

18961-6

**TÜRKİYE'DE ULUSAL TASARRUFUN
YÖNLENDİRİLMESİNDE MENKUL
KIYMETLER PİYASASININ
ROLÜ**

Zeynep TÜRK
(Yüksek Lisans Tezi)
Eskişehir-1997

T.C.
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE'DE ULUSAL TASARRUFUN
YÖNLENDİRİLMESİNDE MENKUL
KIYMETLER PİYASASININ
ROLÜ**

ZEYNEP TÜRK
(Yüksek Lisans Tezi)

Danışman: Yrd. Doç. Dr. EROL KUTLU

ESKİŞEHİR-1997

Anadolu Üniversitesi
Merkez Kütüphane

ÖZET

İnsanlığın daha yüksek bir yaşam düzeyini elde etme çabasında net yatırımların sürekliliği ve tasarruflar büyük önem taşır.

Türkiye’de kamu tasarrufları yetersiz, gönüllü tasarruflarda istenilen düzeye çıkarılamamıştır. Özellikle 1980 sonrasında, tasarrufların artırılması ve daha etkin değerlendirilebilmesi için bir dizi mali sektör reformu başlatılmış ve bir finansal serbestleşme sürecine girilmiştir. Tüm yeniliklerin mali sistemi en çok ilgilendiren ve etkileyen yönü, sistemde ilk defa döviz ve sermaye hareketlerine serbestleşme sağlanması olmuştur.

Ancak Türkiye’de süre gelen ekonomik ve siyasi istikrarsızlık, ulusal tasarrufu olumsuz yönde etkilemektedir. Bireysel tasarruflar, enflasyona karşı değerini koruyabilmek ve reel getiri sağlayabilmek için; arsa, konut, altın, döviz v.b. servet şeklinde talebin yükselmesine ve ekonomiye yararı olmayan tasarruf şekline dönüşmesine sebep olmaktadır. Ulusal tasarrufun, ekonomiye yararlı araçlara kaydırılması, yatırımların ivme kazanması ve ekonomik gelişmenin sağlanması açısından önemlidir.

Bu çalışmada; Türkiye’de mali piyasalarda en büyük payı kamu kesiminin aldığı görülmektedir. Bu eğilim zaman içinde hiç azalmamıştır. Kamu kesiminin borçlanma gereği arttıkça bu durum devam etmektedir. Hazine bonusu ve devlet tahvili ihracı ile mali kesime hakim olmakta ve oluşan fonların büyük bir kısmını toplamaktadır. Tasarrufların, diğer yatırım enstürümanlarına yönelmesinde en büyük rolü, tahvil piyasasında oluşan faiz oranları belirlemektedir.

ABSTRACT

For the effort of obtaining high level of living standard prolonged net investment and saving are basic requirements.

In Türkiye the public savings are not enough and volunteer saving have not been raised to the desired level. Especially after 1980 in order to for increase the savings and to evaluate them effectively, a series of financial sectoral reforms have been started. The most effective and interesting aspect of the financial system have been providing the free exchange and capital movements in system.

Political and economical instability in Turkey has affected the national saving negatively. Protecting its own value in return for inflation and providing real revenue, individual savings have increased the demand for vacant lot, houses, gold and foreign exchange, so this kind of saving doesn't useful for the economy. Directing the national saving to useful tools is important to accelerate the investment and to provide economic development.

In this study, it has been seen that public sector receives the big part in financial markets. This situation has been lasting because of the necessity of debts of public sector. It dominates in the financial sector by state bonds and treasury bills and collects the most of the funds. Directing the savings to other investment instruments is determined mostly by interest rates which is determined in bond market.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
Tablolar.....	X
Çizimler.....	XI
Kısaltmalar.....	XII
Giriş.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSAL TASARRUF KAVRAMI

