştirebilmeleri için, yatırımların gerekli finansman kaynağını büyük ölçüde iç kaynaklara dayandırmak zorunda-

(19) Öztin AKGÜÇ, "Finansal Yönetim", İstanbul, 1976, s.471.

dırlar. Böyle olunca, iç kaynağın en önemli unsurunu teşkil etmesi gereken gönüllü tasarrufların arttırılarak ulusal tasarrufun oluşturulması gerekir. Tasarruf artışı ek yatırımlara imkan sağlar; ancak, çeşitli birimler tarafından yapılan tasarrufları mobilize ederek verimli yatırım alanlarına kanalize edecek bir mekanizma yok veya yetersizse, toplam tasarruf hacminin artırılmış olması fazla bir önem taşımaz. Gelişmekte olan ülkelerde mevcut gelir düzeyinde yapılabilecek potansiyel tasarrufun tümüyle mobilize edilebilmesini engelleyen yasal ve yapısal hususlar vardır. Bunları şöylece sıralamak mümkündür(20).

- Zorunlu tasarrufları arttıracak etkin vergi sistemlerinin olmayışı,
- Milli gelirin önemli bir bölümünün yaratıldığı tarım kesimine, değişik gerekçelerle tam vergi mükellefi olarak bakılmaması,
- Gelir dağılımındaki dengesizlik sonucu, alt gelir dilimindeki şahıslarda tasarruf gücünün ve buna bağlı olarak tasarruf mantalitesinin oluşmaması; üst gelir dilimindeki şahıslarda ise, lüks ve göstermelik tüketim imkan ve eğilimlerinin artması,
- Devletin yatırımlarının ve cari harcamaların finansmanında açık finansmanı bir araç olarak kullanması sonucu yaşanan hızlı enflasyonların, tasarrufların kullanılış yerini üretken yatırımlardan altın, gayrimenkul, döviz ve/veya tüketime çekmesi,
- Kurumsal ve kişisel tasarruf potansiyelini mobilize edip, yatırıma akıtacak mali alt yapının gelişmemiş ve tam anlamıyla örgütlenmemiş olması.

Bu engellerin ortadan kaldırılması ile, gelir düzeyinde artış olmadan bile, daha fazla kaynağın yatırımlara yönlendirilerek kalkınma hızının arttırılması mümkündür.

(20) Kemal SAĞLAM, "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Dünü, Bugünü, Yarını ve Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Öneriler", ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI VE BANKALAR SEMİNERİ, Çeşme/İZMİR, 24-25 Ekim 1983, s.49.

Gelişmekte olan ülkelerde, bunu sağlayacak ölçüde geniş para ve sermaye piyasalarının olmayışı temel sorunlardan birini teşkil etmektedir. Gelişmekte olan birçok ülkedeki sermaye piyasaları ve mali kuruluşlar, organizasyonsuz ve dar alanları olan piyasa ve kuruluşlardır.

Bu nedenle, bu ülkelerde, devletin sermaye piyasasının kuruluşuna öncülük ederek sermaye piyasasının oluşumunu hızlandırması gerekmekte olup, bunun modelleri üzerinde değişik tartışmalar yapılmaktadır. Bu konuda politikalar saptanırken, sermaye piyasası aracılığı ile yeni yatırımlara kaynak yaratma ve kaynakları en üretken ve verimli alanlara yönlendirme ve bireysel tasarrufları özendirme gibi ikili bir amaç güdülmesi gerekmektedir(21).

Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasaları, tasarrufların bir sermaye birikimi olarak yeni yatırımlar yapacak veya mevcut üretim kapasitelerini artırmak için tesislerini genişletecek olan müteşebbislerin eline geçmesinde gerçek rolünü oynamaktadır. Şüphesiz iyi örgütlenmiş bir sermaye piyasası, hem tasarruf yaratılmasını, hem de fon arzını geliştirecektir.

Sermaye piyasasının gelişmesi, ekonomik kalkınmanın önerdiği diğer tedbirlerle birlikte organize edilir ve işlerliği gerçekten sağlanabilirse ülke kalkınması hızlandırılmış olur. Bu itibarla, önemli olan sadece tasarrufların arttırılması değil yatırıma aktarılabilmesi ve milli gelir oranının yükseltilmesidir(22). Bu nokta dikkate alınırca; sermaye piyasasının, ulusal tasarrufları yatırım projelerine yönelten bir sistem olarak ekonomik kalkınmada önemli bir rol oynadığı gerçeği ortaya çıkar.

(21) DEMİRKAN, s.12.

(22) İsmail UZGÖREN, "Sermaye Piyasası ile Ekonomik Kalkınma Arasındaki İlişki", ADANA İ.T.İ.A. DERGİSİ, Mart 1975, S.4, s.216.

Bu mekanizma sayesinde atıl, ülke ekonomisine hiçbir yararı olmayan irili ufaklı tüm tasarruflar değerlendirilirken, işletmelerin verimlilikleri artırılabilir; ulusal produktivite ve buna bağlı olarak, kişi başına düşen gelir de artabilir. Özellikle, sık sık kaynak sıkıntısına düşen gelişmekte olan ülkeler için büyük önem taşıyan bu piyasanın sağlıklı işlemesi, ekonomik kalkınmaya yararlı yeni kaynakların oluşumunu sağlaması yönünden son derece önemlidir. Ayrıca şunu belirtmekte yarar vardır: Bilindiği gibi, ekonomik kalkınma, yalnız toplam gelirlerin artışı veya kişi başına düşen gelir seviyesi ile ölçülmez; ayrıca, gelirlerin nasıl dağıldığını, yani kalkınmadan kimlerin pay aldığını gözlemlemek gerekir. Gelir dağılımında adaletsizlik varsa, gelirden fazla pay alanlar tasarruflarını politik ve sosyal güvensizlik nedeniyle nakit halinde tutmayı tercih ederler. Bu takdirde, iç yatırımların gerçek seviyesi çok aşağıda kalacaktır. Oysa, sermaye piyasasından beklenen, temel mallara ve hizmetlere yönelik yatırım ve işletmeciliğin bu piyasa içinde geliştirilmesidir(23).

Gelişmekte olan ülkelerde marjinal tasarruf meylinin düşük oluşu, yatırımların finansmanı için gerekli olan sermaye yaratılmasında cebri tasarrufların önemini artırmaktadır(24). Cebri tasarrufun başında "vergi" gelir. Özellikle, iyi örgütlenmemiş ve kontrolsüz sermaye piyasalarına sahip birçok gelişmekte olan ülke, ulusal kaynakları seferber etmede vergi politikası aracılığıyla önemli mali tedbirlere güvenmişlerdir. Dolaysız vergiler, çoğunda, toplam vergi gelirleri içinde % 20 ve % 40 dolayında bir yere sahip olmakta ve GSMH içindeki payı % 2, % 5 dolayların-

(23) Haydar KAZGAN, "Kalkınmanın Finansmanında Döviz Sorunu ve Sermaye Piyasası", TÜRKİYE'NİN EKONOMİK KALKINMA SÜRECİ İÇİNDE SERMAYE PİYASASININ ROLÜ SEMİNERİ, İstanbul, 1980, s.60.

(24) Michael P.TODORO, "Economic Development in the Third World", Longman Inc., New York, 1980, s.49.

da bulunmaktadır(25). Diğer taraftan dolaylı vergiler, mali gelirlerin büyük kaynağını teşkil ederler.

Gelişmekte olan ülkelerde mali kaynak yaratmanın başka yolları da vardır: Bunlardan ilk akla geleni, yabancı sermaye yatırımları olabilir(26). Bunun yanında, dışarıdan mali kaynak sağlamalarına imkan veren bir başka yol da, uluslararası sermaye piyasalarında tahvil satmaktır. 1970'lerde bu ülkelerin tahvil satışı karşılığı borçlanma konusunda birçok sorunlarla karşılaşmış(27) olduğundan, gelişmekte olan ülkeler, bu piyasalara henüz girememiştir. Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerdeki yetersiz tasarruflar ve onları üretken yatırımlara yönlendirmekteki zorluklar yüzünden, Brezilya ve Arjantin gibi bir kısım gelişmekte olan ülkeler, yatırımın seviyesini, genişlemiş banka kredileri ile finanse ederek yükseltmeyi başaramışlardır(28). Kuveyt'te sermaye piyasası, başlıca yatırımcı kuruluşlar ve Kuveyt Sanayi Bankasının faaliyetleri ve devlet teşvikleri ile gelişme göstermişlerdir(29).

Latin Amerika ülkelerinin bir çokları ile, mali sistemleri az gelişmiş diğer ülkelerin bir kısmı, kendi sermaye piyasalarını genişletmek için tedbirler almışlardır. Bu ülkeler, uzun süreli devlet tahvilleri piyasası üzerine dikkatlerini yoğunlaştırmışlar, özellikle Seylan ve Filipinler, bu yolda ilerlemeler kaydetmişlerdir.

Sermaye piyasasının diğer bir önemi de, küçük tasarruf sahiplerini enflasyondan korumak ve ticari kârlara toplumu da ortak etmektir.

(25) TODORO, s.50.

(26) Yabancı sermaye yatırımlarının dışarıdan sağlanan kredilere göre üstünlüğü vardır. Bunlar, yatırımın kendisiyle birlikte yeni teknoloji getirmesi, belli bir vadenin olmayışı, borç gibi sabit bir maliyetin olmayışı vs. gibi.

(27) Nahit TÖRE, "Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Borç Unsurları", Türkiye Bankalar Birliği Ya.No: 110, Ankara, 1980, s.37-38.

(28) TODORO, s.470.

(29) Orhan ÇİMENOĞLU, "Kuveyt ve Türkiye ile İlişkiler", YENİ İŞ DÜNYASI DERGİSİ, Mart 1982, S.29, s.68.

Sermaye piyasasının, kalkınmanın finansmanında hangi tür yatırımları finanse ettiği önemlidir. Ekonomik kalkınma açısından yatırımın değeri parasal değer ile değil ekonomiye katkı gücüyle ölçülür. Yani işletmenin ürettiği mal ve hizmetlerin ekonomik kalkınmaya, refaha ve gelir bölümüne yaptığı etkidir.

Gelişmekte olan ülkelerde; para kullanımının yaygın olmaması, kişi başına düşen gelirin az olması, zaten yetersiz olan tasarrufların altın ve gayrimenkul alanına yönelik olması ve sahipleri tarafından saklanmış olması, finansal varlıklara yatırım alışkanlığının olmaması gibi birçok nedenlerle finansal sistemin gücü sınırlı kalmaktadır. Finansal varlıklara yatırım alışkanlığı, iyi ve etkin işleyen sermaye piyasası faaliyetleriyle güçlenecektir(30). Faiz oranlarının sermaye piyasasının iyi ve etkin işleyişinde rolü büyüktür.

III- FAİZ ORANLARININ SERMAYE PİYASASINDAKİ İŞLEVİ

Gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları, genellikle uzun süreli yatırımların borç bulunarak gerçekleştirilmesine imkan tanımayacak derecede yüksektir. Bunun nedeni, bu ülkede yalnız sermaye kıtlığı değil, aynı zamanda yatırımın oldukça riskliliği, enflasyon oranının yüksekliği, likiditenin çok düşük ve tasarrufların mobilize edilmesinin oldukça masraflı oluşundadır.

Tasarrufların artmasına yol açan ve yatırımlarda emniyet ve likiditeyi artıran her tedbir, faiz oranlarının eşitliği sonucunu doğurabilir. Bu durum, sermaye piyasasının gelişmesi ile ülke çapında sağlanmış olunca, sektörler arasındaki faiz oranları farklılığı da azaltılmış olur.

(30) Latif ÇAKICI, "Türkiye'nin Ekonomik Gelişmesinin Süratlendirilmesi İçin Sermaye Piyasası ve Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar", ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI VE BANKALAR SEMİNERİ, Çeşme, 24-25 Ekim 1983, s.402.

Gelişmekte olan ülkelerde yatırımların faize karşı duyarlılığının belirlenmesi oldukça güçtür. Sermayenin kıt bir faktör olması ve belirli ellerde toplanması, örgütlenmiş bir sermaye piyasasının etkinliğinin görülmemesi ve devletin bu piyasayı kontrol altında tutma amacıyla yaptığı müdahaleler çok çeşitli faiz oranlarının varlığına yol açmaktadır(31). Bu yüzden, çeşitli faiz oranları, ekonomideki gerçek tasarruf ve yatırım eğilimlerini yansıtır tarzda görülmemektedir.

Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde yatırım harcamalarının yönünü ve yatırım hacmini tayin bakımından faiz oranları, gelişmiş ülkelere nazaran daha az rol oynarlar. Bu ülkelerde kredi miktarı, faizle ifade edilen kredi maliyeti faktörüne nazaran diğer ülkelerde, dar mali piyasa dışında, aşırı seviyelerde faiz oranlarıyla fon temini, çeşitli farklılığa sebep olmaktadır. Sermaye piyasasının gelişmesi, bölgesel ve sektörel piyasalar yerine ulusal bir piyasa getirdiği için, değişik bölgelerde ve sektörlerde geçerli olan faiz oranları farklılığını azaltır. Sermaye piyasasının gelişmesi sonucu tasarruf sahipleri, tasarruflarını borç verdiklerinde, finansal bir örgütlenmenin olmadığı dönemde kazanacakları gelirden daha fazla gelir elde ederler.

IV- SERMAYE PİYASASINDA FAİZ ORANLARI FARKLILIĞINI YARATAN FAKTÖRLER

Sermaye piyasasında, borçlanma ve yatırım şekline göre değişik faiz oranlarına rastlanır. Bu piyasadan fon talebinde bulunacak kişi veya kuruluşlar nasıl kendileri için düşük maliyetli (faizli) fonlar ararlarsa, diğer yandan fon arzında bulunmak isteyenler veya yatırımcılarda, kendileri için daha yüksek gelir (faiz) sağlayacak yatırımları arayacaklardır.

(31) Öztin AKGUÇ, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Yatırım Kriterleri", Ankara Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara, 1972, s.8.

Çeşitli tasarrufçuların, yatırım imkanlarının verimliliği değişik olacaktır: Bazı tasarrufçular çok düşük verimlilikle fon arzederken, bir kısım tasarrufçu çok verimli yatırım imkanları için yeterince fon bulamayabilir. Bu nedenle, gerçek fon piyasalarında fon arz ve talepleri, çeşitli açılardan farklılaşma gösterir. Bu farklılaşma çeşitli faiz oranlarını doğurur.

Faiz oranlarındaki bu farklılık, değişik faktörlerden doğar. Bu faktörleri temelde beş başlık altında toplamak uygun olacaktır:

1. Zaman (vade) faktörü,
2. Risk faktörü,
3. Likidite faktörü,
4. Vergi faktörü,
5. Geri çağırma faktörü,

Bazı yazarlar (32) bu faktörlerin dışında, "Finansal varlıkların tiplerine göre özelliklerini" de faiz oranları düzeyini belirleyen faktörler arasında saymaktadır. Bu arada belki, "emniyet faktörü"nü de bir etken olarak göstermek gerekir; fakat bu etkiyi, risk faktörü içerisinde incelememizin daha uygun olacağı düşüncesindeyiz.

Ayrıca, gelişmiş ülkelerde görüldüğü gibi, teknolojik değişimlerden doğan bir risk türüyle, spekülatoörlerin yarattığı bir risk türünden de bahsedilebilir. Ancak Türkiye'de, riskin bu türlerine henüz rastlanmamaktadır.

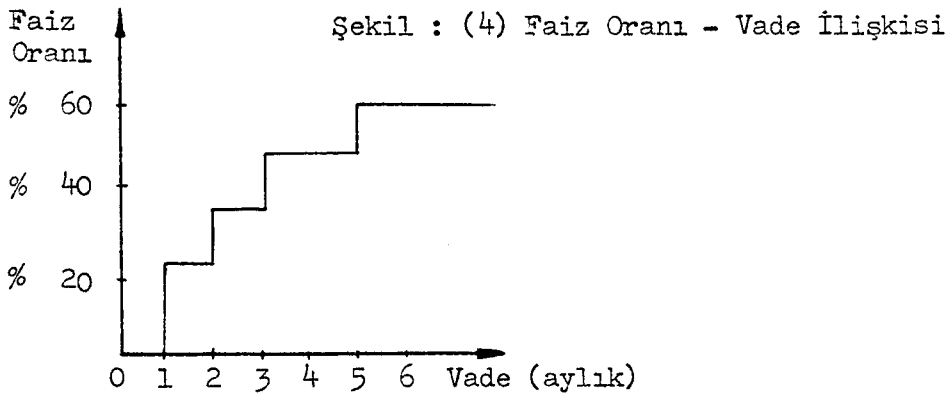
Yukarıda sayılan faktörler, faiz oranları düzeyinde etkili ve önemli faktörler olarak karşımıza çıkmalarından dolayı, konunun bu yönüyle incelemeye tabi tutulacaktır.

(32) Bkz: ABAÇ, s.39-42.

Cengiz YILMAZ, "Sermaye Piyasasında Faiz Oranları Farklılığına Etki Eden Faktörler ve Risk Faktörü", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLANLAMASI DERGİSİ, Haziran 1982, S.14, s.147-152.

1. Zaman (vade) Faktörü : Faiz oranlarının vade yapısını açıklayan çeşitli kuramlar geliştirilmiştir(33). Vade faktörünün faiz oranları üzerindeki etkisi, ticari hayatta da sık sık gözlenmektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası ile ilgilenmeyen kişiler dahi, bu ilk faktörü ilk bakışta algılayabilir.

Tabii olarak, parasını uzun vadeli plâsmanlara yatıranlar, paranın kullanımından bu süre içersinde vazgeçmiş sayılırlar ve özsermayelerini bir miktar riske sokmuş olurlar. Riskin derecesi, geri ödeme süresi diyebileceğimiz vadenin uzunluğuna ve kısalığına bağlı olarak artar veya azalır. Risk unsuru arttıkça, faiz oranının da yüksek tutulması istenir. Diğer yandan tasarruf sahibi, tasarrufunu bir banka hesabına vadesiz olarak yatırdığı takdirde, bunun geri ödeme süresi sıfır olacaktır. Çünkü istediği an parasını bankadan çekebilecektir. Fakat vade arttıkça uygulanacak faiz oranında da artış olacaktır. Ancak, özellikle sıkı para politikası uygulanan dönemlerde kısa ve uzun vadeli faiz oranları birbirine eşittir(34).



Şekil 4'de de görüldüğü gibi, vadesiz hesaptan vadeli hesaba geçişte faiz oranı artış göstermekte ve vade uzadıkça farklılaşma ortaya çıkmaktadır.

(33) Cevat SARIKAMIŞ, "Sermaye Pazarları", İstanbul, 1980, s.137-142. ABAÇ, s.42-58.

(34) M.İlker PARASIZ, "Para, Banka ve Finansal Piyasalar", Bursa, 1985, s.402.

2. Risk Faktörü : Faiz ve risk kavramları, finansal varlığın pazar fiyatı düzeyinin oluşmasına katkıda bulunan önemli etkenlerdir. Bu nedenle, vade faktöründen sonra yatırımcının karşısına en önemli faktör olarak çıkan riskin, faiz oranları farklılıkları üzerindeki rolünün açıklığa kavuşturulması kaçınılmaz olmaktadır.

Risk kelimesi anlam olarak, belirsizlik ortamında seçilecek bir seçeneğin doğuracağı sonucun öngörülmesidir. Bir finansal varlığın verimi üzerinde değişik türdeki riskin etkisi vardır. Örneğin; aynı faiz getirisine sahip, vade ve likidite derecesine göre aynı özelliği taşıyan finansal varlıkların ait olduğu risk türleri ve dereceleri, verimliliklerinde değişiklik yaratabilir.

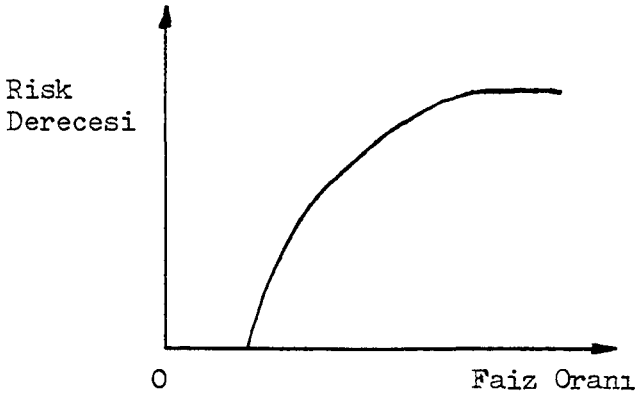
Rasyonel bir yatırımcı için yatırımdan beklenen iki şey vardır: Birincisi, yatırımın kendisine sağlayacağı ek gelir (bu faiz veya temettü şeklinde olabilir) ; diğeri ise, yatırdığı sermayenin, yani ana paranın, süresinde kendisine ödenmesidir. Yatırımcının bu beklentilerinin gerçekleşmesi şüpheye düştüğünde, risk unsuru kendini gösterecek ve yatırımcının yatırım kararını vermesinde etken olacaktır.

Sermaye piyasasında, faiz oranları ile ilgili değişik risk türleri vardır. Bunlardan ilki yukarıda bahsettiğimiz gibi sermaye kaybına yol açacak olan geri ödememe riskidir. Bunun dışında, yatırımcı yatırım kararı verirken, faiz oranlarında farklılık yaratan, dolayısıyla yatırımın verimliliğini etkileyen diğer risk türlerini de gözönünde tutmalıdır. Bunlardan biri de paranın zaman değeri ile ilgili risk türü, yani enflasyon riskidir. Faiz oranlarının riske göre ayarlanması şu formülle gösterilebilir:

$$i = r - \theta$$

Burada (i) nominal faiz oranlarını, (r) reel faiz oranını, (θ)'de risk primini ifade etmektedir. Risk primi aynı zamanda, fon talep eden

işletmenin ve bu işletmenin ait olduğu sektörün riskini de içermektedir. Riskin derecesi ile faiz oranı arasındaki ilişki (veya faiz oranlarının risk yapısı) Şekil 5'deki gibi gösterilebilir. Şekildende görüleceği gibi riskin derecesi yükseldikçe, finansal varlığın verim oranı da artmaktadır. Riskle verim arasında genellikle doğrusal bir ilişki mevcuttur.



Şekil : (5) Risk ve Verimlilik

Risk unsurunu paranın satınalma gücündeki değişiklik açısından da incelemek gerekir. Tahvil yatırımcılarının karşılaştığı belirsizlik, sadece işletmenin finansal gücüne bağlı "finansal riski" ve faiz oranlarındaki değişikliklerle ortaya çıkan "faiz oranları riski" değildir. Bu iki risk kadar önemli bir üçüncü risk vardır ki, o da, paranın satınalma gücüyle ilgilidir. Paranın satınalma gücünde meydana ~~meydana~~ gelebilecek değişikliğin belirsizliğini ifade eden bu risk türü, faiz oranlarının yorumlanmasında dikkate alınması gereken önemli bir faktördür. Bu nedenle, faiz oranı düzeyi hesaplanırken, beklenen enflasyon oranının da dikkate alınması, pazar faiz oranını oluşturacaktır. Pazar fiyatında meydana gelecek değişmeler tüm finansal varlıkların fiyatlarını etkilerse de, tahvil gibi sabit getiri sağlayan finansal varlıkların üzerindeki etkisi daha fazla olur.