1. Tasarrufun Tanımı ve Kapsamı.....	3
1.1. Tanımı.....	3
1.2. Ulusal Tasarruf Kavramı.....	4
1.3. Tasarruf Çeşitleri.....	5
1.3.1. İç Tasarruflar.....	5
1.3.1.1. Özel Tasarruflar(Hane Halkları ve Girişimciler).....	5
1.3.1.1.1. Gönüllü Tasarruflar.....	5
1.3.1.1.2. Zorunlu Tasarruflar.....	6
1.3.1.2. Kamu Tasarrufu(Devlet).....	7
1.3.2. Dış Tasarruflar.....	8
1.4. Ulusal Tasarruf Hacmini Belirleyen Faktörler ve Sermaye Birikimi.....	8
1.4.1. Gönüllü Tasarrufları Belirleyen Faktörler.....	10
1.4.1.1. Gelir Düzeyi.....	10
1.4.1.2. Ekonomik İstikrar.....	10
1.4.1.3. Faiz Oranları.....	10
1.4.1.4. Sosyal ve Siyasal İstikrar.....	12
1.4.2. Zorunlu Tasarrufları Belirleyen Faktörler.....	12
1.4.2.1. Enflasyon.....	13
1.4.2.2. Vergiler.....	14
1.4.2.3. Sosyal Sigortalar Kurumu.....	15
1.4.2.4. Oto - Finansman.....	15

1.5. Tasarruf Yapmanın Nedenleri.....	16
1.5.1. Muadelet Güdüsü(İşlem Güdüsü).....	17
1.5.2. İhtiyat Güdüsü.....	18
1.5.3. Spekülasyon Güdüsü.....	19
1.6. Az Gelişmiş Ülkelerde Ulusal Tasarrufu Arttırma Zorunluluğu ve Önemi.....	21
2. Tasarruf - Milli gelir ve Tasarruf - Yatırım Arasındaki İlişki.....	24
2.1. Tasarruf ile Milli Gelir Arasındaki İlişki ve Tasarruf Fonksiyonu.....	24
2.1.1. Marjinal Tüketim Eğiliminin Değişmesi.....	29
2.1.2. Uzun Dönemde Tüketim Davranışı.....	30
2.2. Tasarruf - Yatırım Arasındaki İlişki.....	32
2.2.1. Mali Yatırımlar ve Plasman.....	32
2.2.2. Reel Yatırımlar.....	33
2.2.3. Gayri Safi ve Safi Yatırımlar.....	33
2.2.4. Otonom Yatırımlar - Uyarılmış Yatırımlar.....	33

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLER PİYASASI

1. Menkul Kıymetler Piyasasının Kapsamı.....	38
1.1. Tanımı.....	38
1.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Tarihçesi.....	39
1.3. Borsa Üyeleri.....	41
2. Ekonomik ve Siyasi Gelişmelerin Borsa Üzerindeki Etkileri.....	43
2.1. Borsanın Mevsimlerle Olan İlişkisi.....	44
2.2. Uluslararası Menkul Kıymetler Borsaları.....	45
2.3. Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri.....	47
2.4. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Globalleşme.....	49
3. Menkul Kıymetler.....	50

	<u>Sayfa No</u>
3.1. Hisse Senetleri.....	51
3.2. Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonosu.....	53
3.3. Kar ve Zarar Ortaklığı Senetleri.....	54
3.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet.....	54
3.5. Gelir Ortaklığı Senetleri.....	54
3.6. Yatırım Fonu Katılma Belgesi.....	55
3.7. Özel Sektör Tahvilleri.....	56
3.8. Finansman Bonosu.....	56
4. Menkul Kıymetlerin Özellikleri.....	56
5. Menkul Kıymetler Piyasasının Yararları.....	57
5.1. Yatırımcılar Açısından.....	57
5.2. Hazine Açısından.....	57
5.3. Diğer İhraççı Kurumlar Açısından.....	58
5.4. Banka ve Aracı Kurumlar Açısından.....	58
6. Menkul Kıymetler Borsasının Ekonomik İşlevleri.....	58
6.1. Devamlı ve Likit Bir Pazar Oluşturması.....	58
6.2. Adil Bir Fiyat Oluşumunun Sağlanması.....	59
6.3. Mülkiyetin Yaygınlaştırılmasına Yardımcı Olmak.....	60
6.4. Ekonomiye Kaynak Sağlama.....	60
6.5. Güvence Ortamı Sağlamak.....	60
6.6. Ekonominin Barometresi Olma.....	61
6.7. Enflasyonu Düşürücü Etkisi.....	61
6.8. Toplumsal Uzlaşmayı Sağlama.....	61
7. Türk Hisse Senedi Yatırımcısı.....	62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMETLER PİYASASI

VE

ULUSAL TASARRUFUN DEĞERLENDİRİLMESİ

1. Türkiye'de Tasarrufların Gelişimi(1986-1996).....	64
2. Toplam Tasarrufun Gelişimini Belirleyen Faktörler.....	66
2.1. Reel Ücretlerin Gelişimi.....	67
2.2. Nüfus Artışı.....	68
2.3. Enflasyon.....	68
2.4. Sosyo - Ekonomik Veriler.....	70
3. Toplam Tasarrufu Yönlendiren Yatırım Enstrümanları.....	70
3.1. Faiz Oranı.....	71
3.2. Döviz Kuru.....	73
3.3. Menkul Kıymetler.....	74
3.3.1. Devlet İç Borçlanma Senetleri.....	74
3.3.2. Menkul Kıymetler Borsası.....	76
3.3.3. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet(VDMK).....	78
3.4. Altın.....	78
3.5. Gayrimenkul.....	81
3.5.1. Menkul Kıymet Yatırımı ile Gayrimenkul Yatırımının Karşılaştırılması.....	82
3.5.2. Verimlilik açısından.....	82
3.5.3. Enflasyon Açısından.....	83
4. Türkiye'de Ulusal Tasarrufu Yönlendiren Yatırım Enstrümanlarının Analizi.....	84
4.1. Toplam Mevduat.....	84
4.2. İç Borçlanma Senetleri.....	86
4.3. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.....	87
5. Yatırım Enstrümanlarının 1986-1996 Yıllarında Net Getirileri.....	88

	Sayfa No
6. Toplam Mali Varlıklar.....	89
SONUÇ.....	93
YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	97

TABLÖLAR

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1- Milli Gelir-Tasarruf İlişkisi.....	25
Tablo 2- 1986- 1996 Yılları Arasında İMKB'nin Aracı Kurum Sayısı, İşlem Hacmi ve Şirket Sayısı.....	42
Tablo 3- 1991-1995 Dönemi Türkiye'nin Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri.....	49
Tablo 4- Türkiye'de 1986-1996 Yılları Arasındaki Toplam Tasarrufun GSMH İçindeki Payı.....	65
Tablo 5- Reel Maaş ve Ücret Endeksleri.....	67
Tablo 6- Türkiye'de Enflasyon.....	69
Tablo7- 1986-1996 Yıllarında Türkiye'de Faiz Oranları.....	72
Tablo8- Döviz Kurları.....	73
Tablo 9- Menkul Kıymet İhraçlarının Dağılımı.....	75
Tablo 10- 1986-1996 Yılları Hisse Senedi Halka Arzı.....	77
Tablo 11- İstanbul Altın Borsası İşlem Hacmi.....	81
Tablo 12- Mevduat Hesapları Toplamı.....	84
Tablo13- Devlet İç Borçlanma Senetleri.....	86
Tablo 14- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İşlem Hacmi.....	88
Tablo 15- Yatırım Enstürümanlarının 1986-1996 Yıllarındaki Net Getirileri (%) Olarak.....	89
Tablo 16- Mali Varlıklar Toplam İçinde Yüzde Payı.....	90