Enflasyon, borçlunun lehine ve alacaklının aleyhine çalışan bir olaydır. Enflasyon oranının düzeyi, alacaklının faiz oranları farklılaşmasını yaratan riskini oluşturur. Borç verilen paranın vade başındaki değeri

ile vade sonundaki değeri arasında farklılık vardır. Enflasyon riskinin faiz oranlarında farklılaşma yaratan etkisi, paranın bugünkü değeri üzerinde kendini göstermektedir. Bir tahvilin veriminin hesaplanmasında belli bir iskonto oranı saptanır. Bu iskonto oranı, tahvilin faiz ve ana paradan oluşan getirisinin vade sonlarındaki değerini bugünkü değere indirmeye faktörüdür. Bu da genellikle, cari faiz oranına eşittir. Cari faiz oranındaki bir değişme iskonto oranını etkileyecek, dolayısıyla yatırımcılar açısından tahvil veriminde bir farklılaşmaya neden olacaktır. O halde faiz oranı düzeyi hesaplanırken, enflasyondan doğan bir risk unsurunun, yatırımcıların yatırım kararlarında en önemli etkenlerden biri olduğu unutulmamalıdır. Zira, tahvile yatırım yapan kimseler servetlerinin enflasyona karşı eriyip gitmesini önlemek, ilerisi için plânladıkları tüketim harcamalarına imkan sağlayacak bir gelir düzeyine ulaşmak için, tahvillerin nominal faiz verimliliklerinin enflasyonu yok edecek, yani arzulamış oldukları gerçek verimliliği sağlayacak kadar yüksek olmasını talep etmektedirler. Yatırımcıların bu taleplerine cevap verebilmek amacıyla Finlandiya, İsrail ve diğer pek çok ülkede tahviller, tüketim malları endeksine ya da dövizle bağlı olarak çıkarılmaktadır.

3. Likidite Faktörü : Bütün varlıklar içinde en likit varlık paradır. Şu halde, bir finansal varlığın likidite derecesi, istenildiğinde paraya çevrilebilme imkanına bağlıdır. Yalnız, paraya çevrilirken gerçek değerini koruması da büyük önem arzeder. Bu da, finansal varlığın vade yapısı ile yakından ilgilidir. Bazı finansal varlıklar vadesinden önce paraya çevrilemez. Bu durum yatırımcılar açısından olumlu karşılanmayabilir. Sermaye piyasasında, henüz kendini kanıtlamamış işletmelerin piyasaya sürdükleri finansal varlıklar, tanınmamasından ötürü, işlem görme güçlüğü ile karşılaşır. Dolayısıyla likiditesi düşüktür. Bu durum, bu varlıkları pazar-

layabilmek için daha yüksek faiz oranı önermek zorunluluğunu ortaya çıkarır. Likidite derecesi yükseldikçe, yatırımcıların talep edecekleri faiz oranı da azalır.

Bir finansal varlığın likiditesi üç unsura bağlıdır;

- Varlığı elden çıkarma anında doğan sermaye kaybı,
- Elden çıkarmak için uygun zaman bekleyişi,
- Elden çıkarma masrafları,

4. Vergi Faktörü : Vergi yasalarında meydana gelen farklılıklar, her yönü ile aynı olan tahvil faiz gelirlerinin de farklılaşmasına neden olabilmektedirler. Bazı tahviller üzerinden düşük vergi verme sözkonusu olabileceği gibi, bazı tahvil gelirlerinden hiç vergi ödenmez; bunların gelirleri nettir. Bazı ülkelerde, bazı tahvilleri ellerinde belli bir süreden fazla tutan kişilerin, tahvilin değer farkı nedeniyle meydana gelen gelir üzerinden daha az vergi ödemesi yasalarca sağlanmıştır. Yatırımcılar bu konu üzerinde önemle durmaktadırlar. Bu nedenle, tahvile yatırımlarda bu faktör gözönünde tutularak, faiz oranı düşükte olsa, pek önem arzetmemektedir.

5. Erken Ödeme (Geri Çağırma) Faktörü : Sermaye piyasasında, faiz oranlarındaki muhtemel bir değişme anında bu piyasadan fon temin edenler, borçlarını vadesinden önce ödemek isteyebilirler. Borçlanma, tahvil ihraççı yoluyla yapılmışsa, bu tahvilleri geri çağırarak, erken geri ödeme isteklerini yerine getirebilirler. Bu durum fon arzında bulunanlar yönünden genellikle istenmez. Bu nedenle, başlangıçta bu tür girişimlere karşı tedbir alarak, yatırımlarına bazı garantiler isteyebilirler. Bazen tahvil üzerine erken geri ödemede bulunulmayacağı yazılır, bazen de geri çağırılması halinde prim ödenebilmektedir.

İ k i n c i B ö l ü m

TÜRKİYE'DE TASARRUFLARA İLİŞKİN FAİZ ORANLARI YAPISININ BELİRLENMESİ VE TÜRKİYE SERMAYE PİYASASININ GENEL KAREKTERİSTİĞİ

Ş.1. TÜRKİYE'DE TASARRUFLARA İLİŞKİN FAİZ ORANLARI YAPISININ BELİRLENMESİ

I- TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FAİZ

Faiz oranları, fon talebi ve fon arzı üzerindeki etkileriyle bugün, tüm dünyada yoğun bir tartışmanın konusu haline gelmiştir. Aynı şekilde Türkiye'de de, 1950'lerden beri kronikleşen ve özellikle 1980 yılında % 107 düzeyine çıkan enflasyonun yarattığı bunalım ortamında, üzerinde spekülasyon yapılan en önemli konuyu faiz konusu teşkil etmektedir. Gittikçe artan fon talebine karşılık, daralan fon arzı da bu konudaki tartışmaları sürekli gündemde tutmaktadır.

Türkiye finans kesiminde, çok çeşitli faiz oranları uygulanagelmıştır. Yönetimlerin, ekonominin çeşitli kesimlerinde görülen müdahaleci uygulamaları, faiz uygulamasında da kendini göstermiştir. Faiz oranları ile ilgili düşünce ve uygulamalar, ülke ekonomisi bakımından da, son derece önemli sonuçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ekonomik kalkınmanın finansmanında, faiz politikasının oldukça önemli bir yeri olduğu gerçeği tartışmasız kabul edilmektedir. Bundan dolayıdır ki; ülke ekonomisinin

içinde bulunduğu kritik dönemden çıkarılma umudu, faiz konusunda izlenecek politikalarda aranmıştır. Bu nedenle, Temmuz 1980'de faiz oranları serbest bırakılmıştır. Faiz oranlarının; bu yönü ile enflasyona karşı uygulanan kısıtlayıcı para politikasının bir unsurunu, diğer yönüyle ekonomide bir maliyet unsurunu teşkil etme özelliği, bunu bir bakıma zorunlu kılmaktadır.

Son dokuz yıldan beri uygulanmakta olan ekonomik istikrar programı, ekonomide makro dengenin yeniden kurulmasına yönelik önlemleri kapsamaktadır. Bu dengenin sağlanmasında kullanılan çeşitli müdahale araçlarından birisini, faiz düzeninde getirilen köklü değişiklikler teşkil etmektedir.

II- TÜRKİYE'DE FAİZ POLİTİKASI

Türkiye'de faiz politikası genel anlamda, tasarrufların harekete geçirilmesi ve kredi politikasının araçlarına gerçekleştirmek için nominal faiz oranının düzeyini ve yapısını belirlemeye yönelik yasal önlemler; piyasa müdahaleleri ve ikna çabalarından oluşan resmi karar ve girişimler olarak tanımlanabilir.

Faiz politikasını uygulamaya yönelik araçlar ise; bazı faiz oranlarının taban ve tavanının tesbiti veya faiz farkı iadesi yoluyla desteklenmesi, menkul kıymetler piyasasında yapılacak işlemler, ödünç para verme işlerinin düzenlenmesi gibi çeşitli biçimlerde ortaya çıkmaktadır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin faiz oranları açısından ortak yanları, geçerli faiz oranlarının bu ekonomilerin çoğunda denge faiz oranlarını ifade etmemesidir.

Türkiye'de tasarrufları, gerek hacim gerekse tür bakımından etkilemeyi ve kişisel tasarrufları finans kesimine yöneltmeyi amaçlayan faiz politikasının ana hatları, Beş Yıllık Kalkınma Plânlarında ve Yıllık Programlarda verilmektedir. Sözkonusu programlar incelendiğinde; plânlı dönemler

boyunca esnek, serbestliği amaçlayan, çok açık olarak belirtilmemekle beraber, yüksek faiz politikası öngöröldüğü ortaya çıkmaktadır(35).

Beş Yıllık Kalkınma Plânlarında genel faiz politikasıyla ilgili olarak;

- tasarrufları örgütlü mali sisteme yöneltme,
- kalkınmanın gerektirdiği alanlara yatırım yapmayı özendirme,
- fiyat artışlarından kaçınma,

gibi amaçlar arasında bir uzlaşma sağlayıcı biçimde esnek ve etkin bir araç olarak kullanılacağı ifade edilmektedir. Ayrıca, "hertürlü mevduat ve tahvil faizleriyle taksitli satış yapan kurumların uyguladıkları faiz oranları, plânın öngördüğü ilkelerle uyumlu kaynak akımını sağlayacak biçimde farklılaştırılacaktır" denilmektedir.

Böyle olmakla birlikte, bunu sağlayabilecek ekonomik faizlere uzun yıllar ulaşılamamış, yüksek getirili finansal yatırımlarda bile verim oranı, enflasyon oranları karşısında daima negatif olmuştur. Bunda en önemli faktör, faiz oranlarının serbest piyasa koşullarında oluşmaması, para otoritelerince yasa ile tesbit edilen "tavan", "narh" sisteminin uygulanışı olmuştur. Bu sistem, finans kesiminde, 04.06.1980 günkü Resmi Gazetede yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı'nın 01.07.1980 gününden itibaren yürürlüğe girmesi ile kısmen de olsa, serbest faiz politikasına geçişle önemli ölçüde değiştirilmiştir. Türkiye'de faiz politikasında getirilen köklü değişiklik ilk defa bu tarihte yapılmıştır.

Türkiye'de 1980 öncesi uygulanan faiz politikası tasarrufların ilgili sektöre aktarılması, kredileri öncelikli sektörlerle yöneltme, yatırımların tasarruf sahipleri tarafından kabul edilme ve böylece plânlanmış tasarruflarla yatırımları eşitleme gibi temel sorunları çözememiştir.

(35) Bkz: "Beş Yıllık Kalkınma Plânları", DEVLET PLÂNLAMA TEŞKİLATI.

Bu yıllarda enflasyon oranının çok altında tutulan faiz oranları, yatırımlar artmadığı halde, aşırı kredi taleplerinin büyümesine neden olmuştur.

III- TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ GELİŞİMİ

Faiz oranları 1960 yılına kadar yasa değişiklikleriyle tesbit edilmiş ve 1938, 1951 ve 1960 yıllarında olmak üzere üç kez değiştirilmiştir.

Yasa değişiklikleriyle faiz oranlarının tesbiti uygulamasına 1961 yılında son verilerek (36), yeni bir yasayla (12.05.1961 tarih ve 302 sayılı) bu yetki, Bakanlar Kurulu'na devredilmiştir. Söz konusu yasa gereği Bakanlar Kurulu, Maliye Bakanlığı kanalıyla "Banka Kredilerini Tanzim Komitesi" nin önerilerini dikkate alarak, gerektiğinde faiz oranlarında değişiklik (1961-1970 yılları arasında iki kez) yapan kararnameleri çıkarmaya yetkili kılınmıştır. Daha sonra bu yetki, kısmen Merkez Bankası'na devredilmiş, 26 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı T.C.Merkez Bankası Yasasının yürürlüğe girmesiyle eski yasa (30.06.1930 tarihli) yürürlükten kaldırılarak, Banka Kredilerini Tanzim Komitesinin görev ve yetkileri de Merkez Bankasına devredilmiştir. Böylece, T.C.Merkez Bankası, faiz oranlarının belirlenmesi konusunda Bakanlar Kurulu'na öneride bulunma yetkisine sahip kılınmıştır. Aynı yasayla Merkez Bankası'na ayrıca, özel kesim tahvil faiz oranlarını tesbit etme yetkisi de verilmiştir.

Türkiye'de plânlı dönem bir bütün olarak gözönüne alındığında, tasarruflara ilişkin faiz politikasının temel ilkesinin, faiz oranlarına ekonomik faiz oranlarının yaklaştırılması ve bu yolla tasarrufların örgütlü piyasa dışında yüksek faiz oranlarıyla kullanılmasının, ya da verimsiz gayrimenkul yatırımlarına yönelmesinin önlenmesi olduğu anlaşılmaktadır.

(36) Faiz oranları üzerindeki narhın hafifletilmesi ve giderek kaldırılması, bir başka deyişle faiz oranlarının arz ve talebe bağlı olarak değişeceği ve ekonomik faizin oluşacağı sisteme geçiş amaçlanmaktadır.

Böyle olmakla beraber, Türkiye'de serbest faiz politikasına geçilmeden önceki yıllarda da yasal faiz oranları üzerinde piyasa faizleri oluşmuştur. Yapılan bir araştırmaya göre (37) 1977 yılında özel kesim tahvilleri için yasal faiz brüt % 18 iken, banker piyasasından alınan tahvillerde brüt kârlılık risk ve vadeye göre % 20,6 ve % 25,9 net kârlılık ise, % 17 ve % 20,8 arasında değiştiği ortaya çıkmıştır. Görülüyor ki; yasal brüt faiz oranları, piyasada geçerli net faiz oranından bile aşağıda kalmıştır.

Denetim ve tesbiti yasalarca yapılması gerektiği halde, denetim dışında kalan örgütlenmemiş para ve sermaye piyasalarında oluşan bu faiz oranları, Türkiye'de faiz oranları farklılaşmasına yol açmıştır.

Mevduata verilen faiz oranları, 1961-1970 yıllarında sabit tutulmuş 1970 yılında artırılan faiz oranları 1973'de düşürülmüş, 1974'de yeniden yükseltilmiştir. 1978 ve 1979'da yeniden düzenlenen faiz oranları, 04 Haziran 1980 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan kararname ile, 01 Temmuz 1980 tarihi itibarıyla serbest bırakılmıştır. Faiz politikasında yapılan bu değişiklikler sonucunda, Türkiye finans kesimini oluşturan para ve sermaye piyasalarında ve de örgütlenmemiş para piyasasında oldukça ilginç gelişmeler kaydedilmiştir. Yakın tarihi ilgilendiren bu gelişmelere, burada yeri gelmişken değinmekte yarar vardır.

Banka faiz oranlarının serbest bırakılmasından sonra, o tarihlerde bazı bankalar faiz yarışına gireceklerini açıklarken, bu yarışın sonuçları küçük bankalar açısından tartışma konusu olmaya başlamıştır. Sonuçta, bankalar müşterek bir tutumu zorunlu görerek, faiz oranları konusunda "centilmenlik anlaşması" na gitmişlerdir. 26 banka tarafından imzalanan bu anlaşmada tesbit edilen tavan faiz oranları, 01 Temmuz 1980 tarihi itibarıyla uygulamaya konulmuştur. Fakat bu anlaşma uygulanamamış, sürekli faiz

(37) İ.Özer ERTUNA, "Türkiye'de Faiz Politikası", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLÂNLAMASI DERGİSİ, Mart 1979, S.1, s.35.

yarışına giren bankacılık sektöründe bazı bankalar, zaman zaman centilmenlik anlaşmalarına ters düşmüşlerdir.

Temmuz 1980 yılında banka faiz oranlarının serbest bırakılması, Devlet Tahvili faiz oranlarının ve özel sektör tahvil faiz oranlarının da artırılması sonucunu getirmiştir. 23.07.1980 tarih ve 17056 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan T.C.Merkez Bankası tebliği ile özel sektör tahvil ihraç miktar, faiz ve satış şartları konusunda getirilen değişikliklere göre özel sektöre en çok 3 yıl vadeli % 32 faizli kısa vadeli ve en az 5 yıl vadeli % 28 faizli uzun vadeli tahvil ihraç hakkı tanınmıştır. Devlet Tahvillerinin faiz oranları ise, 30.07.1980 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan tebliğ ile net % 20 olarak tesbit edilmişti.

Özel sektör tahvil faiz oranlarının yükselmesi, 01.12.1980 tarihinde satışa çıkarılan yıllık net % 28 faizli ve 6 ay vadeli Devlet Hazine Bonolarının büyük ilgi görmesi ve örgütlenmiş para piyasasındaki alabildiğine yüksek faiz olayı karşısında rekabet etme durumunda kalan bankacılık sektörü, ikinci bir centilmenlik anlaşmasıyla, faiz oranlarını yeniden yükseltme kararı almışlardır. Daha sonra 1981 yılının ilk ayında tekrar toplanan 12 banka yöneticileri, ~~daha~~ anlaşmalardaki sınırlar dışında yükseltildiği gerekçesiyle, 1 yıl vadeli mevduata uygulanacak faiz oranını % 50'ye yükseltmişlerdir. Bu arada vergi kanunlarında yapılan değişiklikler ise 12.04.1980 tarihinden sonra seri bir biçimde yürürlüğe girmiştir. Bu ortam içerisinde Merkez Bankası, 03 Temmuz 1981 tarih ve 17389 sayılı Resmi Gazete'de yayınladığı tebliğ ile özel sektör tahvil faiz oranlarını serbest bırakmıştır.

Bu tebliğle; özel sektöre mensup kuruluşlar için itfa vadesi sonuna kadar, sabit ve değişken faizli olmak üzere iki çeşit tahvil ihraç edebilirler hükmünü getirmiştir. Buna göre, sabit faizli tahvillerde "faiz

oranları" değişken faizli tahvillerde "başlangıç faiz oranları" ihraç edilen kuruluşlarca tesbit edilebilecektir.

Merkez Bankası özel sektör tahvil faiz oranlarını serbest bırakmasına rağmen uygulamada değişken faizli tahvil ihraç edilmediği görülmüştür.

30 Temmuz 1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve 2279 sayılı Ödünç Para Verme İşlemleri Kanunu'nda değişiklik yapılmasından sonra, 16 Eylül 1981 tarih ve 17460 sayılı Resmi Gazete'de 2520 sayılı kanuna ilişkin 1 numaralı tebliğ ile, Bankalar Kanunu'na tabi kuruluşlar ve özel kanunlara göre yetkili kılınan kuruluşlar dışında, faizden para kazanmak için ödünç para verme işlemiyle uğraşan ve menkul kıymetlere aracılık eden gerçek ve tüzel kişilerin uygulayacakları faiz oranlarını belirlemeye Maliye Bakanlığı Yetkili kılınmıştır. Ayrıca, bu tebliğin yürürlüğe girmesi ile birlikte verecekleri ödünç fonlar için alacakları faiz oranları, bankalarca ilan edilen kısa, orta ve uzun vadeli kredilerde, her bir vade için aldıkları faiz oranlarını geçemeyeceği gibi, vade sürelerinde de kısa, orta ve uzun vadeli krediler için bankalarca kabul edilen vade sürelerinin gözönüne alınacağı belirtilmekte idi.

Yukarıda açıklanmaya çalışılan faiz oranları konusunda izlenen politikalar, köklü çözüme ulaşmak amacıyla çıkarılan bir takım yasaların yanında, yetkili kurumlarca çıkarılan sayısız tebliğler yoluyla da sürdürülmüştür.

1980 Temmuz'unda yürürlüğe girerek serbest bırakılan faiz oranları ile ilgili politika 19 Aralık 1983 günü T.B.M.M.'de okunan Hükümet Programıyla (38), programın ağırlık noktasını taşıyan enflasyonla mücadelede önemli bir tedbir olarak ele alınmış ve ekonominin koşullarına göre enf-

(38) Bkz: RG.T.25.12.1983, No.18262.

lasyonun üzerinde tesbit edilen oranlarla, yeni köklü düzenlemelere gidilerek güdümlü faiz politikası başlatılmış bulunmaktadır. 19 Aralık 1983 tarihli Resmi Gazete'nin mükerrer sayısında yayınlanan kararnameleler, ilk bakışta dört önemli özellik taşımaktadır. Birincisi enflasyonun aşağı çekilmesi, ikinci olarak tasarruf sahibinin eline reel faiz geçmesi, üçüncü olarak kredi maliyetlerinin ucuzlatılması, dördüncü olarak da banka sisteminin ve kredi - mevduat faizi düzenininin, bir ölçüde de olsa disipline edilmesinin amaçlandığı görülmüştür.

Alınan bu kararlarla, mevduata serbest faiz uygulamasına tamamen son verirken, kredi taban faizlerinin de serbest pazarlık usulüyle belirlenmesini öngörmektedir. Bundan böyle, mevduat faizleri, ekonomik koşulların gelişimine ve enflasyon oranına göre T.C.Merkez Bankasınınca belirlenecek ve tüm bankalar zorunlu olarak bu oranlara uyacaktır.

Kısaca özetlemek gerekirse; tablo (1) ve (2)'de görüldüğü gibi 1980 yılına kadar uygulanan düşük faiz politikası işlevlerini yerine getirememiş, faiz oranları üzerindeki kısıtlamalar sonucu nominal faiz oranlarının enflasyona uyumu sağlanamamış, sonuçta reel faiz oranları devamlı enflasyonun gerisinde kalmıştır.

Temmuz 1980'den sonra faizlerin serbest bırakılması ile enflasyonun üzerinde faiz (reel faiz) uygulaması başlamıştır. Ancak bankalar aralarında centilmenlik anlaşmaları yaparak faiz yarışını önlemeye çalışmışlardır. 19 Aralık 1983'de yukarıda da açıklanan amaçlarla güdümlü faiz politikasına geçilmiş bu konuda yetki Merkez Bankasına verilmiştir. Bu uygulamaya 01 Temmuz 1987 tarihine kadar devam edilmiş Merkez Bankası faiz oranlarını küçük de olsa sık sık değiştirme yoluna gitmiştir. 01 Temmuz 1987 tarihinde yapılan düzenlemeyle 1 yıl vadeli mevduatın faizleri tekrar serbest bırakılmıştır.

(TABLO : 2)

DEVLET VE ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ FAİZ ORANLARI

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Devlet Tahvili	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	34	35
Özel Sek. Tahvili	15	15	15	15	18	18	18	18	21	25	28 ₃₂	45	45

KAYNAK : Merkez Bankası Bültenleri

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Mayıs 1983, S.5, s.55.

1980 yılı özel sektör faizi üç yıla kadar % 32, beş yıldan fazla % 28'dir.

* Devlet tahvilleri faiz oranları gibi özel sektör tahvilleri faiz oranları da Merkez Bankası tarafından belirlenmektedir. Merkez Bankası 1983'de özel sektöre bir ölçüde serbesti getirerek özel sektör tahvil faizinin 1 yıl vadeli tasarruf mevduatına uygulanan faizin 0,8 ile 1,2 katı arasında olabileceğini, Devlet tahvilleri faizinin ise, 1 yıl vadeli tasarruf mevduatına uygulanan faiz oranınının 1 puan altında tesbit edileceğini hükme bağlamıştı.

Merkez Bankası özel sektör tahvil faizlerine uygulanan bu katsayı 1986 yılında 1,3'e çıkardı. 1 Temmuz 1987 tarihinde mevduat faiz oranlarında yapılan düzenlemelerle 1 yıl vadeli mevduat faizinin serbest bırakılması sonucu özel sektör tahvil faizleri de serbest bırakılmış oldu.

IV- TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ TASARRUFLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Faizin ekonomik fonksiyonlarından birisi, kişilerin yapacakları tasarrufların hacmini ve özellikle enflasyonist ortamlarda tasarrufların korunuş biçimini belirlemesi olduğunu daha önceki bölümde belirtmiştik. Faiz oranlarının reel olarak yükselmeleri halinde, kişiler daha fazla tasarrufa özendirilmekte ve bu tasarruflarını gerçek varlıklar halinde saklamak yerine finansal varlıklar edinmeye yöneltilmektedir.

Türkiye'de 1980'li yıllara kadar ki (daha sonraki düzenlemeler haricinde) reel faiz oranlarının negatif oluşu, faizin ekonomik fonksiyonlarının görülmesini tümüyle imkansızlaştırmıştır. Piyasa koşulları dışında oldukça düşük tesbit edilen faiz oranları, kişilerin tüketim tercihlerini dengelemelerini ve verimli yatırımların yapılmasını engelleyici rolünden dolayı genel refah düzeyini de geliştirememiştir. Borç alınan fon karşılığında ödenen faizler ve iade edilen ana paranın toplamı, başlangıçta ödünç alınan paradan daha az değer taşımıştır. Yani borç veren kişiler verdikleri borçtan daha azını geri alabiliyorlar, borç alanlar ise aldıklarından daha azını geri veriyorlardı.

Reel faiz oranlarının negatife dönüşmesi reel tasarruf artışlarını önlemiştir. Kalkınma plânlarında ve yıllık programlarda ekonomik faiz oranına yaklaşılarak tasarrufların artırılacağı tekrar tekrar belirtilmiş olmasına rağmen, son yıllara dek tesbit edilmiş olan faiz oranları tasarrufları harekete geçirip, finansman kurumlarına yöneltememiş, bir başka deyişle reel tasarruflarda, gerek para piyasasında, gerekse sermaye piyasasında özlenen gelişme sağlanamamıştır.

Türkiye'de faiz oranlarının, denge faiz oranlarına yaklaştırılarak tasarrufların finansal kuruluşlarda hızla toplanması önerilerinin son yıllarda (1980'li yıllarda) dikkate alınmış olmaya başlanmasıyla, uygun bir faiz sisteminin getirilmesiyle tasarruflarda artış gözlenmiştir.

Tablo (3)'den de görüleceği gibi, gerek toplam mevduatta ve gerekse tasarruf mevduatında önemli artış oranları 1978 yılından itibaren başlamaktadır. Bunun nedeni ise, faiz oranlarının 1978'de yeniden düzenlenmesi ve faiz oranlarının tasarrufları artırmada bir araç olarak kullanılması düşüncesidir. Ne varki 1983'de serbest faiz politikasının terk edilerek tekrar güdümlü faiz politikasının uygulamaya konması bu yıldaki toplam mevduat ve tasarruf mevduatı artış oranlarının azalmasına neden olmuştur.

(TABLO : 3)

TOPLAM MEVDUAT VE TASARRUF MEVDUATI ORANLARI

(Milyar TL)

Yıllar	Toplam Mevduat			Tasarruf Mevduatı		
	Nominal TL	Artış TL	Artış %	Nominal TL	Artış TL	Artış %
1970	36,2	-	-	24,9	-	-
1971	48,4	12,2	33,7	33,2	8,2	32,6
1972	62,6	14,3	29,5	41,9	8,8	26,5
1973	79,9	17,4	27,7	53,4	11,4	27,2
1974	98,4	18,5	23,1	64,1	10,7	20,1
1975	130,4	31,9	32,5	81,1	16,9	26,5
1976	158,5	28,0	21,5	93,2	12,1	15,0
1977	205,8	47,4	29,9	116,5	23,3	25,0
1978	269,1	63,3	30,7	147,3	30,9	26,5
1979	432,4	163,3	60,7	225,3	77,9	52,9
1980	745,5	313,1	72,4	370,5	145,3	64,5
1981	1.509,5	844,9	102,5	883,2	512,6	138,4
1982	2.357,4	847,9	56,2	1.476,2	593,1	67,2
1983	3.083,2	725,7	30,8	1.898,3	422,1	28,6
1984	4.980,8	1.897,6	61,5	3.252,4	1.354,1	71,3
1985	7.998,9	3.018,1	60,6	5.214,8	1.962,4	60,3
1986	11.533,8	3.534,9	44,2	7.032,0	1.817,2	34,8
1987	16.440,8	4.906,9	42,5	9.040,5	2.008,4	28,6

KAYNAK : T.C.M.B., "Üç Aylık Bülten 1988-II", Ankara, 1988, s.26'dan alınıp tarafımızdan düzenlenmiştir.

Faiz oranlarının tasarrufların finans kesiminde kullanılış yerini etkileme bakımından ortaya çıkarabileceği alternatif seçim; banka mevduatı ile hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetler arasında bir seçimdir. Oysa gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de, vadeli ve vadesiz mevduat, küçük tasarruf sahipleri için hemen hemen tek tasarruf aracıdır. Çok dar bir çerçevede işlem gören hisse senedi ve tahvil gibi tasarruf aracı menkul kıymetler, tasarruf sahiplerinin arzularını karşılayabilecek ölçü ve güvencede değildir(39). Nitekim son yıllarda bir hayli ilgi toplamış ve tasarruf sahiplerinin arzularını bir noktada karşılayabilecek ölçüde olmuş olmasına rağmen, bugün menkul kıymetler piyasası söz konusu güvenceden yoksun bulunmaktadır.

Faiz oranlarının tasarrufların kullanılış yerini etkileme bakımından düşünülebilecek diğer bir fonksiyonu, tasarrufların başkaları tarafından kullanılması ile bizzat tasarruf yapan arasında yapılabilecek bir seçimi etkilemesidir. Faiz oranlarının düşük olması nedeniyle, bir çok tasarruf sahipleri tasarruflarını bizzat kullanmaya teşvik edebilir. Bu takdirde, tasarrufların para veya sermaye piyasaları aracılığıyla işletmelere aktarılmasına ve büyümelerine imkan tanıyacak şekilde kullanılmasından söz edilemez.

Bugün Türkiye'de faiz oranlarının yasalarca tesbit edildiği bir ortamda, "tasarruflar faizin mi, yoksa gelirin mi fonksiyonudur" şeklinde tartışmalar sürüp gitmektedir(40).

Tasarruflarla faiz oranları arasında doğru orantılı ve esnek bir ilişkinin olabilmesi için herşeyden önce ekonominin kararlı bir yapıda

(39) Raymond W.GOLDSMITH, "The Determinants of Financial Structure", OECD, Paris, 1976, s.17.

(40) Bkz: "Faizin Ekonomideki Yeri, İşlevi ..." (Açık Oturum), BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Ocak 1983, s.1, s.11-27.

olması ve en önemlisi de ulusal gelirin genel olarak ve kişi başına gerçekten artış göstermesi gerekir. Başka bir deyişle, kişiler tasarruf etme gücüne sahip olmalıdır. Oysa Türkiye'de son yıllarda kalkınma hızı (reel) istenilen düzeyde gerçekleşmemiştir. Burada hemen şu soru akla gelebilir; peki tasarrufları kim yapıyor? Türkiye'de bir yandan kişi başına reel gelirin düştüğü gözlenip, diğer yandan Merkez Bankası para muslukları sıkılırken, son yıllarda uygulanan yüksek faiz politikası sonucu tasarrufların artan oranda finansal söktöre kayması sağlanıyor. Bu nasıl oluyor? Burada ilk akla gelen şey amansız bir faiz rekabeti sonucu altın, gayrimenkul ve stokçuluk gibi alanlara yönelmiş olan tasarrufların yeniden finans kesimi içine çekebilmiş olmasıdır. Bankalardaki toplam mevduat 1981'de bir önceki yıla göre % 100'lere ulaşırken 1982'de % 30,3 oranında artış göstermiştir. Burada mevduat tasarruf mudur? değil midir? sorusu da tartışma konusu yapılmaktadır(41).

Yukarıda tasarruf arzının faize duyarlı olmadığını, tasarrufun gelirin fonksiyonu olduğunu ve faiz oranının yalnızca tasarrufun kullanılabilirliğini etkilediğini ileri süren Keynesyen varsayımdan kaynaklanmaktadır. Türkiye'de bu varsayımın tüm olarak geçerli olabileceğini savunmak çok güçtür. Kuşkusuz tasarruf düzeyi tüm az gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de gelir düzeyinin bir fonksiyonudur. Bir başka deyişle, tasarrufların gelişimi üzerinde etkili olabilecek etmenler hem gelir düzeyi, hem faiz oranı düzeyi ve hem de fiyatlar genel düzeyidir. Ülkemizde spekülasyon finansal işlemlere imkan tanıyacak gelişmiş bir sermaye piyasası bulunmadığından, faizin tasarrufun kullanılabilir yerleri olarak para ve finansal varlık arasındaki tercihi belirlemesi de sözkonusu olamaz.

(41) Bu sorunun gerekçesinde, parayı kullanmanın seçenekleri olduğu, faiz oranları artırıldığında, diğer alanlardan mevduata bir kayma olayı sözkonusu olabileceği, genel tasarruf hacminde bir artışın şüpheli olduğu savıdır.

V- TÜRKİYE'DE ENFLASYONUN FAİZ ORANLARI VE TASARRUFLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Türkiye'de, faiz oranlarının ekonomi politikasında bir araç olarak düşünülmesi oldukça yakın bir zamana rastlar. 1973 yılına kadar faiz oranı, tasarrufları uyarmak ve kredi taleplerini yönlendirmek için kullanılabilir bir araç olarak düşünülmemiştir. Enflasyon hızlandıktan ve enflasyon oranının çok altında kalan faiz oranlarının tasarrufları sınırladığı anlaşıldıktan sonradır ki ilk defa 1978 ve 1979 yılında faiz oranları önemli ölçüde yükseltilmiştir. Türkiye'de enflasyonun nedenleri ve türü hakkında çeşitli görüşler vardır(42).

Hızlı enflasyon dönemlerinde ekonomik birimlerin çoğunun finansal tasarrufları negatif rakamlarla ifade edilir. Negatif finansal tasarrufların belirmesiyle, tasarruf sahipleri yatırımlarını uzun vadeli finansal varlıklara yapmak istemezler. Kısa vadeli ve kolay paraya çevrilebilir plâsmanlara yönelirler. Tatmin edici finansal yatırım araçları bulamazlarsa, varlıklarını altına, gayrimenkule ve dayanıklı mallara bağlayarak enflasyondan korunmaya çalışırlar. Çünkü aşırı enflasyon nedeniyle bir yandan likit fonlar erimekte, diğer yandan faiz oranları normal ölçüler içinde fon sahiplerine bir çıkar sağlayamamaktadır.

Tablo (4) ' e bakıldığında faiz oranlarının süreklilik arzeden hızlı enflasyon karşısında uzun yıllar negatif reel oranlar olarak seyrettiği görülür. 1980 yılında mevduat ve özel sektör tahvil faiz oranlarının önemli ölçüde artış kaydetmiş olmasına rağmen aynı yıl üç rakama ulaşan enflasyon karşısında, reel değerleri yine de negatife dönüş-

(42) Bkz: Mükerrer HİÇ, "Türkiye'de Enflasyon", İstanbul, 1968, s.37.

A.Başer KAFAOĞLU, "Enflasyon", İstanbul, 1979, s.47.

Erdoğan ALKİN, "Türkiye'de Enflasyonun Nedenleri Üzerine Kısa Bir Anımsatma", PARA, BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Eylül 1983, S.9, s.5-14.

müştür. Daha sonraki yıllarda ise, düşen enflasyon oranı ve yükselen nominal faiz oranlarının reel değerleri (devlet tahvilleri hariç) pozitif olmuştur.

Reel değerlerin hesaplanmasında daha önce de açıkladığımız aşağıdaki formül kullanılmıştır.

$$r = \left(\frac{1 + i}{1 + \frac{dp}{p}} - 1 \right) \cdot 100$$

Burada (r) reel faiz oranını, (i) nominal faiz oranını, $\left(\frac{dp}{p} \right)$ ise enflasyon oranını göstermektedir.

(TABLO : 4)

MEVDUAT - DEVLET VE ÖZEL SEKTÖR TAHVİLLERİ NOMİNAL VE REEL FAİZ ORANLARI (%)

Yıllar	Mevduat Faizi Oranı		Özel Sektör Tahvil Faiz Oranı		Devlet Tahvili Faiz Oranı	
	Nominal	Reel	Nominal	Reel	Nominal	Reel
1970	6,2	1,0	15,0	8,0	20	12,0
1973	7,0	- 11,0	15,0	- 4,0	20	0
1974	9,0	- 16,0	18,0	- 9,0	20	- 8,0
1978	12,0	- 26,0	21,0	-26,0	20	-21,0
1979	20,0	- 27,0	25,0	-24,0	20	-27,0
1980	33,0	- 36,0	32,0	-36,0	20	-42,0
1981	50,0	10,0	45,0	6,0	34	- 2,0
1982	50,0	20,0	45,0	16,0	35	- 8,0
1983	50,0	13,4	40,0 60,0	0,6 21,2	49	12,7
1984	45,0	- 8,9	36,0 54,0	-14,6 - 3,2	44	- 9,5
1985	56,0	0,3	44,8 67,2	- 4,3 10,5	55	0,3
1986	52,0	0,7	41,6 67,6	0 18,4	51	0,7
1987	43,0	- 2,9	34,4 55,9	- 8,7 5,9	42	- 3,6

KAYNAK : T.C.Merkez Bankası Bültenleri.

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Mayıs,1983, S.5, s.55.

Tablo (4)'deki hesaplamalarda nominal faiz oranları için vadesi 1 yıl olan mevduat faiz oranları esas alınmıştır. Enflasyon oranı olarak ise Ticaret Bakanlığı Toptan Eşya fiyatları verilerinden hareket edilmiştir. 1983 sonrası Özel sektör tahvil faizlerinin bir ölçüde serbest bırakılması nedeniyle bu tür tahvillerin maksimum ve minimum değerleri hesaplanmıştır.

1980 sonrası reel faiz politikasına devam edilmiş, sadece 1984 yılında negatif reel faiz verilmiştir. Bunun sebebi ise, daha önce de açıkladığımız gibi enflasyonla mücadele amacını taşıyan ve 19 Aralık 1983'de yürürlüğe giren güdümlü faiz politikasıdır.

(TABLO : 5)

TOPLAM MEVDUAT VE TASARRUF MEVDUATI GERÇEK ARTIŞ ORANLARI (%)

Yıllar	Toplam Mevduat		Tasarruf Mevduatı		Enflasyon Oranı
	Nominal Artış	Reel Artış	Nominal Artış	Reel Artış	
1970	17,8	10,4	20,0	12,4	6,7
1971	33,7	15,6	32,6	15,0	15,3
1972	29,5	9,7	26,5	7,2	18,0
1973	27,7	5,9	27,2	5,5	20,5
1974	23,1	- 5,3	20,1	- 7,6	29,9
1975	32,5	20,3	26,5	14,9	10,0
1976	21,5	5,1	15,0	0	15,6
1977	29,9	4,7	25,0	0,7	24,1
1978	30,7	-14,4	26,5	-17,1	52,6
1979	60,7	- 1,9	52,9	- 6,7	63,9
1980	72,4	-16,8	64,5	-20,6	107,2
1981	102,5	48,0	138,4	74,3	36,8
1982	56,2	24,8	67,2	33,5	25,2
1983	30,8	- 0,1	28,6	- 2,7	32,2
1984	61,5	1,5	71,3	7,6	59,1
1985	60,6	6,2	60,3	6,0	51,2
1986	44,2	1,9	34,8	4,7	41,5
1987	42,5	- 1,2	28,6	-12,6	47,2

KAYNAK : T.C.Merkez Bankası Bültenleri esas alınarak tarafımızdan düzenlenmiştir.

Tablo (5)'de de görüleceği gibi, cari fiyatlarla toplam mevduatta ve tasarruf mevduatındaki artışlar, zaman zaman çok düşük oranlarda gerçekleşmiş hatta toplam reel mevduat ve toplam reel tasarruf mevduatı 1974, 1978, 1979, 1980 ve 1983 yıllarında azalmıştır. Daha önce faiz - tasarruf ilişkisinde de değindiğimiz gibi 1980 yılı temmuz ayında faiz politikasında yapılan önemli bir değişiklikle faiz oranlarının serbest bırakılması, bir sonraki yılda etkisini önemli ölçüde göstermiş olup 1981 yılı her iki reel mevduat artış oranlarında sıçrama kaydedilmiştir. Toplam mevduat reel artış oranı 1980'de % -16,8'den % 48'e yükselmiş, tasarruf mevduatı reel artış oranı da % -20,6'dan % 74,3'e yükselmiştir.

Reel faiz oranlarının, enflasyon oranlarının yükselmesiyle birlikte, serbest faiz uygulamasına geçmeden önceki yıllarda negatife dönüşmesine rağmen bazı yıllar gene de reel mevduatın artış göstermesi, başka bir anlatımla, çok yüksek oranlarda enflasyon ve negatif faiz oranlarına rağmen mevduat hesaplarında çok büyük düşüşler görülmemesi, tasarruf sahiplerinin finans sistemi içersinde başka bir tasarruf şekline yönelme seçeneklerinin pek bulunmaması ile açıklanabilir. Böyle olmakla beraber özellikle 1980, 1981 ve 1982 yıllarında tahvil piyasasının canlılığı ve tahvil faizlerinin bankaların ödemiş buldukları faizlerden daha yüksek olması, o dönemlerde tasarrufların tahvile de önemli ölçüde kaydığı gözlenmektedir.

α Yüksek enflasyon ortamı içinde bulunan Türkiye gibi ülkelerde tasarruf sahiplerinin çıkarlarını korumak venegatif olan reel faizi pozitive dönüştürmek için bazı pratik önlemlere başvurulmaktadır. Bunların en önemlisi endeksleme yöntemidir. Ülkemizde de 1987 yılında Amerikan doları ve Batı Alman markına endeksli tahviller çıkarılmıştır. Diğer bir yöntem ise, beklenen enflasyonun üzerinde bir faiz oranı tesbit etmektir.

VI- TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FAİZİN UYGULANDIĞI KESİMLER

Türkiye'de taksitli satış kredilerinde uygulanan faiz oranları dışında değişik sektörlerce, değişik alanlarda değişik faiz oranları uygulanmaktadır. Finansal ilişkilerde çeşitli faiz oranları uygulayan kesimler;

1. Bankalar,
2. Kamu kuruluşları,
3. Merkez Bankası,
4. Özel Şirketler,
5. Bankerler,

olarak gruplandırılabilir(43).

1. Banka Kesiminde Uygulanan Faiz Oranları : Bankalarca uygulanan faiz oranları iki tür faizden kaynaklanır. Birincisi, tasarruf sahiplerine ödedikleri vadesine ve niteliğine göre mevduat faiz oranları, diğeri ise müşterilere açılan çeşitli kredilerden ötürü uyguladıkları faiz oranıdır. Bu faiz oranları da, kredilerin niteliğine, vadesine ve Devletin selektif kredi uygulamasından kaynaklanan faiz farkı iadelerine göre farklılıklar gösterir.

Tasarruf sahiplerine mevduat karşılığı olarak uygulanan faiz oranları banka kesimi için bir maliyet, kredi müşterilerine karşı uygulanan faiz oranları ise bir gelir unsuru niteliğindedir.

2. Kamu Kesiminde Uygulanan Faiz Oranları : Bu tür faiz oranları, Devlet'in kaynak ihtiyacı nedeniyle iç borçlanmaya yönelmesiyle satışa çıkardığı Devlet tahvilleri ve tasarruf bonoları için ödediği faiz oranıdır.

3. Merkez Bankası'nca Uygulanan Faiz Oranları : Merkez Bankası'nca

(43) ABAÇ, s.111.

ödenen faiz oranları da ödenen faizler ve tahsil edilen faizler olmak üzere ikiye ayrılır. Bunlardan birisi bankaların topladıkları mevduatın belli bir kısmını Merkez Bankası'na yatırmakla yükümlü oldukları mevduat munzam karşılıkları için ödenen faizlerdir ki vadeye göre değişen oranlardadır. Diğeri ise, bankalara açtığı reeskont kredileri faizleri, Devlet'e ve çeşitli kuruluşlara açtığı krediler ve avanslar için tarhlı oranlarda tahsil ettiği faizlerdir.

4. Özel Kesimde Uygulanan Faiz Oranları : Özel kesimde de faiz oranları iki grupta toplanabilir. Özel şirketlerin dış kaynak ihtiyacı için ödedikleri faiz oranlarını ihraç ettikleri tahviller üzerinde yazılı faiz oranları birinci grubu oluşturmakta, üretici yada dağıtıcı firmaların taksitle satışlar için uyguladıkları faiz oranları ise ikinci grubu teşkil eder.

5. Finansal Aracı Kuruluşlarca Uygulanan Faiz Oranları : Bu kesimde uygulanan faiz oranları çok çeşitlilik arz etmektedir. Gerek fon temininde, gerekse fon kullandırılmasında bankalarca uygulanan resmi faiz dışı uygulamadan dolayı bu kesim son yıllarda dikkatleri (1980'li yılların başında) üzerine çekmiştir. Özellikle örgütlenmemiş para piyasasında uygulanan, değişik yöntemlere uyarlanan faiz oranları alabildiğince denge unsurunu kaybetmiştir.