ÇİZİMLER

	<u>Sayfa No</u>
Çizim 1- Kısa Dönem Tasarruf Arz ve Talebi.....	12
Çizim 2- Uzun Dönem Tasarruf Arz ve Talebi.....	12
Çizim 3- İşlem Güdüsü ile Para Talebi(1).....	18
Çizim 4- İşlem Güdüsü ile Para Talebi(2).....	18
Çizim 5- Spekülasyon Güdüsüyle Para Talebi.....	20
Çizim 6- Doğrusal Tüketim ve Tasarruf Fonksiyonu.....	28
Çizim 7- Marjinal Tüketim Eğiliminin Değişmesi.....	30
Çizim 8- Uzun Dönem Tüketim Fonksiyonu.....	31
Çizim 9- Otonom Yatırımlar.....	34
Çizim 10- Uyarılmış Yatırımlar.....	34
Çizim 11- Tasarruf-Yatırım İlişkisi(1).....	35
Çizim 12- Tasarruf-Yatırım İlişkisi(2).....	35
Çizim 13- Toplam Mali Varlıklar.....	91

KISALTMALAR

KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
BBB	: Borsa Bankerliği Belgesi
GOS	: Gelir Ortaklığı Senetleri
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
ÖST	: Özel Sektör Tahvilleri
HS	: Hisse Senedi
DT	: Devlet Tahvili
HB	: Hazine Bonosu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
İAB	: İstanbul Altın Borsası
DTH	: Döviz Tevdiat Hesapları
İAV	: İktisadi araştırma Vakfı

GİRİŞ

Çağımızda, gelişmiş veya az gelişmiş bütün ekonomilerde tasarrufları arttırmak konusu halen en önemli iktisadi sorunlardan birisidir. Gelişmeyi sağlayacak yatırımlara sağlam kaynaklar bulabilmek veya enflasyonla mücadele edebilmek için bütün devletler bu konuda düzenlemeler yapmakta, özellikle gönüllü tasarrufları teşvik edecek yeni yöntemler geliştirmektedir.

İktisadi gelişme üzerinde etkili olan önemli bir faktör sermaye birikimidir. Az gelişmiş ülkelerin sorunlarının odak noktasını oluşturan sermaye ile iktisadi gelişme arasında fonksiyonel bir ilişki vardır. Bu nedenle, az gelişmiş ülkelerde hem sermaye birikimi ve hem de varolan sermayenin en iyi biçimde kullanılması büyük önem taşır.

Az gelişmiş ülkelerde zorunlu tasarruf önemli olmaktadır. Çünkü bu ülkelerde gönüllü tasarrufların seviyesi genellikle yatırım hacminin altında olmaktadır. Bu açığın ise zorunlu tasarruflarla kapatılması gerekmektedir. Ancak zorunlu tasarrufları artırıcı tedbirler ekonomide toplam tasarrufları ve tasarruf eğilimini de olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Ekonomide zorunlu tasarruflardan ziyade, gönüllü tasarrufların daha öncelikli, önemli ve etkin olacağını ifade edebiliriz.

Türkiye’de tasarrufların artırılması ve ekonomide daha etkin kullanılması ile ilgili 1980 sonrasında alınan bir dizi mali sektör reformları ile birlikte girilen finansal serbestleşme süreci sonucunda, tasarruf yapılacak enstürümanların sayısı artmıştır. Banka mevduatında toplanan tasarruflar değişik yatırım enstürümanlarına kaymaya başlamıştır. Örneğin, 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın faaliyete geçmesi ile hisse senetlerine, 1994 Ekonomik Krizden sonra, devlet iç borçlanma senetleri halka satışı ve overnight faiz uygulamaları tasarruflara yeni bir yön kazanmıştır.

Bu çerçeveden hareketle çalışmanın ana konusu; **“Türkiye’de Ulusal Tasarrufun Yönlendirilmesinde Menkul Kıymetler Piyasasının Rolü”** dür. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde; ulusal tasarruf kavramı, tasarruf çeşitleri, ulusal tasarrufu belirleyen faktörler, sermaye birikimi ve az gelişmiş ülkelerde ulusal tasarrufu arttırma zorunluluğu ve önemi üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde; menkul kıymetler piyasasının kapsamı, menkul kıymet çeşitleri, menkul kıymet piyasasının yararları ve menkul kıymetler borsasının ekonomik işlevleri açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde; 1986-1996 yıllarında Türkiye’ de tasarrufların gelişimi, toplam tasarrufu etkileyen faktörler, toplam tasarrufu yönlendiren yatırım enstürümanları ve bu enstürümanların analizi detaylı bir şekilde açıklanmıştır, ayrıca net getirileri hesaplanarak tablo yardımı ile açıklanmıştır. Son olarak da Türkiye’de 1986-1996 yılları arasında mali varlıkların yüzde değişimleri grafik ile ifade edilmiştir.