Ş.2. TÜRKİYE SERMAYE PİYASASININ GENEL KAREKTERİSTİĞİ

I- TÜRKİYE FİNANS KESİMİNİN GENEL GÖRÜNÜMÜ

Ülkemizde sermaye birikiminin yetersizliği -yani sermaye açığının kronikleşmesi- sürüp gitmektedir. Tabii bunun çeşitli nedenleri vardır. Bunlardan birisi psikolojik bir etki niteliğindedir. Türkiye'nin bu tür açığını, -Osmanlı İmparatorluğundan beri süregelen ve bugün de sürüp git-

mekte olan- geleneksel bir alışkanlıkla, dış kaynaklara dayanarak çözüme eğilimine daha çok ağırlık vermesidir. Kendi iç kaynağının yaratılmasında en önemli rolü oynayacak olan finans kesimi ise son düzenlemelerle ele alınması dışında, sürekli olarak ihmal edilegelmiştir.

Bir ülkenin finans kesimini, para arz ve talebinin karşılaştığı piyasaların teşkil ettiğini belirtmiştik. Bu piyasalarda arz ve talebi yaratanlar, yani borç para veren ve borç para alanlarla bunlara aracılık eden mali kurumlar, faaliyet gösterirler. Türkiye finans kesiminde mali aracı kurumlar dendiğinde ifade edilmek istenen; Merkez Bankası, ticaret ve mevduat bankaları, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları, kalkınma ve yatırım bankaları, toplu tasarruf kuruluşları; örgütlü ve örgütsüz sermaye piyasaları ile örgütsüz para ve sermaye piyasalarıdır.

Finans kesiminin gelişmesinde, bankacılık alt sektörünün katkısının büyük olduğu bilinmektedir. Yakın bir geçmişte bu sektörde meydana gelen bazı çalkantılar (44) bir yana bırakılırsa, bu sektörün uzunca bir süredir istikrarlı ve nisbeten sağlıklı biçimde gelişme gösterdiği söylenebilir. Ayrıca, bankacılık sisteminin, uzun yıllar faiz oranlarının devletçe belirlenmesi uygulamasından olumsuz yönde etkilendiği de genellikle vurgulanmaktadır. Ancak durum hiç de öyle değildir. Çünkü, para otoritelerince sürekli düşük tutulan faiz oranları bankaların maliyetlerini azaltmış ve büyük kârlar sağlamasına yardımcı olmuştur. Her iki alt sektör faaliyetlerinin dolduramadığı boşluklardan yararlanan bir örgütlenmemiş para piyasası da bu kesim içerisinde bazen, etkinliğini oldukça hissettirebilecek bir biçimde varlığını sürdürme gelmiştir. Döviz serbestliğinin getirilmiş olması ile, bu piyasaya meşru bir zemin hazırlanmış ve yeniden bir canlılık kazandırılmıştır.

(44) Türk Bankacılık kesimi 1960 yılında izlenen istikrar programı sonucu sıkıntılı, krizli dönemler geçirmiştir. Bu dönemde birçok banka tasfiye edildi. Ancak, bankalar küçük boyutlarda olduğu için ekonomiye pek fazla etki edemedi. Aynı şekilde 1982 yılında da bazı bankalara Devletçe el konulmuştur.

Sözkonusu üç alt sektör de Türkiye finans kesimini oluşturan, birbirleriyle irtibatlı olması nedeniyle, birbirinden ayrı sektörler olarak değerlendirilmemesi gereken, fonksiyonel birimler olarak görülmelidir. Bunların, geçmişte olduğu gibi, birbirinden ayrı olarak kopuk veya yalnız çalışmalarını sonucunda, ülkenin ekonomik faaliyetleri sınırlanır veya çarpık gelişir; gelir dağılımındaki dengesizlikler barizleşir; dış rekabet imkanlarının gelişmesi engellenir; enflasyonla ciddi mücadele imkanları kısıtlanır; tasarruflar verimsiz ve kısır alanlara yönelir ve kısa vadeli, yüzeysel ve spekülâtif ekonomik faaliyetler teşvik edilmiş olur(45). Bu nedenle, Türkiye ekonomisinin bir bölümü olan finans kesiminde olanları sadece kendi içinde düşünmek ve kendi içinde açıklamaya çalışmak bizi yanıltabilir. Bu meyanda, Devletin finans kesimi ile olan çok yönlü ilişkilerinin önemi üzerinde durmak gerekmektedir."Devletin finans kesiminde en önemli bir müşteri olma özelliği ile oynadığı diğer önemli roller bir yana bu kesimin düzenlenmesi ve denetlenmesi ile ilgili görevini de eksiksiz yerine getirme zorunluluğu bulunmaktadır. Bu çok yönlü ilişkilerinde Devletin gözetmesi gereken temel ilke ise, finansal piyasaların tasarrufları özendirici ve optimum kaynak dağılımını sağlayan bir yapıya ve işleyişe kavuşturulması olmalıdır"(46). Aksi takdirde, bu kesime kaynak yaratan tasarruf sahipleri gerektiğinde korunamayacak; hem uzun yıllardan beri süreklilik arzeden, hem de zaman zaman oldukça yüksek boyutlara ulaşan enflasyondan dolayı bu kesimde borç veren kişiler daima zararlı çıkarken borçlanan kişilerin de kârlı çıkmaları doğal olacaktır. Bu durumda ortaya çıkan önemli sosyal adaletsizlikler yanında, finans kesiminin gerçek işlevlerini yerine getiremeyişinden dolayı, kaynakların ekonomik kullanımı

(45) Mehmet Gün ÇALIKA, "Türkiye'de Para ve Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLÂNLAMASI DERGİSİ, Mart 1981, S.9, s.53.

(46) Cudi Tuncer GÜRİSOY, "Finansal Piyasalar ve Kamu Kesimi", YENİ İŞ DÜNYASI DERGİSİ, Haziran 1980, S.8, s.21.

engellenerek ısrafa neden olma sonucu ortaya çıkacaktır. Durum böyle olunca bugüne kadar Türkiye'de iyi örgütlenmemiş, türlü problemler içinde bulunan finans kesimi bu haliyle, tasarruf artırımına ve bunların verimli alanlara kanalize edilebilmesine pek imkan tanınmamıştır. Uzun yıllar önce çıkarılmış yasalara bağlı olarak yapılan uygulamalar, ekonomik gelişmeye ayak uyduramıyor, devletin bu yasalarla bu kesim üzerindeki yaptırımını da etkisiz kalıyordu. Tüm gelişmiş ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'nin de kalkınmasında en önemli koşullardan birisi, sağlıklı, randımanlı çalışan, iyi örgütlenmiş bir finans kesiminin gelişmesidir. Bu kesimin kurum ve kuruluşlarının çalışma düzeyi ve dinanizmi, ülkenin istikrarlı kalkınmasının ve ekonomik konjonktür karşısında gösterebileceği mukavemetin başlıca dayanağı olacaktır. Uzun yıllar ihmal edildiğini söylediğimiz finans kesimi ile ilgili köklü çalışmalar geç de olsa 1981 yılında başlamış ve günümüzde de sürdürülmektedir.

1981 yılı Türk finans kesimi için bir değişim ve kurumlaşma yılının başlangıcı olarak kabul edilebilir. Bu yılda, bugüne dek finansal piyasalarla ilgili köklü düzenlemelere gidilerek, önce sermaye piyasasını ilk defa hukuki bir düzene sokan 2499 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu"; 1983 yılında da bankaların kuruluşunu, yönetimini ve çalışma esaslarını yeniden belirleyen "Bankalar Kanunu" çıkarılmıştır.

Türkiye'de sermaye piyasası ile para piyasası arasında çok yakın bir ilişkinin varlığı söylenip durulursa da, yine de bu ilişki pek dikkate alınmamaktadır. Oysa bu ilişkiyi, aynı anda finans kesimi içinde görmek gerekmektedir. Görev bir piyasayı erken safhada geliştirmek ise, piyasa kavramları üzerinde durmak, para ve sermaye piyasaları veya onları oluşturan birimler arasındaki ayrıntılar üzerinde durmaya, onları düzenleme amacıyla bile olsa tercih edilmelidir.

Türkiye'de Bankaların sermaye piyasasındaki işlevleri şunlardır:

1. Ticaret bankalarının orta ve uzun vadeli fonlar sağlaması,
2. Ticaret bankalarının menkul kıymet ihraç aracılığı,
3. Ticaret bankaları ve satış taahhüt garantisi işlemleri,
4. Ticaret bankalarının iştirak politikası ve portföy devri,
5. Bilgi verme işlemleri,
6. Diğer hizmetler(47).

Aslında ister para piyasası, ister sermaye piyasası olsun, olayın özü, Türkiye'de ve hatta dünyada, yatırımlara dönüştürülebilecek tasarrufların mobilizasyonu ve yatırımlarda kullanılması olayıdır.

II- TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASININ GENEL GÖRÜNÜMÜ

Türk ekonomisinin 1961 yılından itibaren plânlı kalkınmaya geçmesi ile birlikte sermaye piyasasının ekonomik kalkınmanın finansmanındaki önemide giderek ağırlık kazanmış ve bu piyasanın oluşturulması çabaları o yıllarda başlatılmak istenmiştir. Bu konuda düzenlenen bir takım toplantı ve seminerlerin yanısıra, 1964 yılından başlayarak sermaye piyasasının düzenlenmesine, denetlenmesine ilişkin yasal çalışmalara da başlanmış ve bu çalışmalar 1967 ve 1972 yıllarında hazırlanan tasarılarla da devam etmiştir. Bir takım nedenlerle, bir türlü yasalaşmayan, kimi dönemlerde mecliste kaldık kalan tasarıların sonuncusu nihayet 1981 yılı Temmuz ayında yasalaşarak 30 Temmuz 1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmış 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile uzun yıllar hukuki bir çerçeveden yoksun sermaye piyasasını yasal bir çerçeveye kavuşturmuş bulunmaktadır. 1 Şubat 1982 tarihinde tüm maddeleriyle yürürlüğe giren yasa ile "Sermaye Piyasası Kurulu" sermaye piyasası ile ilgili düzenlemeler yapmaya, kararlar almaya

(47) Yılmaz KARAKOYUNLU, "Mali Piyasalar", İKTİSAT DERGİSİ, Aralık 1981, S.205, s.50.

yetkili kılınmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılan düzenlemeler bu bölümün sonunda ayrıntılı olarak işlenecektir.

Sermaye piyasası konusunda ilk çalışmaların yapıldığı ve hazırlanan bu tasarının hükümete sunulduğu 1964 yılında, Türkiye'de tasarruf bonoları dışında uzun vadeli hiç bir finansal varlık yoktu. Özel sektör tahvil satışları başlamamış, devlet tahvilleri ise ilk defa o yıl ihraç edilmeye başlanmıştı.

1970'li yılların ikinci yarısında, 1977 ve daha sonraki yıllarda, çok yüksek oranlarda gerçekleşen enflasyon sermaye piyasasının dinamizmini engellemiş; fakat, piyasada işlem gören finansal varlıkların tümünde oldukça önemli değişiklikler yaratmış; daha önceki yıllarda faal olan hisse senedi piyasasının yerini tahvil piyasası almıştır.

İşletmelerin yıllardır karşılaştıkları en önemli sorun, uzun vadeli fon tedariki olmuştur. 1973 yılına kadar sanayi kesiminde, bu ihtiyacın karşılanması için tek yolun kredi olduğu görüşü hakim olmuştur. Fakat, kredi kuruluşu olan bankaların, sanayi kesiminden gelen yoğun kredi taleplerini kısıtlı olarak karşılayabilmeleri; işletmeleri yeni fon kaynakları aramak zorunda bırakmıştır.

İşletmeler uzun vadeli fon ihtiyaçlarını ya kendi özkaynaklarından özsermaye biçiminde veya yabancı kaynaklardan uzun vadeli borçlar biçiminde karşılamaktadırlar. Kendi özkaynaklarından sağlamayı amaçladığı fon ihtiyacını hisse senedi çıkarımı yoluyla; dış kaynaklardan sağlayacağı fon ihtiyacını ise, bankalardan uzun vadeli kredi sağlaması, tahvil ihracı ve özel finansman kurumlarından ipotek karşılığı borçlanma yolu ile gerçekleştirmektedirler. İşletmeler, uzun vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için bu yollardan sadece birine başvurabilecekleri gibi, birkaçına veya tümüne de başvurabilmektedirler.

İşletmeler ihtiyaç duydukları uzun vadeli fonları sermaye piyasası aracılığıyla elde etmek istediklerinde, hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymet ihraç etmek durumundadırlar. Menkul kıymetlerini, fon arzında bulunacak olan tasarruf sahiplerine bizzat kendileri doğrudan satabildikleri gibi, aracı finansal kuruluşlar yardımı ile de dolaylı olarak satabilmektedirler.

Türkiye'de menkul kıymet ihraççısı işletmeler, ihraç ettikleri menkul kıymetleri genellikle yatırım ve kalkınma bankaları ve aracı kuruluşlar aracılığıyla dolaylı olarak halka arz etmektedirler. İşletmelerin doğrudan veya dolaylı olarak gerçekleştirdiği bu işlemler, sermaye piyasasında birincil piyasayı oluşturmaktadır.

Genel olarak uygulamada birincil piyasaların canlılığının korunması; bunun yanında ikincil piyasaların diğerlerine nazaran daha ağır bir tempoda işlemeleri, istenen bir durumdur. Türkiye'de bankerlik kuruluşları da 1980'li yılların başında ikincil piyasa işlemlerine ağırlık vermişlerdi.

Bu dönemde, tahvillerin ihracına ilişkin düzenlemelerin, tahvillerin ilk iki yıl içinde paraya çevrilmesini engellemesi ve tahvil faizlerinin sınırlandırılması, yüksek enflasyon konjonktüründe birincil piyasanın işleyişi imkanını kısıtlamıştır(48).

İkincil piyasa faaliyetlerinin, mevcut menkul kıymetler üzerindeki hakların devretmesi, el değiştirmesi biçiminde gerçekleşmiş olması, birincil piyasaların ekonomiye olumlu etkilerini azaltmaktadır. Bundan dolayı bazı ülkeler sermaye piyasasında, yalnızca birincil piyasa işlemlerine imkan tanımaktadırlar; yoksa, sermaye piyasasının gelişmesinde ikincil piyasanın da rolü büyüktür; bu piyasa yatırımlara likidite kazandırır.

(48) ÇAKICI, s.103.

İkincil piyasada faaliyet gösteren aracı kurumların, tahvilin gerçek verimliliğini yükselten satış uygulamaları son yıllarda tasarruf sahiplerinin tahvile olan taleplerine hız kazandırmıştır. Özsermaye kaynaklarının ve banker kredilerinin, özellikle de orta vadeli kredilerin yetersiz kalması ve artan kredi maliyetleri gibi nedenlerle tahvil ihracı, hızla artan fon ihtiyacı karşısında işletmelerin, bugün de en çok başvurdukları bir finanslama yöntemi olmaktadır.

Türkiye sermaye piyasasının temel yatırım araçları olan hisse senedi ve tahvil yatırımlarına ait gelişmelere ileriki kısımlarda geniş olarak yer vereceğiz.

Özet olarak sermaye piyasasının mevcut görünümünü ifade etmek istersek, şu sonuca ulaşmak mümkündür:

Ülkemizde, 1970'li yılların başında ekonomide görülen oldukça istikrarlı gelişmeyle birlikte sermaye piyasasında da gelişmeler olmuş; fakat resmi piyasayı devreye sokmak açısından, yeni koşullara uygun yasal ve idari önlemler zamanında alınmadığı için, piyasa faaliyetleri dene-timsiz, düzensiz bir şekilde tamamıyla borsa dışında oluşmuştur.

Daha sonra, bütün ekonomiyi yıkılma noktasına getiren enflasyonist politika, henüz doğuş halinde bulunan sermaye piyasası üzerinde de olumsuz etkilerini göstermiştir.

Tüketimin genişlemesi ve tasarrufların altın, gayrimenkul gibi verimsiz alanlara kayması sonucu hisse senedi ikincil piyasası önemini bütün yitirmiştir. Buna karşın şirketlerin gittikçe artan finansman ihtiyacının baskısıyla ikincil tahvil piyasası, faaliyetleri, bankerlik kuruluşlarının bir takım teşvik politikalarıyla canlılığını koruyabilmiştir.

1981 yılında, sermaye piyasası kanununun çıkması ile birlikte sayıları çığ gibi büyüyen, daha ziyade örgütlenmemiş para piyasası içinde faali-

yet gösteren yeni bankerlerin, kanunun çıkış tarihiyle yürürlük tarihi arasındaki boşluktan yararlanarak devreye girmesiyle, menkul kıymet ticareti, bizzat bu firmalar tarafından düzenlenen adi senetlerle yapılmaya çalışılmış ve yoğun bir biçimde yüksek ve tutarsız faizlerle iğreti mevduat toplamanın bir aracı haline getirilmiştir. Bu yüzden, piyasada güven unsuru büyük ölçüde sarsılmış bulunmaktadır.

Sermaye piyasasının oluşturulmasına yönelik ilk yasal düzenleme 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yapılmış ve Sermaye Piyasası Kurulu gerekli düzenlemeleri yapmak üzere yetkilendirilmişti. 1981 yılında başlanılan sermaye piyasasını etkin yapıya kavuşturma işleminde ikinci önemli adım ise; 06 Ekim 1983 tarihli Resmi Gazete'de (mükerrer sayısında) yayınlanan Menkul Kıymetler Borsası Hakkında 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile atılmıştı. 16 Mayıs 1929 tarih ve 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanununu yürürlükten kaldıran Kanun Hükmünde Kararname gereğince Sermaye Piyasası Kurulu Ekim 1984'e kadar borsaların kuruluş ve işleyişini düzenleyecek yönetmelikleri hazırlayacaktı.

Sermaye Piyasası Kurulunun 13 Kasım 1983 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri :II, No.7 tebliği ile, kârdan pay alacak, kâra iştirakli tahvillerin ihraç esasları belirlenmiştir. Katılma intifa senetlerine ilişkin esaslarsa Seri :III, No.1 tebliği ile belirlenmiştir. Bu tebliğ uyarınca nama ve hamiline düzenlenen ve ortaklık haklarına sahip olmaksızın kârdan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma vb. hakları sağlayan katılma intifa senetleri, esas sözleşmede hüküm bulunmak koşuluyla, genel kurul kararıyla ve süresiz olarak, ortaklıklar tarafından çıkarılabilecektir.

1985 yılı Aralık ayı sonunda açılan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) çalışmalarına fiilen 1986 yılı başında başlamıştır. Borsanın

çalışma esasları 18 Aralık 1985 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan İMKB yönetmeliği ile düzenlenmişti. Borsa bünyesinde değişik türde menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı 4 pazar oluşturulmuştur. Birinci pazarda en çok alınıp satılan hisse senetleri, ikinci pazarda borsa kotunda kayıtlı diğer hisse senetleri, resmi pazarda borsaya kayıtlı tahvillerin alımı, satımı, kamu kesimi iç borçlanma senetleri, gelir ortaklığı senetleri ve borsa kotuna girmemiş kurum ve şirketlerin menkul kıymetleri kot dışı pazarda işlem görmektedir. İkincil piyasada hisse senedi alım, satımlarının borsada yapılması zorunludur. Diğer menkul kıymetlerin alım ve satımı borsa dışında da yapılabilmektedir.

1986 yılında gerek yeni ihraç edilen hisse senedi miktarında ve gerekse ikinci piyasada işlem gören hisse senedi hacminde önemli artışlar olmamıştır. Bunun nedenlerinin başında, mali piyasalarda işlem yapma alışkanlığının fazla gelişmediği ülkemizde, yatırımcının mali aracın değerinde meydana gelecek değişimden çok sağlayacağı getiriye önem vermesi gelmektedir. Reel pozitif faiz politikasının uygulanmadığı bir dönemde yüksek faizli tahvile yatırım yapmak, getirisi daha riskli olan hisse senedi yatırıma tercih edilmektedir. Ayrıca, mali bünyesi güçlü, piyasada itibar sahibi kuruluşların sermayelerini halka açma konusundaki isteksizlikleri de hisse senedi piyasasının gelişmesini engellemektedir(49).

Halkın mali piyasalara güveninin artması amacıyla 13 Aralık 1987 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan yönetmelikle sermaye piyasasında işlem yapan kuruluşların bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenme esasları düzenlenmiştir(50).

(49) TCMB, "Yıllık Rapor 1986", Ankara, 1986, s.65.

(50) TCMB, "Yıllık Rapor 1987", Ankara, 1987, s.60.

III- TÜRKİYE SERMAYE PİYASASININ KAYNAKLARI

Sermaye piyasasının kaynaklarını, kişisel tasarruflar ve kurumsal tasarrufların finansal varlıklara yatırılması sonucu oluşan fonlar teşkil etmektedir. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde, birincil piyasada kişisel tasarruflardan çok kurumsal tasarruflar önemli rol oynar. Kurumsal yatırımcı olarak nitelendirilen kurumlar, batılı ülkelerde hemen her yerde, ekonomik önceliklerden yararlanmakta ve özellikle konut yapım ve mahalli yönetim harcamalarına önemli katkıda bulunmaktadır(51). Türkiye'nin de son yıllarda, özellikle konut yapımına önem vererek reel yatırımlara yönelen kurumlar, aynı zamanda sağladıkları fonlarla finans kesimi ve şirketleri finanse etme çabasında olması sevindirici bir gelişmedir. Bu fon kaynaklarının belli başlıları şunlardır:

- Sosyal Sigortalar Kurumu (SSK),
- Emekli Sandığı,,
- Bağ-Kur,
- Sigorta Şirketleri,
- Özel Emeklilik Sandıkları ve Vakıfları,
- Mevduat.

Yukarıda mevduatın dışında, sosyal güvenlik kurumları olarak tanımlanan kurumlardan başka, tasarruf ve yardımlaşma sandıkları, Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK) ve Memur Yardımlaşma Kurumu (MEYAK) (52)'da sermaye piyasasına kaynak yaratan kurumları oluşturmaktadır.

Sosyal güvenlik kurumları fonlarının kullanıldığı alanlar genellikle şunlardır:

- Ticaret bankalarına, vadeli, vadesiz mevduat,

(51) John L.O'DONNELL - A.S.YÜKSEL, "Para Bulma (Finansman)'ın Seçilmiş Konuları", Ankara, 1970, s.52.

(52) MEYAK kesintileri 1982 yılına kadar yapılmış olup, amaca yönelik kullanılmadığından hak sahiplerine tekrar iadesi kararlaştırılmış ve % 60 faizi ile birlikte 19 Mart 1984 - 19 Haziran 1984 tarihinde ödenmesi kararname ile tesbit edilmiştir.

- Devlet tahvillerine yatırım,
- Gayrimenkul yatırımları,
- Konut kredileri ve sanayi kredileri açmak şeklinde olmaktadır.