Sonuç bölümünde ise; 1986-1996 yıllarında menkul kıymetlerin piyasasının tasarrufları hangi yönde etkilediği açıklanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSAL TASARRUF KAVRAMI

1. Tasarrufun Tanımı ve Kapsamı

1.1. Tanımı

Tüketimden vazgeçme olarak ya da tüketimden sonsuza kadar vazgeçilemeyeceği için, tüketimin ertelenmesi olarak tanımlıyoruz. Tüketimin ertelenmesinin, başka bir deyişle ihtiyaç duyduğumuz malların satın alım işlemini zamansal olarak ileriye kaydırmanın, tasarruf açısından bir anlamı olabilmesi için, tüketime gitmeyen gelirin ya da satın alma gücünün tasarruf araçlarından (banka mevduatı, hisse senedi, tahvil vs.) birine ya da birkaç çeşidine yatırılması gereklidir.¹

Bir ulus ya da ekonomik birimin parasal gücü yapılan tasarrufun sonucunda artabilir, fakat bu durum tasarruf hareketinin kendisiyle karşılaştırılmamalıdır. Bu parasal güç ekonomiyeye yeniden gelir elde etmek amacıyla tekrar kanalize ediliyorsa bu, sonuçta gerçek tasarruftur. Yoksa artan bu parasal gücün atıl olarak elde tutulması gerçek anlamda tasarruf değil iddihardır. Çünkü iddihar sonucunda faiz, kar payı gibi gelir beklentisi yoktur. Tasarrufta ise bir gelir elde etme amacı vardır. Bu amaçla da oluşan birikimler çeşitli şekillerde gelir elde etmek için tekrar ekonomik faaliyetlerin emrine verilir. Öte yandan tasarruf gelir gibi sürekli bir harekettir. Bu süreklilik ekonomide yatırıma dönüşerek gelir yaratılmasını ve yeniden tasarruf edilmesini sağlamaktadır.²

Negatif tasarruf ise; tüketiciler bir gelir elde etmeden bile, mutlaka geçimlerini sürdürebilmek ya daha önceki yıllarda yaptıkları tasarrufları ya da "tüketim kredisi" olarak başkalarının yaptıkları tasarrufları tüketim harcamalarında kullanacaklardır. Bunlardan birincisi, geçmiş yılların tasarruflarının, ikincisi ise toplum açısından cari yılın tüketim kredisi kullanan bireyler için ise gelecek yılların tasarruflarının ama esas olarak tasarrufların tüketim amacıyla kullanılması demektir. Sonuç olarak, cari yıldaki

1. Ergül Han, "İktisada Giriş-1", Anadolu Üniversitesi Basımevi, Eskişehir, 1996, s. 112

2. Wallece C. Peterson, "Gelir, İstihdam ve Ekonomik Büyüme", Çev: Sermet Mutlu, İ.T.İ.A. Yayınları, Yayın No: 45, Eskişehir 1976, s.31

bu tüketim harcaması, cari yılın gelirine bağlı olmadığı için tasarruflar üzerinde olumsuz etkide bulunduğu, tasarrufları azalttığı için de “negatif tasarruf” olarak adlandırılır.³

1.2. Ulusal Tasarruf Kavramı

Ulusal tasarruf milli gelirin tüketilmeyen kısmıdır. Yani Milli Gelir olduğu dönemde tüketime gitmeyen kısmı tasarruf yapılmış olur. Bu ifadeyi şöyle formüle ifade edebiliriz;

$$S = \text{Tasarruf}$$

$$Y = \text{Milli Gelir}$$

$C = \text{Tüketim}$, ile gösterilirse $S = Y - C$ eşitliği ile tasarrufu göstermek mümkündür. Oluşan Milli Gelirin önemli bir kısmı tüketim harcamalarına gitmekte, geriye kalan kısımda tasarruf olmaktadır.