Türkiyenin en büyük sosyal güvenlik kurumlarından olan SSK ve Emekli Sandığı finansal kaynağının en büyük kısmını (%90'a yakın) üyelerinden tahsil edilen primler oluşturmaktadır. Fakat Sosyal Sigortalar kurumu'nun yıllardır prim alacaklarının tamamını bir türlü tahsil edemediği, gelir ile giderleri arasındaki farkın, bazı yıllar karşılıklara bile yetmediği görülmektedir.

Emekli sandığının prim kesintileri ise yıllık ödeme yüklerini taşıyamamıştır. Açığı, uzun yıllar bütçeyle karşılanma durumundadır. Bu kurumların plâsmanlarının verimlilikleri enflasyona göre hepsi negatif getiri sağlamaktadır. Bu niteliğiyle bu kurumlar, fon yaratan kurum özelliğini taşıyamamaktadır. Emekli Sandığı ve SSK fonları, Devlet Yatırım Bankası tahvillerine yatırılmak suretiyle uzun yıllar KİT'lerin finansmanında kullanılmıştır. Bağ-Kur fonlarının % 40'ını Devlet'in çıkardığı veya kefil olduğu menkul kıymetlere, % 25'ini kurum üyelerine konut veya işyeri kredisi, % 25'inin ise Halk Bankası'na verilmesi kararlaştırılmıştır(53).

Batıda Özel Emekli Sandıkları, ellerinde uzun vadeli fon birikimi bulunan kuruluşlar olarak, sermaye piyasasından önemli ölçüde tahvil ve hisse senedi alıcısı durumundadırlar. Küçük birikimler, bu sandıklar eliyle sermaye piyasasına kanalize edilmektedir. Sigorta şirketleri de kişisel tasarrufları toplama konusunda önemli bir araçtır. Bu şirketler tahvil piyasasını besleyen önemli kaynaklardandır. Özel plâsman yoluyla şirket tahvilleri almakta, hisse senedine yatırımlar ise uzun vadede geliri artırmak amacıyla yönelik bulunmaktadır.

(53) ÇAKICI, s.103.

Türkiye'de sigortacılık dikkati çeken bir gelişme gösterememiştir. Bunun birinci nedeni, tasarruf sahiplerinin sigorta şirketlerinin önemi hakkında gerekli bilgiye sahip olmamalarından kaynaklanmaktadır. Sigorta, küçük tasarrufların birleştirilerek fon oluşturan ve tasarruf, yatırım, fonksiyonu olan bir sistemdir. "Sermaye piyasasının üç ayağı, sigortacılık bankacılık, bankerlik olmasına rağmen, sermaye piyasası kanununda sigorta sektörüne değinilmemiştir"(54). Bu kurumlara gereken önem verilerek, temel işlevi sağlanabildiğinde, sermaye piyasası önemli bir kaynağa sahip olacaktır.

Sosyal güvenlik kurumlarının işlerliği, yasal sınırlamaların yanısıra yetersiz finansman politikalarının da rolüyle, arzulanan biçimde sağlanamamış ve kalkınma plânlarında öngörüldüğü gibi yaratılan fonlar kalkınma hedeflerine uygun bir biçimde kullanılamamıştır. Bağımsız ve ayrı statülere tabi olarak çalışan bu kurumların daha verimli çalışabilmeleri için, tek bir çatı altında toplanmaları öngörülmektedir. Sermaye piyasasının kaynağını teşkil eden diğer bir fon türü de, Emeklilik Özel Sandıkları ve vakıfların fonlarıdır; fakat uygulamada bu böyle olmamakta, bu sandık veya vakıfların fonlarının önemli bir kısmı, ait oldukları kurum veya işletmelere kredi olarak aktarılmaktadır. Özel banka vakıf ve sandıkları fonlarının yaklaşık 3/4'ünün, o bankada mevduat veya iştiraklerine yatırım olarak tutulduğu görülmektedir. Örneğin; İş Bankası Mensupları Emekli Sandığı vakfı, banka sermayesinin % 34'üne, Türk Ticaret Bankası Emekli Sandığı vakfı ise banka sermayesinin % 64'üne sahiptir(55). SSK oluşturulurken, banka ve sigorta kuruluşları, kendilerini bu kurumun dışında bırakılabilmeyi başarmışlardır(56).

(54) ÇAKICI, s.107.

(55) Ali Sait YÜKSEL, "Para Bülma ve Yatırım", İstanbul, 1982, s.256.

(56) Bu sandıkların SSK'na bir yıl içinde devrini öngören 1992 sayılı yasa da (R.G.15596/26.05.1976) veto edildiği için, sosyal güvenlikte birliğe yönelen bir adım daha yeniden başarısızlığa uğramıştır.

Sermaye piyasasının temel kaynağını kişisel tasarrufların teşkil ettiğini söylemiştik. Bunların belirli yerlerde birikmeleri mevduatı oluşturur. Mevduat çeşitli yöntemlerle, banka ve bankerlerce, tasarruf sandıklarınca kısa, orta ve uzun vadeli olarak toplanmaktadır. Bankaların kısa vadeli kredi kaynağını teşkil eden mevduat aynı zamanda sermaye piyasasının orta ve uzun vadeli borç kaynağını teşkil etmektedir.

IV- TÜRKİYE SERMAYE PİYASASININ FİNANS KURUMLARI

Sermaye piyasasında tasarrufların, teşebbüslerin uzun vadeli fon ihtiyacını karşılamak üzere çıkaracakları menkul kıymetlere yönlendirilmesi ve piyasanın gelişebilmesi için gerekli koşullardan birisi de, halkın güvenine sahip, uzmanlaşmış finansman kurumlarının varlığıdır. Bunların başlıcaları yatırım bankaları, kalkınma bankaları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, sosyal güvenlik ve emeklilik kurumları, sigorta şirketleridir.

Sosyal güvenlik kurumları ve sigorta şirketlerine bir önceki konuda değinilmişti. Şimdi ise sermaye piyasasının diğer finansman kurumlarını incelemeye çalışalım.

1. Yatırım ve Kalkınma Bankaları : Sermaye piyasasına aracılık eden uzmanlaşmış finansal kurum türlerinin başında, kökeni, Japonya, Almanya ve İngiltere gibi sanayileşmiş ülkelerden gelen yatırım ve kalkınma bankaları gelir; çünkü yatırım bankaları, yatırım ortaklıklarında olduğu gibi, anonim şirketlerin hisse senedi ve tahvillerini satın alma ve bunları hisse senedi ve tahvillere yatırım yapmak isteyen gerçek ve tüzel kişilere satma yoluyla teşebbüslerin sermaye ihtiyaçlarını karşılayan kurumlardır.

Yatırım bankaları, menkul kıymet ihraç eden işletmelerle anlaşma imzalayarak, bunların tamamını veya bir kısmını satın alırlar ve işletmeye

karşılığını öderler. Daha sonra bunları satın almak isteyen müşterilerine satarlar. Yani, menkul kıymet ihracı yoluyla değerlendirmek isteyen kişi ve kurumlar arasında aracılık yapan finansman kurumlarıdır. Böylece hem hisse senedi ve tahvil satın almak isteyen tasarruf sahipleri, bankanın uzmanlarınca seçilmiş bir veya daha çok hisse senedi ve tahvile az riskli bir yatırımda bulunmuş olurlar. Buna göre, bir yatırım bankasının dört fonksiyonu vardır(57). Bunlar kısaca;

- Danışmanlık,
- Yönetim fonksiyonu,
- Risk taşıma,
- Dağıtım fonksiyonudur.

Yatırım bankaları danışmanlık fonksiyonu ile, uzman kadrosu sayesinde hisse senedi ve tahvil analizi yapar ve değerlemesini sağlayarak müşterine satın almalarını tavsiye edebilecekleri bir liste sunarlar.

Yönetim fonksiyonu ile hisse senedi veya tahvilin çıkarılmasında gerekli uzmanlık isteyen bazı formaliteleri, ihraççı işletmeler adına takip ederler.

Risk taşıma fonksiyonu ile banka hisse senedi ve tahvillerin çıkarılma fiyatlarıyla, banka tarafından yeniden satın alma fiyatı arasındaki farkı yüklenirler. Şirketleri, fiyat düzensizlikleri nedeniyle uğrayacakları zarara karşı korurlar.

En son ve en önemli fonksiyonlarından biri olan dağıtım fonksiyonu ile hisse senedi ve tahvillerin geniş halk kitlelerine ulaştırırlar.

Kalkınma bankalarını, sanayi ve/veya tarımsal yatırım projelerine kaynak veya sermaye sağlayan ve genel olarak bankacılık ve kalkınma işlevi

(57) Semih BÜKER, "Yatırım Bankaları", E.İ.T.İ.A. DERGİSİ, Haziran 1978, S.8, s.20.

gören birer kuruluş olarak tanımlamak mümkündür. Günümüzde, plânlı kalkınmada, ekonomik hayata ilişkin kararlarda kalkınma bankaları hayati bir öneme sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerde, sermaye ve teknoloji yetersizliği, teşebbüs yoksunluğu, önemli yatırım projelerinin olmayışı, sermaye piyasasının gelişmemişliği ve iç kaynakların harekete geçirilmesi mecburiyeti, kalkınma bankalarının kurulmasına neden olmuşlardır.

Kalkınma bankaları sermaye piyasasını geliştirmek amacıyla şu faaliyetleri de gerçekleştirmektedir.

- Kendi çıkaracakları hisse senedi veya tahvilleri halka satarak tasarruf sahiplerinde menkul kıymetlere alışkanlık yaratmak,
- Şirketlerin çıkaracakları tahvillerin ana para ve faizlerinin vadesinde ödeneceğine dair garanti vermek,
- Tahvil ihraçlarında özel finanslar yapmak,
- Hisse senedi ve tahvilleri satın alarak kendi nam ve hesaplarına halka satmak,
- Menkul kıymet ihracında yedek alıcı olarak beklemek,
- İştirak ettikleri şirketler başarılı olduktan sonra iştiraklerin halka satışı gibi işlem ve faaliyetler yapmaktadırlar(58).

Yatırım ve kalkınma bankalarının ticaret bankalarından farkı, mevduat toplayıp para yaratmamaları ve kredi vermemeleridir. Yatırım ve kalkınma bankalarının ortak yanları ve farklılıkları ise;

- Yatırım bankaları ile kanalize edilen fonlar sermaye piyasasından sağlanırken, kalkınma bankaları plâsman kaynağını genellikle kendi sermayeleri ile, idaresi kendine bırakılan fonlardan karşılar.

- Kalkınma bankaları doğrudan orta ve uzun vadeli kredi verirler,

(58) Öztin AKGÜÇ, "Sermaye Piyasasının Finansman Kurumları", ODTÜ, TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASININ SORUNLARI SEMİNERİ, Ankara, 1975, s.34.

yatırım bankaları ise doğrudan orta ve uzun vadeli kredi vermezler.

- Gelişmekte olan ülkeler kalkınma bankaları, sermaye piyasasının gelişmesini sağlamak için bazı fonksiyonlar ifa ederler.

- Her iki bankanın da amacı sermaye birikimini artırmaktır.

Sermaye piyasası geliştikçe, kalkınma bankalarının faaliyetleri arasında yatırım bankacılığına özgü işlemlerin ağırlık kazanması, bu tür bankaların yatırım bankaları şekline dönüşmesi beklenebilir.

Kalkınma çabası içinde bulunan Türkiye'de, KİT'lerin ve işletmelerin orta ve uzun vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamak yolunda faaliyette bulunan kalkınma bankaları mülkiyetleri açısından, kamu kalkınma bankaları ve özel kalkınma bankaları olmak üzere iki ana grupta toplamak mümkündür(59). Mülkiyetleri Devlet'e ait olan kamu yatırım ve kalkınma bankaları, Devlet Yatırım Bankası ile Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankasıdır. Sermayelerinin tamamı özel kesime ait olan özel kalkınma bankaları ise, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası ile Sınai Yatırım ve Kredi Bankasından oluşmaktadır.

Türkiye'de yukarıda sayılan amaçlar hedeflenerek kurulmuş yatırım ve kalkınma bankaları mevcuttur. Ancak, fiiliyatta bunları yatırım veya kalkınma bankaları şeklinde bir ayırımı tabi tutmak güç olmaktadır. Örneğin; 1964 yılında kurulan Devlet Yatırım Bankası (DYB)'nin kuruluş yasası (441 sayılı yasa) gereği kredi verebilme fonksiyonunun bulunması onu tipik bir yatırım bankası olarak tanımlamaya engel teşkil etmektedir. Devlet Yatırım Bankasının amacı, Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) yatırımlarını daha verimli ve etkin alanlara kanalize etmek ve bu yatırımların kalkınma plânlarıyla uzlaşmasını sağlamaktır. Bu durumda, DYB ilk bakışta kal-

(59) Davut AYDIN, "Finansal Borçlar Açısından Finans Piyasaları Üzerine Bir Araştırma", E.İ.T.İ.A., Eskişehir, 1980, s.145.

kınma bankası görünümünde olmakla beraber, kamu fonlarını KİT'lere aktarmakla görevli bir kuruluş olması ve finansman kararlarında Devlet Plânlama Teşkilatı tarafından belirlenen ve hükümetin yıllık icra programında yer alan projelere finansman sağlamakla yükümlü bulunması yönünden, bugün için bir kalkınma bankası olarak tanımlanamaz.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB), teknik anlamda olmasa bile yatırım bankalarına özgü bir takım işlemler yapmaktadır.

1950 yılında kurulan ve mevduat kabul etme yetkisi bulunmayan bankanın amacı "Türkiye'de yeni özel sanayinin kurulmasına, var olan özel sanayinin genişletme ve modernleşmesine yardım etmek; yerli ve yabancı özel sermayenin Türkiye'de kurulan sanayi iştirakini sağlamak; Türk sanayisine ait hisse senedi ve tahvillerin özel mülkiyete intikali ve özel mülkiyette bulunmasına çaba harcamak, hisse senedi ve tahvil piyasasının gelişmesine yardım etmek" olarak belirlenmiştir. (Ana Sözleşme Madde 2).

TSKB, faaliyetiyle küçük tasarruf sahiplerinin sanayi kuruluşlarına ortak olarak katılmalarını özendirirken, bu şirketlerin halka açılmasına yardımcı olmaktadır. Bu yönü ile TSKB, sermaye piyasasının gelişmesinde aktif bir rol oynamaktadır.

TSKB'nın desteklediği projelerin özkaynak ihtiyaçlarının karşılanmasına aracılık hizmeti yaparak, finansman kurumları ile kamu kuruluşlarının da katkısıyla, birçok projenin özkaynak açığının kapatılmasına yardımcı olmaktadır. 1982 yılı sonunda özkaynak toplamı 3 milyar TL civarında ve verdiği krediler toplamı 40 milyar TL civarındadır. Proje değerlendirme çalışmalarında oldukça kapsamlı ve gelişmiş yöntemler kullanmakta olan TSKB'nın menkul kıymet analizleri alanındaki çalışmaları yetersiz kalmaktadır. TSKB mevcut durumuyla, halka tam olarak yatırım danışmanlığı yapamamaktadır.

Kalkınma ve yatırım bankaları tarafından ihraç edilen Banka Bonosu ve Banka Garantili Yatırım Bonosu 1987 yılında 76,2 milyar TL 1988 yılında ise 238,0 milyar TL civarında kalmıştır(60).

TSKB portföyünde bulundurduğu hisse senetlerini halka zaman zaman satarak sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmaktadır. Ayrıca, Türkiye'de menkul kıymet analizlerinin bilimsel olarak yapılmasıyla ilgili çalışmaları destekleyebilir, hatta bu konudaki mesleki prensiplerin gelişmesine katkıda bulunabilir.

1975 yılında 1877 sayılı yasa ile kurulmuş olan Devlet Sanayi-İşçi ve Yatırım Bankası (DESİYAB) küçük tasarruf sahiplerinin ve özellikle yurt dışında çalışan işçilerin tasarruflarını toplamak ve bunları yatırımlara kanalize etmek amacıyla kurulmuş ve 26 Mayıs 1976'da göreve başlayarak ilk kredisini 1976 yılı Aralık ayında verebilmiştir. 1982 yılında dövizli krediler dahil toplam 4 milyar TL'ye yakın kredi vermiştir.

DESİYAB'ın yükümlendiği işlemler ise şunlardır:

- İç tasarrufları teşvik ederek yeni fonlar yaratmak,
- Yurt içinde ve yurt dışında çalışanlar tarafından girişilen yatırım projelerinde kredi sağlamak veya gerektiğinde sermayelerine ortak olmak,
- Sınai kuruluşları finanse etmek,
- Kredi politikasıyla bölgesel dengesizliği önlemek,
- Kalkınma plânlarında öngörülen doğrultuda kaynaklarını kullanmak,
- Yatırım ve kalkınma bankacılığının gereği olan tüm işlemleri yapmak,

DESİYAB, kamu yada özel sektör menkul kıymetlerini satın almak ve bunları özellikle yurt dışındaki işçilere aktararak fon yaratma amacına yönelmiş ve tahvil ve hisse senedi portföyü oluşturarak sermaye piyasasının

(60) Bu bonoların büyük bir kısmı daha önce sözü edilen yasalar gereği Sosyal güvenlik kuruluşları tarafından satın alınmıştır.

gelişimine katkı sağlamıştır.

2. Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları : Yatırım ortaklıklarının esas amacı, yatırımları büyük ölçüde uzman kişilere yaptırmak ve geniş bir menkul kıymet portföyü işletmek suretiyle risk dağıtmaktadır. Sermayesi hisse senetlerine bölünmüş olup, varlıklarını portföy plâsmanlarında işletirler. Genellikle yatırım ortaklıklarının portföylerini, piyasadan satın aldıkları menkul kıymetler oluşturur. Burada amaç "holding"lerin aksine, menkul kıymetleri satın alınan ortaklıkların yönetimlerini ele geçirmeye yönelik olmayıp, yatırım yapmak ve yatırımdan bir kazanç sağlamaktır(61). Bu nedenle yatırım ortaklıkları özellikle yalnızca portföy işletmek için kurulurlar. Yatırım ortaklıkları istihdam ettikleri yetmişmiş personel, uzman araştırmacı ile geleceği parlak şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapmak imkanlarına kolayca sahip olmakta ve küçük tasarruf sahipleri için güvenilir ve sağlam bir yatırım ortamı hazırlanmaktadır.

Geleneksel ve kişisel menkul kıymet yatırımında, yatırım kararı aracı kurum olan yatırım ortaklığı tarafından alınmakta, tasarrufçuya yalnızca yatırım ortaklıklarının seçimi kalmaktadır(62).

Yatırım ortaklıklarının yararları makro ekonomik açıdan, küçük tasarrufların oluşturduğu fonları verimli alanlara kanalize edebilmek, altın, gayrimenkul veya dayanıklı tüketim malları gibi üretken olmayan alanlardan, ekonominin üretken sektörlerine kaydırmaktır.

Başarılı yatırım ortaklıklarının tasarruf sahiplerine sağladıkları faydalar şöyle özetlenebilir.

(61) E.B.RALPH and Others, "Investment Principles and Practices", New Jersey, 1969, s.565.

(62) Osman TUNABOYLU, "Fransa'da Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları", MALİYE DERGİSİ, 1977, S.26, s.64.

- Çeşitli sektörlerde "çapraz"plâsmanlarla risk dağılımını gerçekleştirebilir.

- Sürekli araştırma yapan, piyasayı yakından izleyen, arz ve talep yapısında değişiklik eğilimlerini erken teşhis edebilen ve güçlü istihbarat antenleri bulunan profesyonel kadrolarla yönetilir.

- Yöneticiler alım ve satım zamanlamasında ustalık gösteren kişilerdir.

Yatırım ortaklıkları portföy değerleri bakımından üç gruba ayrılır.

a. Hisse senetlerini ve tahvillerini aynı zamanda portföylerinde toplayanlar.

b. Aktiflerinde yalnız hisse senetleri ile bir miktar nakit tutanlar (Nakit bulundurmalarının nedeni ani fiyat değişimlerinden yararlanmaya hazırlıklı olmak içindir).

c. Çapraz plâsmanlarla risk dağıtma ilkesini gözetmekle beraber, yalnız belirli sanayi kollarında uzmanlaşanlar(63).

Çok geniş anlamıyla bu türün kapsamına başka finansman kuruluşlarının da girebileceği düşünülebilir. Ancak, bankalar, sigorta şirketleri vs. gibi finansal aracı kurumları yatırım ortaklıklarından ayrı amaçlar için kurulmuşlardır(64).

Türkiye'de kalkınma plânlarında öngörülmesinden bir müddet sonra kurulan yatırım ortaklıklarının sayıları sınırlı kalmıştır. Yatırım ortaklıklarının kuruluşunu kısıtlayan başlıca etmenler kurumsal ve vergi yasalarından doğmaktadır(65). Kurumsal neden olarak, gerçek anlamda "halka

(63) Feridun ERGİN, "Sermaye Piyasası Kanunu ve Türkiye'nin İktisadi Koşulları", SERMAYE PİYASASI KANUNUNUN GETİRDİĞİ EKONOMİK ETKİNLİKLER VE KURUMSAL YENİLİKLER SEMİNERİ, İstanbul, 1981, s.21.

(64) Güven VURAL, "Yatırım Ortaklıkları", A.İ.T.İ.A.Ya.No.120, Ankara, 1978, s.21.

(65) AKGÜÇ, "Sermaye ...", s.34.

açık anonim şirket" sayısının azlığı ve kaliteli hisse senedi bulma gücü gösterilmektedir. Diğer neden ise, kurumlar vergisi kanununun, yatırım ortaklıklarının portföyünü istenen ölçüde çeşitlendirmesini engelleyici hükmü olmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunuyla getirilen sistemde bu piyasanın yardımcı kuruluşları içersinde, aracı kurumlardan sonra yer verilen "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları"nın kuruluş ve faaliyet şartları iki madde ile düzenlenmiş bulunmaktadır(66). Kanun hükümlerine göre, yatırım ortaklıklarının anonim şirket türünde kurulmaları mecburidir. Bu durumda, yatırım ortaklıklarının kurumlar vergisi açısından da yükümlülükleri sözkonusu olmakta ve bu kurumların ortakları, kendi hesabına menkul kıymet portföyü işleten gerçek kişiye nazaran ayrıca kurumlar vergisi yüküne de muhatap olmaktadır. Oysa bu kurumların yaşama şansları, kurum portföy kazancı ile kişi portföy kazancının nihai vergi yüklerinin eşitliğine dayanmaktaydı(67). Sermaye piyasası kanununa göre yatırım ortaklıkları, yalnızca menkul kıymet portföyü işletebilecek, bunun dışında yapabilecekleri faaliyetler Maliye Bakanlığı'nca düzenlenecektir (m.33).

Türkiye sermaye piyasasında son yılların yeni bir gelişimi olarak, holding kuruluşlar, kendilerine ek bir finansman imkanı yaratmak üzere, sadece kendi iştiraklerinin menkul kıymetlerinden oluşan özel portföy yönetimi ile bir takım menkul kıymet yatırım ortaklıkları kurmuşlardır.