Bir ekonomide bireysel tasarrufların toplamından, tüketim amacıyla kullanılan kredileri (“negatif tasarrufları”, başka bir deyişle olumsuz tasarrufları) çıkarırsak, milli tasarruf hacmini buluruz. Bu son büyüklük, net(safi) yatırımların finansmanında kullanılır.

Toplam yurtiçi yatırımlar, gayri safi(brüt) yatırımlar olarak tanımlanır. Bunlar kısmen, üretim sırasında eskijen, yıpranan ve aşınan teçhizatın ikame edilmesi amacıyla yapılırlar (ikame yatırımları, yenileme yatırımları); kısmen de üretim artışlarını üretimde kullanılan reel sermayeyi, sermaye stokunu büyütürler, sermaye birikimini sağlarlar. Yenileme yatırımları tasarruflarla finanse edilmezler; bu tür yatırımlar, malın fiyatı içinde yer alan ve maliyet masraflarının bir unsuru olan amortisman payları ile piyasa tarafından finanse edilir.

Buna göre şu ayırımı yapabiliriz:

Safi(Net) yatırımlar = Yeni yatırımlar ve İkame yatırımları = Amortismanlar toplamı

Gayrisafi(brüt) yatırımları verir.

Özel ve kamu girişim ve kurumların birlikte toplam safi yatırımları, esas olarak milli(toplam) tasarruflarla finanse edilen yurtiçi reel sermaye birikimini verir.⁴

3 Ergül Han, “İktisada Giriş-2”, Anadolu Üniversitesi Basımevi, Eskişehir, 1994, s.104

4 Ergül Han, a.g.e., s.112

1.3 Tasarruf Çeşitleri

1.3.1. İç Tasarruflar

1.3.1.1. Özel Tasarruflar(Hane Halkları ve Girişimciler)

Özel tasarruflar gönüllü tasarruflar ve zorunlu tasarruflar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

1.3.1.1.1. Gönüllü Tasarruflar

Bireyler tasarrufu kendi istekleri doğrultusunda ve iradelerini kullanarak yapabilecekleri gibi bir otoritenin zorlamasıyla kendi istekleri dışında da yapabilirler. Kendi hür iradelerini kullanarak gerçekleştirdikleri tasarruflar; gönüllü tasarrufları belirler ki bu bir ekonomide en önemli tasarruf miktarıdır. Çünkü bu tür tasarrufun büyüklüğü toplumun tasarruf eğilimini belirler ve iktisadi kalkınma sürecinde önemlidir.⁵

İsteğe bağlı tasarruflar, insanların geleceklerini daima emniyete alma eğiliminden doğar. Bugün yapılacak tasarrufla, yarın daha iyi yaşama ve daha fazla gelir temin etme düşüncesi başta gelir. Bu sebeple isteğe bağlı olarak insanların tasarrufta bulunabilmesi için öncelikle asgari geçimlerinin temin edilmiş olması lazımdır. Yani, zaruri ihtiyaçlarından tasarruf ederek onların ileride temin edeceği fazla geliri düşünecektir. Bu nedenle fazla kazancı olmayan insanların, yani fakir sınıfın tasarruf eğiliminin zayıf olduğu söylenebilir.

İsteğe bağlı tasarruf olabilmesi için, diğer bazı ekonomik faktörlerin de varlığı şarttır. Bu unsurların başında paranın istikrarı gelir. Bir ülkede istikrarlı bir para politikası takip edilirse tasarrufun artması mümkün olur. Parayı belirli bir süre için banka gibi mali kurumlara yatıran insanlar, sürenin bitiminde satın alma güçlerinde bir artışın meydana geleceğine inanmalıdırlar. Şayet, para politikasında bir eğilim varsa, tasarruf sahipleri satın alma gücünden birşeyler kaybeden paralarını daha sağlam olan sabit kıymetlere çevireceklerdir. Bu takdirde (gömüleme) iddihar dediğimiz hadise olacak, tasarrufları üretim imkanlarına dönüştürmek mümkün olmayacaktır. Kaldı ki,