Portföy yönetiminin, yatırımcının elde etmek istediği menkul kıymetlerin seçimi ve herbirinden alacağı miktarların belirlenmesi şeklinde ortaya çıkmakta olduğunu, portföy işletmede amacın ise, menkul kıymetlerin bütününden en yüksek gelir teminine ulaşmak ve bunu ortaklarına paylaşır-

(66) 2499 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu", m.33 ve 34.

(67) Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesinden önce gelir ve kurumlar vergisi kanununda bu amaca yönelik özel bir düzenleme bulunmadığı için, anılan kanunlarda yeniden değişiklik yapma zarureti duyulmuş ve 31.12.1981 gün ve 2573 ve 2574 sayılı kanunlarla sözkonusu amaca uygun değişikliklerin düzenlenmesi yoluna gidilmiştir.

mak olduğunu ifade etmeye çalışmıştık. Bu nedenle başka bir işle meşgul olması gerçek amacı dışına taşacaktır. Sermaye piyasası kanununda Maliye Bakanlığı'ndan izin almak koşuluyla bu tür faaliyeti dışındaki alanların ortaklıkları için tahvil çıkarabilme imkanı önemlidir. Tahvil çıkaramayan bir yatırım ortaklığı tek çarkta işleyen bir gemiye benzetilmektedir(68).

Görüldüğü gibi, Türkiye'de Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre kurulmuş olan menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının, yabancı ülkelerin yatırım ortaklıkları modellerinden ayrı olduğu noktalar bulunmaktadır.

3. Menkul Kıymetler Yatırım Fonları : Yatırım fonları da yatırım ortaklıklarında olduğu gibi, küçük tasarruf sahiplerinden toplanan fonları, amaca uygun olarak menkul kıymetlere yatıran, riski dağıtma gereğine uygun olarak çeşitlendirmeye giden ve bu biçimde oluşan portföyü uzman kadroları ile en verimli şekilde işleten, yatırımcıların fona katılma ve ayrılmalarının serbest olduğu aracı finansman kuruluşlarıdır(69).

Yatırım ortaklığı ile yatırım fonlarının en belirgin yanı, her ikisinin de sermaye piyasasının uzman kuruluşları olmaları, menkul kıymet portföyü işletmeleri ve riskin dağıtılması ilkesini benimsemiş olmalarıdır. Diğer yandan, yatırım ortaklığı ve yatırım fonu farklı iki ilkeye dayalı iki ayrı modeli oluşturmaktadırlar. Yatırım ortaklıkları ortaklık, yatırım fonları ise "güvenilir kişi" eliyle yönetilme ilkesi esasına dayanılarak kurulmaktadır(70).

Şu halde, ister ortaklık şeklinde kurulan yatırım ortaklığı kurulmuş olsun, isterse güvenilir kişi eliyle yönetilen yatırım fonları kurulmuş olsun, sermaye piyasasının bu iki finansman kurumu, halkın küçük tasarruflarını çe-

(68) ERGİN, "Sermaye ...", s.25.

(69) Ünal TEKİNALP, "Sermaye Piyasası ve Yatırım Fonları", MUHASEBE UZMANLIĞI VE SERMAYE PİYASASI SEMİNERİ, İstanbul, 1985, s.140.

(70) Orhan GÖKER, "Türkiye'de Yatırım Fonları Kurulabilir mi?", MALİYE ENSTİTÜSÜ DERGİSİ, İstanbul, 1980, s.20.

şitli menkul kıymetlere yatırmak suretiyle, risk dağıtma ilkesine göre kâr eden uzman kadrolarca yönetilme düşüncesinden kaynaklanmaktadır(71).

Türkiye'de, batı ülkelerinde örgütleniş biçiminde örgütlenmiş ve o ülkelerdeki yatırım kurumları gibi çalışan yatırım kurumu olarak, sermaye piyasasında aracılık görevini yürüten bir anonim ortaklık olarak ilk kez Menkul Değerler Bankerlik ve Finansman A.Ş.(MEBAN) 1979 yılında yatırım fonu oluşturmuştur. Sermaye piyasası kanunu ile menkul kıymetler yatırım fonunun bankalar dışındaki hiçbir kişi ve kurumlarca kurulamayacağı hükmü getirilmiş bulunmaktadır(m.35). Şu anda ise bu paralelde kurulan İş-Yatırım Fonu ve Garanti Yatırım Fonu gibi bankalarca kurulan yatırım fonları faaliyetlerini sürdürmektedir. Yasa ayrıca menkul kıymet portföyünü işletmek amacı dışında bir amaçla yatırım fonu kurulmasına da izin vermemektedir(m.36). Yönetim ilkelerinde de menkul kıymetler yatırım ortaklığında olduğu gibi, portföy değerleri (% 20) ve başka bir şirketteki oy hakları (% 10) gibi kısıtlamalar aynen geçerli kılınmıştır.

Yatırım fonları, yalnızca katılma belgesiyle fona iştirak eden tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini korumak ve geliştirmek amacıyla kurulduğu ve varlığı ancak bu amaçla açıklandığı için, bir şirketin kâr amacıyla yatırım fonu kurulması sözkonusu olamaz. Bu ilke doğrultusunda olduğu içindir ki; Sermaye Piyasası Kanunu ile yatırım fonu kurma hakkı sadece bankalara tanınmıştır. Yatırım fonu oluşturan bankanın fonksiyonu, mülkiyet hakkına sahiplik gibi gözükmekte fakat, üstlendiği yöneticilik asli görevi ile riskin dağıtılması ilkesi sonucu ortaya çıkan kârı, katılımcıları arasında iç tüzük esaslarına göre dağıtmakla yükümlüdür. Fon katılımcıları ile yönetici banka arasında inançlı mülkiyet ilişkisi mevcuttur. Bankanın kendi mal varlığı, fon portföyünden tamamen ayrıdır.

(71) O.Selim KOCAHANOĞLU, "Sermaye Piyasasında Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", YENİ İŞ DÜNYASI DERGİSİ, Mart 1982, S.29, s.5.

4. Diğer Mali Aracı Kurumlar : Menkul kıymetlerin alım-satım ve pazarlamasını sağlayan kurumlardır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda belirtildiği gibi, menkul kıymetlerin, kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın, başkası nam ve hesabına, kendi namına veya kendi nam ve hesabına aracılık amacıyla alım satımı ancak bu kanunda düzenlenen aracı kurumlar tarafından yapılır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgili maddesi (m.31), aracı kurum olarak sadece borsa bankerlerini kabul etmektedir. Gerçek kişiler ile kanuna göre borsa bankerliği yapabilecek olan anonim şirketlerin dışındaki tüzel kişiler ve tüzel kişi olmayan topluluklar kısmen veya tamamen veya dolaylı olarak aracı kurum niteliğinde çalışamayacaktır.

Aracı kurum görevi yapabilecek nitelikte olanlar "borsa bankerliği" belgesine sahip olmak durumundadırlar. Bunun dışında, bankalar aracı kurum değil, fakat, aracılık işlemleri yapabilecek kurumlar olarak değerlendirilmektedir. Bu suretle bankalar hem menkul kıymetleri hem de menkul kıymet dışındaki evrakları halka arz edebileceklerdir.

Türkiye'de uzman kadrolara sahip aracı kurumların önemi gittikçe anlaşılmaktadır. Halen, sermaye piyasasında aracılık görevini yürüten önemli aracı kuruluşlar faaliyet göstermektedirler. Aracı kurumların güvenilirliği ölçüsünde sermaye piyasası gelişecektir. Bu kurumlar, sermaye piyasasında faaliyet gösteren kuruluşlar niteliğine bürünmüş piyasa bankerlerinin yaptıkları işlemler nedeniyle ciddi bir biçimde yara almışlardı. Tasarruf sahipleri üzerinde yaratılan bu imajı silmek, yasal düzenlemenin getirdiği disiplinle birlikte kendi çabalarına bağlı olarak değişebilecektir.

V- TÜRKİYE SERMAYE PİYASASINDA KAMU DENETİMİ

1. Merkez Bankasının Rolü : 1970'li yılların başlarına kadar Türkiye'de şirketler nispeten basit bir formalite ile (genel kurul ve mahkeme kararı) faiz oranlarını ve diğer şartları kendileri tesbit ederek, ödenmiş sermayeleri tutarınca serbestce tahvil çıkarabiliyorlardı. 26 Ocak 1970 tarihinde çıkarılan 1211 sayılı kanunla Merkez Bankası tahvil piyasasına müdahale yetkisini almış ve bir süre sonra da tahvillere verilebilecek faiz oranlarının başlangıçta çok defa tavanını, sonraları ise tabanını tesbit ederek tahvil piyasasını yönetmeye başlamıştır. Bu arada, tahvil çıkarılmasında uygulanan esasları da tebliğlerle düzenlemiştir.

24 Ocak 1980 kararlarından sonra da Merkez Bankası tahvillerin miktar, şekil, faiz oranları, çıkarılma prosedürü ve diğer şartlarını tesbit ederek, daha müdahaleci bir otorite haline gelmiştir. 28 Temmuz 1981'de çıkarılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulan "Sermaye Piyasası Kurulu"da piyasaya ikinci bir müdahaleci otorite olarak katılmıştır. Daha önceki bölümlerde bu kurulun görevleri geniş şekilde incelenmişti.

Sermaye Piyasası Kanunu'ndan sonra Merkez Bankası özel sektöre mensup şirketlerce çıkartılacak tahvillerin miktar, faiz ve satış şartlarını düzenlemekten sorumlu ve yetkili hale gelmiştir. Yalnız, çıkartılacak tahvil tavanı, ödenmiş sermayeden, ödenmiş sermaye ve ihtiyatlar toplamına yükseltilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu ise, tahvillerin halka arzına ilişkin esasları, tahvil çıkarımının prosedürünü düzeltmekten sorumlu kılınmıştır.

Merkez Bankası birincil piyasa ile ilgili asli görevlerini sürdürürken, şirketlere ihraç edecekleri tahvilleri borsaya kaydettirme yükümlülüğü getirerek, dolaylı da olsa ikincil piyasanın düzenlenmesinde görev almıştır. İkincil piyasaya ilişkin diğer bir görevi ile, ödünç para verme

işleri ile uğraşanlar ile menkul kıymetlerin satışına aracılık eden gerçek ve tüzel kişilerin basın, radyo, televizyon ve diğer her türlü yoldan yapacakları ilân ve reklâmları denetleme yetkisine de sahip olmuştur.

1989 yılında Türkiye'de tahvil piyasası, Merkez Bankası ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun tebliğlerle ortaya koyduğu esaslar çerçevesinde işlemektedir.

Tahvil faizlerini doğrudan belirleme yetkisine sahip olan Merkez bankası, bu yolla, ayrıca işletmelerin finansman ihtiyaçlarının özkaynak artırılarak mı, yoksa borçlanarak mı sağlayacakları yolundaki kararları da yönlendirmekteydi. Kredi ve tahvil faizlerinin, enflasyon oranının üzerinde tesbit edilmesi halinde, dış kaynağa olan aşırı talep düşecek, hisse senedi ihracı teşvik edilecektir.

Yukarıda sayılan direkt müdahaleler dışında, Merkez Bankası, uygulayacağı kit veya geniş para politikasıyla da sermaye piyasasını etkileyebilmektedir.

Merkez Bankasının geniş para politikası sonucu, piyasada çoğalan likiditeden işletmelere doğrudan akacak miktar artacaktır. Bu durum şirketlerin tahvil çıkartarak borçlanma motifini azaltıcı etki yapacaktır. Artan likiditeden ötürü düşen banka faizleri, işletmelerin daha çok bankalardan kredi talep etmesine neden olacaktır. İşletmelerin hisse senedi çıkarımı veya tahvil çıkarımı ile sermaye arttırımı gereğini duymayacağı bu ortamda menkul kıymet arzında bir azalma olacaktır. Elinde tahvil bulunduranlar, mevduat faizleri düştüğünde, aynı yatırımlardan daha fazla kâr sağlayacaklarından, tahvillerini elden çıkarmaya çalışacaklar ve bu takdirde tahvil piyasasındaki arz azalacaktır. Mevduata göre daha fazla kâr getiren tahvillere olan talep ise artacak, tasarruflarını plâse etmek isteyenler sermaye piyasasını tercih edeceklerdir.

2. Maliye Bakanlığı'nın Rolü : Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmesine ve intibak dönemine kadar, Maliye Bakanlığı'nın, aracılık faaliyetlerinin düzenlenmesi ve denetimi bakımından "ödünç para verme işlerinde değişiklik yapılmasına dair" 2520 sayılı kanun çerçevesinde getirdiği düzenlemelerin uygulaması devam etmiş bulunmaktadır. Daha sonra, 1982 yılı Şubat ayı başında yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu'nun, (sermaye piyasasının kendi kuralları içersinde çalışması gerekçesiyle), gereği olarak, sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetimi bu amaçla kurulan Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde piyasanın düzenlenmesi ve denetimi bakımından Maliye Bakanlığı'nın görev ve yetkileri şu noktalarda toplanmaktadır:

a. Sermaye Piyasası Kurulu'nun teşkilatlandırılmasını sağlamak, yıllık hesapları ile türlü işlemlerini denetlemek ile gerekli tedbirleri almak, denetim sonuçları ile bunlara ilişkin işlemler ve alınan tedbirleri içeren bir raporu SPK'nun yıllık faaliyet raporu ile birlikte Bakanlar Kurulu'na sunmak(m.17).

b. Kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların başlangıç sermayeleri ile aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarının sermayelerinin asgari haddini belirlemek(m.12, 32, 34).

c. Yatırım ortaklıklarının faaliyet alanlarını belirlemek(m.33).

d. Yatırım fonlarının kuruluşuna ve tüzük değişikliklerine izin vermek(m.36, 38).

e. Kamu yararının gerektirdiği hallerde menkul kıymetlerin halka arzının geçici olarak durdurulmasına ve olağanüstü hallerde yatırım fonlarının katılma belgelerinin geri alınımının ertelenmesine karar vermek(m.22, 41).

f. Yatırım fonlarının tasfiye işlemlerini düzenlemek(m.43, Geç.m.3).

g. Sermaye Piyasası Kurulu'nun talebi üzerine veya gerekli hallerde re'sen kanun kapsamına giren ortaklıklar ve yardımcı kuruluşları denetlemek(m.45).

h. Aracı kurumların tedricen tasfiyesine karar vermek ve tasfiye işlemlerini düzenlemek(m.46).

ı. Sermaye Piyasası Kanunu'nda öngörülen suçlardan dolayı kovuşturma yapılması için Cumhuriyet Savcılığına başvurmak(m.49).

Ü ç ü n c ü B ö l ü m

α TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ SERMAYE PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ

§.1. TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ HİSSE SENEDİ VE TAHVİL PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ

Faiz oranlarının iki tür yatırım çeşidi üzerinde ters yönlü etkisi bulunmaktadır. Bunlardan biri, bankalardan kredi yoluyla veya sermaye piyasasından borçlanma yoluyla temin edilen fonların sabit sermaye yatırımlarında kullanılmasıyla ortaya çıkan maliyet unsuru, diğeri ise tasarruf sahipleri tarafından menkul kıymetlere yapılan yatırımlar üzerindeki gelir unsurudur. Aynı zamanda bir başka yatırım alanı olan gayrimenkul, altın gibi alternatif yatırımlar içinde bir fırsat maliyeti teşkil etmektedir.

Sabit sermaye yatırımına yönelen girişimci, piyasa faiz oranını yatırımdan beklediği nakit akışlarının net bugünkü değerini yatırımın maliyetine eşit kılan iskonto oranını karşılaştırır ve bu iskonto oranını piyasa faiz oranından düşük ise yatırımdan vazgeçer, yüksek ise yatırıma gider. Bu durumda piyasa faiz oranının artmasının bu tür yatırımları azaltacağı kabul edilir. Tasarruflar aynı kişilerce yatırım haline dönüştürüldüğünde verimsiz yatırımlar doğabilir. Halbuki düşük kârlılıklı yapılacak ferdi yatırımların yüksek kârlılık sağlayacak alanlara kayması

kaynak verimliliğini yükseltir. Biz burada konumuz gereği, faizin ikinci unsuru olan gelir unsuru üzerinde duracağız. Yani sermaye piyasasına yapılan yatırım olayının faiz oranlarıyla ilişkisi üzerinde duracağız ve faizin hisse senedi ve tahvil yatırımlarındaki rolünü açıklayacağız.

Tasarrufları artırmak, verimli yatırımlara kanalize edebilmek ve istikrarlı bir büyüme sağlamak için Türkiye'de faiz oranlarının yüksek düzeyde bulunması şarttır(72).

Reel faiz oranlarının yükseltilmesi, aynı zamanda yatırım fonlarının daha rasyonel bir biçimde tahsis edilmesini sağlamaktadır. Çünkü; ancak bu durumda, faiz oranı kaynakların etkin dağılımını sağlayan bir araç olmaktadır.

Gerçekte faiz oranları, yatırım kararlarını etkileyen bir çok etmenden yalnızca biri olmalıdır. Aksi takdirde sermaye piyasasında yatırım olayı gerçekleştirilirken, likidite, yatırımın riski, vergi, güven, yatırımcının bekleyişleri gibi daha birçok unsurlarında yatırımcı üzerinde olumlu bir etken olarak ortaya çıkmış olması gerekir. Türkiye'de yatırımcılar genellikle bu unsurları ya dikkate almamakta veya bu unsurları yatırımları için olumlu etken olarak kabul etmektedirler. Yatırımcıların dikkate almadığı bu unsurların en önemlilerinden olan güven unsurunu 1980'li yılların başında önemli ölçüde kaybetmişti. Para piyasasında da tasarruf sahipleri açısından bir tedirginliğin hüküm sürdüğü sezilenmekteydi. 19 Aralık 1983'de mevduat faiz oranlarının önemli ölçüde yükseltilmiş olmasına rağmen beklenen hareketlilik gözlenmemekteydi. Aynı paralelde tahvil faiz oranlarının da yükseltilmesine ve tahvillerin arzedilmesine rağmen piyasada güvenin yeterince oluşmaması nedeniyle yatırım talebi yaratı-

(72) Bela BALASSA, "Türkiye'nin Büyüme Politikası ve Döviz Kuru", TÜRK EKONOMİSİNİN DIŞA AÇILMASINDA KAMBYO POLİTİKASI KONFERANSI, MEBAN, İstanbul, 20 - 21 Temmuz 1979, s.50.

lamamıştır. Şu anda sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetler olarak; hisse senetleri, tahviller, katılma intifa senetleri, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri ve finansman bonoları işlem görmektedir. Şimdi sırasıyla bunları ve sermaye piyasasının etkilendiği unsurları açıklamaya çalışalım.

I- FAİZ ORANLARININ HİSSE SENEDİ PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ

Daha önce de belirttiğimiz gibi işletmeler uzun vadeli fon ihtiyaçlarını hisse senedi ihracı, tahvil ihracı ve orta veya uzun vadeli krediler gibi başlıca üç kaynaktan sağlamaktadır.

Tasarruf sahiplerinin finansal yatırım alanlarından biri olarak hisse senedi piyasası, bankaların iştirak portföylerinde bulunan hisse senetlerinin zaman zaman satışa çıkarılmasıyla başlamış daha sonraları, 1960'lı yıllardan sonra sayıları çoğalmaya başlayan ve 1971'li yılların başında yurt dışındaki işçilerle halka açılan anonim şirketler ortaklarına tatmin edici temettüyü bu dönemde vermişlerdir. 1973 ve 1974 yıllarında hisse senedi piyasası altın yıllarını yaşamıştır. 1975 ve 1976 yıllarında tahvil ihracına ağırlık veren şirketlerin bu tercihlerinden dolayı tahviller lehine bir değişme olmuştur. 1970'de 132 Milyon TL olan hisse senedi ihracı 1980'de 21,9 Milyar TL'ye 1988'de ise 365,5 Milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirketlerin menkul kıymet ihracı yoluyla sağladıkları fonların içinde 1970 yılında hisse senetlerinin payı % 25 iken 1980'de % 53'ye çıkmış 1988'de ise % 63'e çıkmıştır.

Başlangıçta çeşitli nedenlerden dolayı hisse senetlerinin miktarı hakkında sağlıklı bilginin edinilmediğini ifade etmiştik. Gerçekten, hisse senetlerinin gelişimi ile ilgili olarak bir aracı finansman kuruluşunun verilerininin (MEBAN, özellikle 1975 yılından sonrakiler) daha değişik

biçimde olduğu çelişkisi dikkati çekmektedir. Bu verilere göre 1975 yılından itibaren hisse senetleri ihraç tutarı bir önceki yıla göre düşme eğilimi göstermekte ve toplam menkul kıymet ihracı içerisindeki payı da bazı yıllar önemsenmeyecek derecede küçülmektedir. Her ne şekilde olursa olsun gerçek şudur ki; 1975 yılından sonra hisse senedi ikincil piyasası, özellikle 1978-1984 dönemleri arasında oldukça durgun geçmiş, bazı önemsiz kıpırdanmalar haricinde canlılığını tamamen yitirmiştir.

Herşeyden önce gelişmiş bir hisse senedi piyasasının ülkemizde mevcut olmadığı bilinmektedir. Özellikle, şirketlerin halka açılma oranlarının çok düşük olması, kârlı hisse senetlerinin genellikle sirküle edilme-yip diğerlerinin de piyasada alıcı bulamayışı ile likidite sorununun ortaya çıkması, daha önemlisi de Türkiye'de hisse senetlerine yatırım yapan tasarruf sahiplerinin herşeyden önce temettü oranlarına bakmış olmalarıdır. Kısaca, 1970'li yıllarda şirketlerin bir kısım hisse senetlerini halka sattıktan sonra yanlış temettü politikası uygulamaları, daha sonraki yıllarda başlayan işçi ve halk şirketlerinin yönetim ve finansman sorunlarının altında ezilerek kâr dağıtacak duruma gelememeleri, nihayet vergi kanunlarında hisse senetlerine yatırıma olumsuz yönde etkileyen çeşitli hükümler (73), hisse senetlerini sermaye piyasasında bir finansman aracı olmaktan çıkarmıştır.

1975 yılında yatırımların tahvillere yönelmesini sağlayan en önemli unsur, 1974 yılında hisse senetlerinin getirilerinin umulanın altında kalması olmuştur. Tablo (7) ve (8) de elli şirketin ortalama temettü dağıtım oranları, temettülerin nominal ve reel verimlilikleri görülmektedir.

(73) Teoride tartışılan ekonomik çift vergilendirme denilen olay sonucu, aynı gelirin önce kurumlar vergisine tabi olduktan sonra, hisse senedi sahibine geçince bu kez de gelir vergisine tabi olması suretiyle ikinci kez vergilendirilmesi ortaya çıkmıştır.

1973 petrol şokundan sonra tüm gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye'de döviz darboğazı, ithalat zorlukları, finansman güçlükleri ve yüksek düzeyli enflasyonun yol açtığı ekonomik durgunluk sonucu, şirketler büyük sıkıntılara düşerken tatminkar sonuçlar elde edememişlerdir. Böylece azalan kârlar temettü oranlarına yansımış, temettü oranları 1975-1980 döneminde sürekli artmasına rağmen enflasyonu geçmeyi başaramamıştır, 1977 yılından sonra negatif reel verimler sağlayarak, enflasyonun gerisinde kalmışlardır. Hemen hiçbir şirket, kâr paylarını, kârı yükselmiş olsa bile enflasyon oranında artırmamıştır. Ülkedeki ekonomik ve politik istikrarsızlık ve bekleyişlerdeki olumsuzluklar nedeniyle hisse senedi piyasası giderek gerilemiştir. Ülkemizde hisse senedi piyasasını engelleyen diğer bir gelişme de, özellikle 1979-1981 yılları arasında, bankerlerin piyasaya her an paraya çevrilebilir belgeler sunması ve kısa vadeli yüksek faizli mevduat ve tahvil uygulamasına geçilmiş olmasıdır. Bunun yanısıra Türkiye'de hisse senedine aracılık eden her kuruluş, büyük bir hisse senedi envanteri tutmak zorunda kalmışlardır.

Bu yöntem finansal külfetler getirmiş ve aracı kurumların rizikosunu artırıcı rol oynamıştır. Hisse senedi gelirlerinin gerek kurumlarda, gerekse dağıtıldıktan sonra hisse senedi sahibi gerçek kişiler elinde, mevduat ve tahvile göre daha fazla vergilendirilmiş olması da hisse senedi piyasasındaki durgunluğun önemli nedenlerinden biridir(74). Diğer taraftan vadeli, vadesiz tahvil satışları, yatırım fonları gibi çeşitli yöntemlerle, yatırımcılara çok cazibeli imkanların yaratılması da önemli etken olmuştur.

(74) Kemal KURDAŞ, "Hisse Senedi Kesiminin Cilesi", BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Mayıs 1982, S.5, s.7-11.

Görüldüğü gibi hisse senedi piyasasını engelleyen birçok etmenler bulunmaktadır. Bu etmenlerin arasında yukarıda ifade edildiği gibi sermaye piyasasında geçerli diğer yatırım aktiflerinin (tahvil, gelir ortaklığı) sağladığı verimin daha yüksek olma etkisi büyük olduğu gibi, sermaye piyasası dışındaki, gayrimenkul, altın, banka mevduatı gibi yüksek enflasyondan korunmayı sağlayacak diğer yatırım alternatiflerinin de etkisinin önemi büyüktür. Türkiye'de hisse senedinin ihracını ve gelişimini engelleyen etkileri şu başlıklar altında toplamak mümkündür(75).

- a. Finans kurumlarının bizzat şirket kurması veya şirkete ortak olması.
- b. Holdinglerin banka sahibi olmaya başlaması.
- c. Enflasyon.
- d. Sanayide monopolist durum.
- e. Kamu finansman sistemi.
- f. Halkın hisse senedine karşı davranışı.

Tüm bu nedenlere rağmen, şirketlerin 1980 yılı faaliyetleri ve bunun sonucunda açıklanan tatminkar temettü oranları sonucu hisse senedi piyasasında, Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmiş olması ile temettü oranları ile ilgili tasarruf sahiplerini koruyucu hükümler nedeniyle 1981 yılında bir canlanma izlenmiştir. Vergi kanununda yapılan değişiklik sonucu temettülerin vergi stopajı olmadan net olarak dağıtılması, hisse senedi piyasası açısından beklentileri olumlu yönde etkilemiş bulunmaktadır.

Aslında, hisse senedi özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde mevduat ve tahvile göre sahibini daha iyi koruyan bir menkul kıymettir. Çünkü enflasyonla beraber şirketin varlıkları da değer kazanmaktadır. Hisse

(75) SAĞLAM, s.59.

(TABLO : 6)

1970 - 1987 YILLARI ARASINDA ÖZEL SEKTÖR HİSSE SENEDİ VE TAHVİL İHRAÇLARI

(Milyon TL)

Yıllar	Hisse Senedi İhraçları	Bir Önceki Yıla Göre Değişim (%)	Tahvil İhraçları	Bir Önceki Yıla Göre Değişim (%)	Toplam İhraç (His.Sen.+ Tahvil)
1970	132,0	120,0	382,0	111,6	514,0
1971	85,0	- 36,6	136,5	- 64,8	220,5
1972	180,0	111,7	275,5	101,8	455,0
1973	1.542,0	757,0	648,8	135,5	2.191,4
1974	1.830,0	18,6	622,0	- 4,1	2.452,0
1975	912,0	- 50,0	1.430,3	129,9	2.342,3
1976	1.603,0	75,7	1.726,0	20,7	3.329,0
1977	1.886,0	17,6	1.581,8	- 8,4	3.467,0
1978	3.770,0	100,0	2.198,7	39,0	5.971,7
1979	7.116,0	88,6	4.866,0	121,3	11.982,0
1980	21.915,0	207,9	18.010,9	270,1	39.925,9
1981	25.307,0	15,4	15.980,8	- 11,3	41.287,8
1982	34.900,0	37,9	13.746,0	- 13,9	48.646,0
1983	63.800,0	82,8	11.800,0	- 14,0	75.600,0
1984	96.400,0	51,1	36.200,0	206,8	132.600,0
1985	101.900,0	5,7	110.900,0	206,4	212.800,0
1986	187.200,0	83,7	317.500,0	186,3	504.700,0
1987	364.478,0	94,7	210.860,0	- 34,4	575.338,0

KAYNAK : T.C.Merkez Bankası Çeşitli Yıllık Raporları.

T.O.B.B. Çeşitli İktisadi Raporları.

senedi sahibinin payına isabet eden değer de böylelikle artmaktadır. Bu nedenle alınan temettü ne kadar düşük olursa olsun, yine de reel bir değer ifade etmektedir. Ancak tasarruf sahipleri çeşitli nedenlerle, sahiplik duygusundan çok temettü alıcısı hissine kapılma ortamına itilmektedirler.

(TABLO : 7)

TEMETTÜ DAĞITIM ORANLARI
(1975-1980)

(% Net)	Ş i r k e t S a y ı s ı					
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Hiç temettü dağıtılmamış	9	5	3	4	4	5
1 - 9,99	2	1	4	2	2	1
10 - 19,99	22	20	10	7	5	3
20 - 29,99	11	19	23	17	10	5
30 - 39,99	4	2	3	8	13	3
40 - 49,99	1	1	4	5	7	6
50 -	1	2	3	7	9	27
TOPLAM	50	50	50	50	50	50

(TABLO : 8)

SERMAYE PİYASASINDA HİSSELERİ EN ÇOK SİRKÜLE EDEN 50
Ş İRKETİN DAĞITTIKLARI NET ORTALAMA TEMETTÜ

Yıllar	Net Ortalama Temettü %	Değişim	Enflasyon Oranı %	Reel Verimlilik
1975	17,48	-	10,0	6,7
1976	21,39	22,37	15,6	5,0
1977	26,59	24,31	24,1	2,0
1978	32,83	23,47	52,6	12,9
1979	38,33	16,75	63,9	15,6
1980	6,69	74,00	107,2	-19,5

KAYNAK : MEBAN, "Sermaye Piyasası Pratik Bilgiler Konferansı", Kasım 1981, s.31.

II- FAİZ ORANLARININ TAHVİL PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ

1970 yılından bu yana miktar, faiz(76) ve vade bakımından Merkez Bankasınca düzenlenmekte olan özel sektör tahvil ihraçları giderek büyük rakamlara ulaşmıştır. Ancak, fiyatlarda ve yatırım hacminde yıldan yıla kaydedilen yüksek oranlı artışlarla birlikte değerlendirildiğinde, tahvil yoluyla finanslamanın, uzun vadeli fon kaynakları içinde banka kredilerinin bir alternatifi olarak henüz önemli bir yere sahip olmadığı görülmektedir.

Tahvil ihraç esas ve şartlarının Merkez Bankasınca tesbit edildiği 1970 - 1975 yılları arasında 202 şirket 3.348 milyon TL'lık, 1976 - 1981 yılları arasında ise Merkez Bankasının yazılı iznine bağlı olarak 699 şirket toplam 44.364 milyon TL'lık tahvil ihraç etmiştir.

Tablo (6)'dan da görüldüğü gibi, 1970 - 1981 yılları arasında 914 tahvil çıkarılmış ve yıllık ihraç tutarı, Türkiye'de ihraç yoluyla finans kaynağı temininin ilk kez uygulandığı 1967 yılında 5 milyon TL iken, 1981 yılında 16 Milyar TL , 1982 yılında ise 14 Milyar TL olarak gerçekleşmiştir. İncelenen dönemin son iki yılında yani, 1986'da 317,5 Milyar TL, 1987'de ise 210,9 Milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tahvil hacmi ilk kez 1975 yılında önemli sıçrama göstermiştir. Bu artış özel tahvil ihracı koşullarının Merkez Bankası'nca bunlara rekabet gücü kazandırılması amacıyla yeniden düzenlenmesiyle meydana gelmiştir(77). Bu yılda şirket tercihlerinin hisse senedi yerine tahviller lehine değişmesine neden olan en önemli unsur, tahvil giderlerinin masraf kabul edilerek vergiden düşülmesi, ayrıca yatırım indirimi uygulamasında, tahvil borçlarının özsermaye kalemleri arasında kabul edilmesi sonucu işletmeler açısından, tahvillerin gerçek maliyetinin görünür maliyetinin çok altında kalmasıdır.

(76) TCMB'nin Kasım 1988'de 1 yıl vadeli mevduat faizini serbest bırakmasıyla tahvil faizleri de serbest bırakılmış oldu. Bu tarihe kadar SPK'nu gereği faiz oranının taban ve tavanını TCMB tesbit ediyordu.

(77) Bkz: RG.T.04.12.1974, No.15085.

(TABLO : 9)

ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRACINDA YILLARA GÖRE ARTIŞ ORANI,
FAİZ ORANI VE ENFLASYON ORANI

Yıllar	Tahvil İhracı Milyon TL.	Artış Oranı %	Faiz Oranı %	Enflasyon Oranı %
1970	382,0	111,6	15	6,7
1971	136,5	- 64,2	15	15,9
1972	275,5	101,8	15	18,0
1973	648,8	135,4	15	20,5
1974	622,0	- 4,3	18	29,9
1975	1.430,3	130,0	18	10,1
1976	1.726,0	20,6	18	15,6
1977	1.581,8	- 8,3	18	24,1
1978	2.198,7	43,0	21	52,6
1979	4.866,0	121,3	25	63,9
1980	18.010,9	270,1	28 / 32	107,2
1981	15.980,8	- 11,2	45	36,8
1982	13.746,0	- 13,9	45	25,2
1983	11.800,0	- 14,0	40 60	32,2
1984	36.200,0	206,8	36 54	59,1
1985	110.900,0	206,4	44,8 67,2	51,2
1986	317.500,0	186,3	41,6 67,6	41,5
1987	210.860,0	- 34,4	34,4 55,9	47,2

KAYNAK : Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Mayıs 1983, S.5, s.55.
İktisadi Rapor 1983, 1984, 1985, 1986, 1987, TOBB Yayınları.
Ticaret Bakanlığı Toptan Eşya Fiyatları Endeksi.
TCMB Yıllık Rapor 1981, 1982, 1983, 1984, 1985, 1986, 1987, 1988.

1980 yılına ait tahvil faiz oranı 3 yıl vadeli için % 28, 5 yıl vadeli olanlar için % 32 olarak uygulanmıştır. 1983 yılından sonraki çift faiz oranları özel sektör tahvillerine uygulanabilecek maksimum ve minimum faiz oranlarını göstermektedir.

1971, 1974 ve 1977 yıllarında tahvil ihracındaki düşmenin başlıca nedeni ise, vergisiz Devlet tahvilleri faiz oranları ve vadeli banka mevduat faiz oranlarında o yıllarda yapılan yükseltmelerdir. 1978-1980 döneminde artık hisse senedi satmayan bankerler çeşitli alternatifli diğer araçları daha cazibeli kılmışlardır. Bunlardan, aylık gelirli tahvil, vadeli satış, her an paraya çevrilebilir tahvil ve yatırım fonları gibi çeşitli yöntemlerle tasarruf sahipleri için çok daha cazibeli imkanlar yaratmışlardır. Böylece şirket tahvil ihraçları 1978'de % 43, 1979'da % 121, 1980'de ise % 270 oranında artmıştır.

Temmuz 1980'de mevduat faizlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte tasarruf sahiplerinin de tercihleri değişmiş ve daha yüksek faiz alabilecekleri tasarruf mevduatlarına yönelmişlerdir. Böylece özel sektör tahvil ihracında düşme başlamış ve 1981'de % -11, 1982'de % -14, 1983'de % -14 olarak gerçekleşmiştir. 19 Aralık 1983'de enflasyonla mücadele amacıyla uygulamaya konulan tedbirler nedeniyle faiz oranları biraz daha aşağıya çekilmiş (Tablo :3) böylece yatırımcıların tercihleri de yeniden tahvile kaymış ve tahvil ihracı 1984 yılında % 207, 1985'de % 206, 1986'da % 186 oranında artmıştır. Temmuz 1987'de 1 yıl vadeli mevduata uygulanan faiz oranının serbest bırakılmasıyla birlikte bankalar faiz yarışına girmiş ve bu defada tahvilden tasarruf mevduatına doğru bir akım başlamıştır. 1987'de tahvil ihracı bir önceki yıla göre % -34 oranında azalmıştır. Dikkat edilirse, tahvil ihraçları gerek banka, gerekse devlet ve özel sektör faiz oranlarındaki gelişmelere önemli ölçüde bağlı olarak artmış veya azalmıştır. Örneğin, 1979 ve 1980 yıllarında faiz oranlarında yapılan 4 ve 3 puanlık artışlar tahvil ihracını sırasıyla % 121 ve % 270 oranında artırmıştır.

III- FAİZ ORANLARININ GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ

Türkiye'de son yıllarda çıkarılan ve piyasada tutulan menkul kıymetlerin başında Gelir Ortaklığı Senetleri gelmektedir. Bunlarda faiz oranları önceden tesbit edilmemekte fakat Boğaz Köprüsü, Karakaya Barajı gibi tesislerin gelirinin tesbit edilen bir yüzdesi paylaştırılmaktadır. İlk piyasaya çıkarıldığı yıl olan 1984'de 10 Milyar TL'lik satılan gelir ortaklığı senetleri kâr payı olarak 12,6 Milyar TL (% 126) dağıtması üzerine takip eden yıl talep % 1300 artarak 140 Milyar TL'ye ulaşmıştır. 1985 yılına ait kâr payı ise 87,6 Milyar TL (% 58,4) olmuştur. 1986 yılında gelir ortaklığı senedi ihracı 220 Milyar TL'ye, 1987'de ise 660 Milyar TL'ye ulaşmıştır. Ayrıca 56 Milyon U.S.Dollar ve 104 Milyon D.Mark değerinde döviz endeksli gelir ortaklığı senedi ihraç edilmiştir.

Gelir ortaklığı senetleri yüksek oranlı gelir temin etmesi nedeniyle tasarruf sahiplerinin ilgisini çekmiştir. Ayrıca, faiz adı altında olmayan bir gelir temin etmesi, dini inançları nedeniyle parasını, para ve sermaye piyasasına yöneltmeyen tasarruf sahiplerine yeni bir alternatif sunmuştur. Sadece TL üzerinden satılan gelir ortaklığı senetleri 4 yılda % 6500 oranında artmıştır.

(TABLO : 10)

GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ İHRACI

YILLAR	MİLYAR TL	MİLYON \$	MİLYON DM	ARTIŞ %	GELİR PAYI %	ENFLAS. %	FAİZ OR. %
1984	10,0	-	-	-	-	59,1	45,0
1985	140,0	-	-	1300	126,0	51,2	55,0
1986	220,0	-	-	57	58,4	41,5	50,0
1987	660,0	56	104	200	-	47,2	50,0

DM : Batı Alman Markı

S : Amerikan Doları

KAYNAK : T.C.Merkez Bankası Çeşitli Yıllık Raporları.

T.C.Başbakanlık Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Bülteni, 1987, s.77.

IV- FAİZ ORANLARININ DIĞER MENKUL KIYMETLER PİYASASININ GELİŞİMİNE ETKİSİ

Diğer tür menkul kıymetlerin arasında Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoları, Menkul Kıymetler Yatırım Katılma Belgeleri ve Kâr ve Zarar ortaklığı belgesi türlerini sayabiliriz. Şimdi sırasıyla bunları inceleyelim.

1. Banka Bonosu ve Banka Garantili Bonolar : Bu tür bonoların kalkınma ve yatırım bankalarının sermaye piyasasından kaynak sağlamak amacıyla çıkarabilecekleri, nitelikleri ile halka arz yoluyla satışına dair esasların SPK'ca belirleneceği 15 Mart 1986 tarih ve 19048 sayılı Resmi Gazetede SPK'nın Seri III, No: 3 tebliği ile karara bağlanmıştı.

Banka bonoları, bankanın borçlu sıfatıyla düzenlediği emre muharrer senetlerden, kurulca verilen izin çerçevesinde halka satılanlardır.

Banka garantili bonolar ise, bankalardan kredi kullanan ortakların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatı ile düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisi altında ve kurulca verilmiş izin çerçevesinde, halka arz yoluyla satılanlardır.

Her iki tür bononun da faizi bankalarca 1 yıl vadeli mevduata uygulanan faiz oranlarının (1,1) katsayı ile çarpımı sonucu bulunacak oranı geçmemek üzere, satış anında geçerli yıllık faiz oranı ile iskonto edilmiş fiyat üzerinden satılır. Vade bitimine 360 günden fazla kalan bonolar (1,2) katı ile çarpılarak azami faiz oranı tesbit edilir.

1986 yılında 60,3 Milyar TL, 1987'de 76,2 Milyar TL, 1988'de 238 Milyar TL'lik banka bonosu ihraç edilmiştir. Banka garantili bonolar ise, 1987'de 55,8 Milyar TL, 1988'de 271 Milyar TL tutarında ihraç edilmiştir.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi bu bonoların banka garantili olması ve faiz oranlarınının % 10 - 20 üzerinde faiz tesbit edilmesi nedeniyle banka bonolarına olan talep 2 yılda % 294,7, Banka garantili bonolara olan talep ise 1 yılda % 385,7 oranında artmıştır.

2. Menkul Kıymetler Yatırım Katılma Belgesi : Bu tür belgelerde belli bir oranda gelir garantisi verilmemesi nedeniyle piyasada pek tutulmamıştır. Yatırımcı belli bir süre sonra alacağı geliri bilmek istemekte ve belirsizlikten kaçınmaktadır. Bu tür menkul kıymetlerin tutulup tutulmayacağı önümüzdeki yıllarda belli olacaktır. Ancak, 1987'de 45 Milyar TL'lik ihraç edilen belge tutarı 1988'de % 17,8'lik bir artışla 53 Milyar TL'ye ulaşmıştır.

3. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri : Ortaklıklar, kâr ve zarara ortak olmak üzere, sahalarına giren tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansmanları karşılamak için yurtiçinde ve yurtdışında satılmak üzere "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi" adı altında menkul kıymetler ihraç edebileceklerini ve arz yoluyla halka satabileceklerini SPK 13 Aralık 1984 tarih ve 18604 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri III, No: 2 tebliği ile karara bağlamıştı.

(TABLO : 11)

MUHTELİF MENKUL KIYMET İHRAÇLARI

(Milyon TL)

YILLAR	Kâr ve Zarar Ortaklığı	Banka Bonosu	Banka Garantili Bonolar	Men.Kıy.Yat. Kat.Bel.
1985	500	-	-	-
1986	900	60.300	-	-
1987	800	76.200	55.800	45.000
1988	200	238.300	271.000	53.000

KAYNAK : T.C. Merkez Bankası Çeşitli Yıllık Raporları.

Tasarruf sahipleri hakkında hiçbirsey bilmedikleri işletmelerin zararına ortak olmak fikrini benimsemedikleri tablodan da görülmektedir. Bu belgelerin satışı oldukça düşük düzeylerde seyretmektedir.

Tüm bunlardan sonra şu sonuca ulaşmamız mümkündür: Sermaye piyasasının 1980'li yılların başında geçirdiği sarıntılara baktığımızda bile, bu piyasada gerçekleştirilen tahvile yatırımların çeşitli faiz oranlarının bir fonksiyonu olarak karşımıza çıktığını görüyoruz. Tabii burada, faiz oranlarının ilk yükseldiği yıldan sonraki yıllarda tahvil ihraçlarının zaman zaman düşmesinde diğer bir etken de enflasyon oranı olmaktadır. Dolayısıyla tasarruf sahibi yatırımcıların, yatırımları üzerindeki diğer etmenleri pek dikkate almadıkları sonucuna ulaşmaktayız. Nitekim, tasarruf sahibinin son yıllardaki yatırımı esnasında dikkate almadığı bu etmenler nedeniyle, yüksek faizin cazibesi karşısında bilinçsiz gerçekleştirdikleri yatırımlar, hem kendi mağduriyetlerine hem de en önemlisi, sermaye piyasasının önemli bir darbe yemesine neden olmuş ve Türkiye ekonomisi içinde yara açmıştır.

Yatırımcı tasarruf sahiplerininin dikkat etmedikleri bir diğer önemli husus da nominal faiz oranlarını yatırımlarının net ve reel getirisi olarak görme psikozudur. Yani enflasyon nedeniyle zamanla ortaya çıkacak olan para erezyonunu pek dikkate almamaktadırlar. Ayrıca yatırım alternatifleri üzerinde seçim yapma imkanı aramamaktalar veya bazı önemli hususlara dikkat etmemektedirler. Türkiye sermaye piyasasının gelişmesini sadece faiz oranlarında yapılan değişiklikler etkilememekte, bunun yanında bazı parasal ve ekonomik göstergelerin de, bu piyasadaki yatırımlar üzerinde önemli bir etken olarak rol oynadığı görülmektedir.

S O N U Ç

Bilindiği gibi sermaye piyasası, küçük veya büyük tasarrufların finansal varlıklar aracılığıyla, sanayi ve tarım kesimine kanalize edilmesi imkanını sağlayan çok önemli soyut bir mekanizmadır. Bu mekanizma içinde; işletmeler, finansal aracı kurumlar, bankalar, Devlet ve yatırımcılar rol oynarlar. İşlerlik kazanmış bir sermaye piyasası, ekonomik kalkınmada ihtiyaç duyulan finansman kaynağının yaratılmasında büyük görev üstlenir.

Sermaye piyasalarının en belirgin özelliği, atıl ve ülke ekonomisine önemli bir katkısı olmayan irili ufaklı tüm tasarrufların değerlendirilmesine imkan sağlarken, işletmelerin verimliliklerini arttırmalarına katkıda bulunmak, dolayısıyla ulusal ekonomide yaratılacak kaynağın (fonların) oluşmasına yardımcı olmaktadır.

Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmemişliği, makro düzeyde ulusal kaynağın yaratılmasına, mikro düzeyde ise, işletmelerin uzun vadeli fon ihtiyaçlarının karşılanmasına önemli bir engel teşkil etmektedir. İşletmeler uzun vadeli fon ihtiyaçlarını, kısa ve orta vadeli fon piyasası olan banka sistemi içinde giderebilmeyi aramakta, burdan sağladıkları kısa ve orta vadeli fonları bir takım oyunlarla uzun vadede kullanma zorun-

luluğu ile karşılaşmaktadırlar. Bir yandan artan kredi talebine karşı, diğer yandan daralan bir fon pazarının yaratılmış olması, kişisel tasarrufların artırılması ve finans sistemine çekilmesi önemini bir kat daha arttırmaktadır.

Uluslararası tasarrufların yaratılabilmesi ve bunların finans sistemine çekilebilmesi, en başta milli gelirdeki artış olmak üzere diğer bir takım unsurların gerçekleşmesine bağlıdır. Bu unsurların mevcudiyeti kabul edildiğinde, izlenecek tutarlı para - kredi politikaları amaca ulaşmayı nisbeten sağlayabilecektir.

Para politikasının tasarruflara ilişkin en önemli aracı faizdir. Faiz oranları düzeyinin Türkiye'de tasarrufların harekete geçirilmesinde önemli bir etken olduğu çalışmamızda zaman zaman vurgulanmıştır. Bugün, bunun önemi daha iyi ortaya çıkmış ve anlaşılabilir bulduğundan, 1980'li yıllarda izlenen faiz politikalarında da köklü değişikliklere gidilmiştir. Uzun yıllar enflasyon oranının altında tesbit edilmiş olan faiz oranları, sermaye piyasasındaki ekonomik işlevini bir türlü yerine getirememiştir.

1980 yılı Temmuz ayında ilk defa faiz oranları piyasa koşullarında oluşmak üzere serbest bırakılmıştır. Serbestliğin kısmen uygulandığı bu dönemde adına "piyasa bankeri" denen ve bir anda çığ gibi büyüyen kişi veya kuruluşlar, sermaye piyasasının yasal boşluğundan da faydalananarak, gerçekte bu piyasayla uzaktan yakından ilgisi olmayan işlemlere mevduat toplamaya başlamışlardır. Yüksek enflasyonun baskısı altında, ekonomik gücü son derece yetersiz kalan tasarruf sahiplerinin de bu kişi veya kuruluşların yüksek faiz vadelerine kapılarak, aylık ek gelirler elde etme umuduyla bu furyaya katılmaları sonucu sermaye piyasasında "bankerlik olayı" denen dramatik olay yaşanmıştır. Diğer yandan, banker-

lik kuruluşlarıyla faiz yarışına giren birkısım bankalar da kendisini aynı akıbetten kurtaramamışlar, yönetimlerine devletçe el konmuştur.

、 Faiz oranlarının finans kesiminde gerekli yasal ve mali tedbirleri almaksızın serbest bırakılması, yatırımların riskini artırmış ve sermaye piyasasında güven unsurunun ortadan kalkmasına neden olmuştur.

‘ Kamu otoritelerince serbest bırakılan faiz oranları karşısında bankerlerce birden bire yüksek düzeylerde (aylık % 11 - 12) uygulanan faiz oranları, tasarrufların önemli ölçüde banka sisteminden banker kesimine kayması sonucunu doğurmuştur. Mevduat açığına düşen bankalar, bir yandan kasalarındaki mevduatı tutmaya çalışırken diğer yandan da yüksek faiz baskısından kurtulmaya çalışmışlardır. Bu nedenle, büyük bankalar, kendi aralarında toplanarak "centilmenlik anlaşmaları" ile faiz oranlarına tavan uygulamışlardır.

、 Faiz oranlarındaki serbestlik bir yandan mevduat faizini yükseltirken, diğer yandan da kredi faizlerini yükseltmiştir. Enflasyonun yüksek oluşu, sanayi kuruluşlarının bankalardan aldıkları kredilerin maliyetlerindeki büyük artışlar, tahvil piyasasını olağanüstü boyutlarda canlandırırken, hisse senedi piyasası durgun hatta ölü bir görünüm içindeydi. Uygulanan faizin net olduğunun da bankerlerce açıklanması, tahvilleri banka mevduatı karşısında ciddi bir rakip olma niteliğine kavuşturmuştu.

、 Sermaye piyasasında faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla, bir kısım bankerlik kuruluşları özel sektör tahvillerini yüksek faizle pazarlarken, diğer bir kısım bankerler ise, hukukumuzda yeri olmayan bir biçimde vadeli çeklerle, bazen bonolarla mevduat toplamaya başlamışlardır. Teoride banker kuruluşlarının faaliyet alanı olarak hisse senedi ve tahvil alım - satımı, yani uzun vadeli fonların pazarlandığı sermaye piya-

sası araçlarının alım - satımı kabul edilirken çek, bono gibi Türk Ticaret Kanununda kıymetli evrak olarak tanımlanan senetler ve para piyasasının aracı olan mevduat sertifikaları, bankerlerce sermaye piyasasının araçlarıymış gibi satılmıştır.

\ Sermaye piyasasının sonuçta, en önemli unsurlarından biri olan güven unsurunu yitirmesinde bankaların da payı bulunmaktadır. Bankaların uzun yıllar tasarruf sahiplerine oldukça düşük faiz ödentisinde bulunmuş olmaları, bankerlerce uygulanan yüksek faizin cazibesinin olduğundan fazla artması nedenlerinden birini teşkil etmiştir.

\ Diğer önemli bir neden ise, sermaye piyasasının uzun yıllar yasal bir çerçeveye oturtulmamış olmasıdır. Bu konuda 1960'lı yıllarda başlatılan çalışmalar aradan 20 yıl gibi uzun bir süre geçtikten sonra nihayet gerçekleştirilebilmiştir.

\ Sermaye piyasasının bir yasa ile düzenlenmesi çalışmalarına 1962 yılında başlanmış ve bununla ilgili olarak ilk kez sınaî mülkiyetin yaygınlaştırılması, kuramı ile sermaye piyasası arasındaki ilişkileri ele alan bir model niteliğindeki "Sermaye Piyasası Etüdü" hazırlanmıştır. 1962 yılında yapılan bu çalışmadan sonra 1964'de, 1967'de sürdürülen çalışmalar tasarıdan öte gitmemiş 1970 - 1981 tarihleri arasında ise bu çalışmalar tamamen durmuş ve nihayet 1981 yılının Temmuz ayında Milli Güvenlik Konseyi "Sermaye Piyasası Kanunu"nu kabul etmiştir.

\ Böylelikle, 30.07.1981'de kabul edilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 01.02.1982 tarihinden itibaren tüm maddeleriyle yürürlüğe girerken, Türkiye Sermaye Piyasası mekanizmasında özellikle "tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarlarının korunması" şeklinde beliren boşluk, bu şekilde doldurulmuş oldu.

1 1980 - 1982 arası, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini yüksek faizler karşılığı toplayan bankerlerin kaçınılmaz iflaslarının, var olan yasaya rağmen Türk Sermaye Piyasasını büyük ölçüde baltaladığı bir gerçektir. Tasarruf sahipleri bu nedenle ve yapacağı yatırım sonucu alacağı kâr payının azalması nedenleri ile, tahvil ve hisse senedi satın almamaktadır. 19 Aralık 1983 tarihinde yürürlüğe konulan mevduata yüksek oranlı faiz uygulaması karşısında, tasarruf sahipleri birikimlerini daha güvenli olduğunu varsaydıkları banka sisteminde mevduat olarak saklamaya veya Gelir Ortaklığı Senetleri almaya (özellikle faizin haram olduğu inancına bağlı olan kişiler) yöneltmişlerdir.

Türkiye Sermaye Piyasası'nın iki temel yatırım aracı hisse senedi ve tahvildir. Bunların dışında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, piyasanın gelişmesini sağlamak amacıyla menkul kıymet çeşitlemesine giderek, Katılma İntifa Senetleri, Kar ve Zarar Ortaklığı belgeleri gibi bir takım menkul kıymetleri sermaye piyasasına kazandırmış bulunmaktadır. Hisse senedi ve tahvil dışındaki bu menkul kıymetlerin piyasada tutulup tutulmayacağı zamanla ortaya çıkacaktır. Ancak şu anda görülen odur ki; özellikle gelir ortaklığı senetleri piyasada tutulmuştur. 1984'de 10 Milyar TL'lik gelir ortaklığı senedi satılmasına rağmen bu rakam 1987 yılında 660 Milyar TL'ye çıkmıştır. Bunun dışında ayrıca 56 Milyon U.S.Dolar ve 104 Milyon D.Mark'lık Döviz Endeksli Gelir Ortaklığı Senedi satılmıştır. Ancak belirtmek gerekirse, tasarruf sahiplerinin hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıkları bu menkul kıymetlerin tanıtılması ve benimsetilmesi, sermaye piyasasının yeniden işlerliğe kavuşturulması ile beraber uzun zaman alacaktır.

Sermaye piyasasının iki temel menkul kıymeti olarak ifade ettiğimiz hisse senedi ve tahvil piyasalarının gelişimi konusunda detaylı in-

celemeyi çalışmamız içinde yapmış, hisse senedi piyasasının (gerek birincil piyasa gerekse ikincil piyasa) uzun yıllar oldukça durgun geçtiğini belirterek bunun nedenlerini ifade etmiştik. İşletmeler açısından değerlendirecek olursak Türk Sermaye Piyasasında geçerliliği olan ve bu nedenle piyasaya daha fazla miktarda sürülen menkul kıymet tahvil olmuştur. Çünkü;

1. İşletmeler yönünden, tahvil çıkarımının çeşitli avantajları vardır. Bu avantajları; sürekli enflasyonun sağladığı çıkarlar, sermaye/kâr ilişkisindeki firma çıkarları ve tahvillerin ülke düzeyinde dağılışı ve yayılışının yararları olmak üzere özetlenebilir.

2. Kapalı aile şirketi şeklinde örgütlenen girişimciler, işletmenin yeni hisseler çıkarması ile yeni kişilerin katılımını kabullenmemektedir.

3. Tasarruf sahipleri herhangi bir işletmeye ortak olmaktansa, o işletmeye borç vererek karşılığında tahvil almayı, güven ve çıkarı açısından daha faydalı bulmaktadırlar.

Bu sosyal faktörler nedeni ile Türk Sermaye Piyasası'nda tahvil sirkülasyonunun daha kuvvetli olduğu ileri sürülebilir. Kısaca; bugün Türkiye'de işletmeler finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek için, daha kârlı olduğundan çoğunlukla kendi kaynaklarına ağırlık vermek istemekte, fakat ikincil hisse senedi piyasasının gelişmemesi nedeniyle, ihraç ettikleri hisse senetleri (çok kârlı bir kaç işletme hariç) sirkülasyona uğrayamamaktadır. Özel sektör tarafından ihraç edilen tahvillerin ise, sermaye piyasasında gerçek bir katalizör görevi yaptığı ve küçük tasarrufları kendisine çekerek piyasayı bir bakıma gerçek anlamda canlandırabildiği söylenebilir. Nitekim tahvillere, aracı kuruluşlarca yüksek faiz verilen 1980 yılı ile 1981 yılının birinci yarısında, sermaye piyasasında gözle görülür bir canlanma olmuş, yani küçük ve dağınık tasar-

rufklar bu piyasaya çekilerek, sermaye piyasasının fon toplama açısından görevini yerine getirebildiği görülmüştür.

Ekonomik büyüklüklerin değişmesi karşısında belli üretimin ve belli yatırımların artık sınırlı fonlarla gerçekleştirilmesi mümkün olmamaktadır. Büyük fonların temini ise, sermaye piyasasının varlığına bağlıdır. Tüm bunların bilinmesine rağmen, sermaye piyasası bugüne kadar arzulanan yönde geliştirilememiş, hatta biraz önce belirttiğimiz olaylar nedeniyle olumsuz yönde etkilenmiştir.

Bilindiği gibi sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi, birincil piyasada arz edilen araçların hacmi, ikincil piyasada görülen işlemlerin hacmi, finansal kuruluşların faaliyet düzeyleri ve çeşitleri, ihraç edilen araçların çeşitlilikleri ve tüm bunlar için gerekli rekabet koşullarının varlığı ile ölçülür. Türkiye'de sermaye piyasasının bu kıstasların herhangi biri açısından gelişmiş olduğu söylenemez. Sermaye piyasasının temel gelişme koşulu sermayeye gerçek verimini verebilmek ve böylelikle tasarrufları özendirmek olmakla beraber, toplanan fonların verimli alanlarda kullanıma sağlanarak işe yaratılmış olması da önem arz etmektedir. Yani aracı kurumlarda toplanan fonların yatırımlara kanalize edilerek sermaye piyasasıyla ilgili "ortam"ın süreklilik kazandırılması gerekir. Sermaye piyasası ile ilgili ortamın süreklilik kazanmasında şüphesiz yatırımcıların değer yargılarının ve hatta psikolojik tutumlarının önemli payı bulunmaktadır.

Sermaye piyasasında psikolojik ortamın yaratılmamış olması, tasarrufların bu piyasaya kaymalarını daima engellemiş, dolayısıyla bu piyasanın gelişmesine de imkan tanımamıştır.

Bir ekonomide sermaye piyasasının gelişmesi için varolması gereken psikolojik ortamın yanısıra şu koşulların da sağlanmış olması gerekir:

1. Fert başına milli gelir ve tasarruf eğiliminin yükselerek, iç tasarruflarda bir artış sağlanması,
2. Özel ve Kamu girişimcilerinin uzun vadeli fon ihtiyacının artmış olması,
3. Sermaye piyasasında çok sayıda yatırım projesinin bulunması,
4. Sermaye arz ve talebinin karşılaşmasını sağlayan kurum, vasıta ve mahallerin düzenlenmiş bulunması,
5. Menkul kıymetleri alınan ve satılan işletmelerin faaliyetlerine ilişkin parasal ve teknik bilgileri kapsayan mali raporların sürekli piyasada bulunmaları ve tasarruf sahiplerini yatırımlara yönelten kararların alınmasında en önemli rolü oynayan bu raporların doğruluğunu sağlayan tarafsız, profesyonel ve yetkili bir örgütün kurulmasıdır.

Bu koşullar, gelişmiş sermaye piyasalarında var olan koşullardır. Bunların, Türkiye Sermaye Piyasası açısından madde madde tekrar gözden geçirdiğimizde 2. madde dışında hemen hiç birinin gerçekleştirilememiş olduğu ortaya çıkmaktadır.

Türkiye'de aracı kuruluş olarak önemli bir yeri olması gereken, gerçek anlamda borsaların bulunmayışı, hisse senedi ve tahvil piyasaları için önemli bir boşluk yaratmaktadır. Menkul kıymet ve kambiyo borsası Türkiye'de sadece İstanbul'da (İMKB) vardır. Gerçekçi bir borsanın oluşturularak yurdun sadece bir şehrinde değil, belirli merkezlerinde açılması gerekmektedir. Yatırım Ortaklıkları'nın ve Yatırım Fonları'nın gelişmemiş olması, Anonim şirketlerin gerçek anlamda halka açık şirketler olmayışı, yatırım danışmanlığı kurumunun yetersizliği, Türkiye Sermaye piyasasının gelişmeme nedenlerinin temel sebeplerini teşkil etmektedir.

Türkiye Sermaye Piyasası'nın gelişmeme nedenlerinden bir diğeri de tasarruflar açısından dır. Gelişmiş sermaye piyasalarında birinci elde biriken tasarrufların çoğunluğunu kurumsal tasarruflar teşkil etmektedir. Türkiye'de kurumsal tasarrufları toplayan kuruluşların gelişmemişliği ve sınırlı fon kullanım serbestliklerinden ötürü, sermaye piyasasına akması kişisel tasarruflara oranla yeterli bir düzey teşkil etmemektedir. Bu kuruluşlara fon kullanım serbestliği ile sermaye piyasasına katkısının sağlanması şarttır.

Diğer yandan sınırlı tasarruf araçlarının bulunması da sermaye piyasasına fon aktarımını olumsuz etkilemektedir. Tasarruf araçlarının çeşitlendirilmesinin, mali tasarrufların payını artırması yanında, genel tasarruf düzeyini de olumlu yönde etkilemesi beklenebilir. Öte yandan, tasarruf araçlarının çeşitlendirilmesi, tasarruf pazarında tasarrufçunun pazarlık gücünü de artırmaya katkı sağlayacaktır.

Son olarak diyebiliriz ki; mali bünyeye sahip, riski dağıtabilen uzman finansal aracı kuruluşların varlığı sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunacaktır. Tasarruf sahipleri bu kurumların ilgili kurulca (SPK) denetlendiğini bilir, tasarruflarının güvence altına gireceğini anlarsa, banka alışkanlığından vazgeçebilir ve tasarrufunu sermaye piyasasına yönlendirebilir.

Y A R A R L A N I L A N K A Y N A K L A R

- ABAÇ Selçuk : "Para Teorisinde Faiz Oranları Ve Türkiye'deki Uygulama", İstanbul, 1980.
- AKGÜÇ Öztin : "Finansal Yönetim", İstanbul, 1976.
- AKGÜÇ Öztin : "Gelişmekte Olan Ülkelerde Yatırım Kriterleri", Ankara Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara, 1972.
- AKGÜÇ Öztin : "Sermaye Piyasasının Finansman Kurumları", ODTÜ, TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASININ SORUNLARI SEMİNERİ, Ankara, 1975.
- ALKİN Erdoğan : "Türkiye'de Enflasyonun Nedenleri Üzerine Kısa Bir Anımsatma", PARA, BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Eylül 1983, S.3.
- AYDIN Davut : "Finansal Borçlar Açısından Finans Piyasaları Üzerine Bir Araştırma", E.İ.T.İ.A., Eskişehir, 1980.
- BALASSA Bela : "Türkiye'nin Büyüme Politikası ve Döviz Kuru", TÜRK EKONOMİSİNİN DIŞA AÇILMASINDA KAMBIYO POLİTİKASI KONFERANSI, MEBAN, İstanbul, 20 - 21 Temmuz 1979.
- : "Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi", Ocak 1983, S.1.
- : "Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi", Mayıs 1983, S.5.

- BÜKER Semih : "Yatırım Bankaları", E.İ.T.İ.A.DERGİSİ, Haziran 1978, S.8.
- ÇAKICI Latif : "Türkiye'nin Ekonomik Gelişmesinin Süratlendirilmesi İçin Sermaye Piyasası ve Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar", ULUSLARARASI SERMAYE PİYASASI VE BANKALAR SEMİNERİ, Çeşme, 24 - 25 Ekim 1983.
- ÇALIKA Mehmet Gün : "Türkiye'de Para ve Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLÂNLAMASI DERGİSİ, Mart 1981, S.9.
- ÇİMENOĞLU Orhan : "Kuveyt ve Türkiye ile İlişkiler", YENİ İŞ DÜNYASI DERGİSİ, Mart 1982, S.29.
- DEMİRKAN Uçar : "Sermaye Piyasaları ve Türkiye'de ki Uygulamaları", Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Ya. No: 1981/229, Ankara, 1981.
- DEVLET PLÂNLAMA TEŞKİLATI: "I, II, III, IV, V. Beş Yıllık Kalkınma Plânları".
- ERGİN Feridun : "Para ve Faiz Teorileri", İstanbul, 1983.
- ERGİN Feridun : "Para Politikası", İst.Ün.İkt.Fak.Ya.No:436, İstanbul, 1979.
- ERGİN Feridun : "Sermaye Piyasası Kanunu ve Türkiye'nin İktisadi Koşulları", SERMAYE PİYASASI KANUNUNUN GETİRDİĞİ EKONOMİK ETKİNLİKLER VE KURUMSAL YENİLİKLER SEMİNERİ, İstanbul, 1981.
- ERTUNA İ.Özer : "Türkiye'de Faiz Politikası", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLÂNLAMASI DERGİSİ, Mart 1979, S.1.
- ERTUNA Özcan : "Finans Kesimi ve Makro Ekonomik Modeller", II. ULUSAL İŞLETMECİLİK KONGRESİ, Ankara, İ.T.İ.A. MİYO - İYE, 1980.
- ERTUNA Özcan : "Finansal Kurumlar", 9 Eylül Ün.İ.İ.B.F.Ya.No: 3, İzmir, 1982.

- TUNABOYLU Osman : "Fransa'da Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları", MALİYE DERGİSİ, 1977, s.26.
- ULUSOY Yılmaz : "1983'de Nasıl Bir Sermaye Piyasası", RAPOR GAZETESİ, 31 Aralık 1982.
- UZGÖREN İsmail : "Sermaye Piyasası ile Ekonomik Kalkınma Arasındaki İlişki", ADANA İ.T.İ.A.DERGİSİ, Mart 1975, s.4.
- VURAL Güven : "Yatırım Ortaklıkları", Ankara İ.T.İ.A.Ya.No: 120, Ankara, 1978.
- YILMAZ Cengiz : "Sermaye Piyasasında Faiz Oranları Farklılığına Etki Eden Faktörler ve Risk Faktörü", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLÂNLAMASI DERGİSİ, Haziran 1982, s.14.
- YÜKSEL Ali Sait : "Para Bulma ve Yatırım", İstanbul, 1982.

K A N U N L A R

<u>T a r i h</u>	<u>:</u>	<u>Kanun No</u>	<u>:</u>	<u>K a n u n</u>	<u>A d ı</u>	<u>:</u>
26 Ocak 1970	:	1211	:	T.Ç. Merkez Bankası Kanunu.		
16 Eylül 1981	:	2520	:	Ödünç Para Verme İşlemleri Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun.		
30 Temmuz 1981	:	2499	:	Sermaye Piyasası Kanunu.		
06 Ekim 1983	:	91 (KHK)	:	Menkul Kıymetler Borsası Hakkında Kanun Hükmünde Kararname		

R E S M İ G A Z E T E

04 Aralık 1974	-	15085	Sayı	15085	Resmi Gazete.
26 Mayıs 1976	-	15596	"	"	"
12 Nisan 1980	-	16953	"	"	"
23 Temmuz 1980	-	17056	"	"	"
03 Temmuz 1981	-	17389	"	"	"
16 Eylül 1981	-	17460	"	"	"
13 Kasım 1983	-	18220	"	"	"
25 Aralık 1983	-	18262	"	"	"
30 Temmuz 1985	-	18822	"	"	"
18 Aralık 1985	-	18962	"	"	"
15 Mart 1986	-	19048	"	"	"