5 Ali Sait Yüksel- Gültekin Rodoplu, " Sermaye Piyasası", Filiz Kitabevi, İstanbul 1980, s. 54

olacak, tasarrufları üretim imkanlarına dönüştürmek mümkün olmayacaktır. Kaldı ki, enflasyon ile bazı kimseler kolayca para kazanmanın yolunu bulacaklar ve kazandıklarını sarf edeceklerdir. Bu genel olarak tasarruf hacmini etkileyecek onu daraltacaktır.⁶ Gönüllü tasarrufların büyük oranda menkul kıymetlere yöneltilmesi, ülkedeki sanayi kuruluşlarının finansman ihtiyacının karşılanması açısından önemlidir. Özel tasarrufları oluşturan bir diğer unsur şirket tasarruflarıdır. Bunlar özel ortaklıkların faaliyetlerinden elde ettikleri karlardan, bu karlardan ayırdıkları kanuni ve ihtiyari paylardan, ödedikleri çeşitli primlerden oluşmaktadır. Şirketlerin faaliyet dönemi sonundaki karlarından, kendi istekleri doğrultusunda ayırdıkları paylar gönüllü şirket tasarruflarını meydana getirir. Bu tasarruflar gerektiğinde yeni yatırımların finansmanında, başka şirketlere iştirak ederek iş genişletmelerinde kullanılabilir ya da iş hayatında doğabilecek fırsatları değerlendirecek karları arttırabilmek için bekletilebilir.⁷

1.3.1.1.2. Zorunlu Tasarruflar

Kişilerin kendi iradelerinin dışında oluşan tasarrufları vardır. Bu tür tasarruflara da zorunlu tasarruflar adı verilir. Çalışanların gelirlerinden kesilen sigorta primleri, tasarruf fonu kesintisi, konut edindirme fonu kesintisi gibi unsurlar bireyin iradesi dışında devletin aldığı bir takım kararlarla ortaya çıkan tasarruflardır. Ayrıca devletin uyguladığı ekonomi politikasının enflasyonist olması durumunda da zorunlu tasarruf söz konusu olmaktadır.⁸

Diğer taraftan şirketlerin uymakla yükümlü olduğu yasalar gereği ve diğer çalışma hayatını düzenleyen yasalarla belirlenmiş kurallara göre oluşan tasarruflar da mevcuttur. Bunlarda zorunlu şirket tasarruflarını meydana getirir. Ayrıca şirketlerin hammadde veya yarı mamul alımlarında, yaptıkları ithalatta ödedikleri çeşitli fon ve rusümler de zorunlu şirket tasarrufları içerisinde değerlendirilebilir.⁹

6 Orhan Oğuz, "İktisada Giriş", Marmara Üniversitesi İ.E.F. Döner Sermaye İşletmesi Matbaa Birimi İstanbul, 1992, s.27

7 Ali Özgüven, "İktisat Bilimine Giriş", Filiz Kitabevi, İstanbul, 1991, s.466

8 Arif Nemli, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Vergi Politikası", Güryay Matbaası, İstanbul, 1979, s.34

9 Ali Özgüven, a.g.e., s.466

1.3.1.2. Kamu Tasarrufu(Devlet)

Devletin toplam geliri, girişimcilerden aldığı dolaylı vergilerden (örneğin gümrük vergisi), girişim ve hane halklarının ödedikleri dolaysız vergilerden (örneğin gelir vergisi) ve öbür ödentilerden (örneğin sosyal sigorta ödentileri) oluşur. Devletin ayrıca kamu iktisadi girişimleri aracılığıyla da gelirleri olur.

Devlet gelirlerinin de büyükçe bir kısmı, devletin tüketim (cari) harcamalarında kullanılır. Kamu sektöründe çalışanların maaşları, Sosyal Sigortalar Kurumu memur emeklilerine yapılan ödemeler, sosyal sigorta ve öbür devlet kurumlarıyla ilgili transfer ödemeleri, girişimcilere yapılan mali desteklemeler, yani sübvansiyonlar ve devletin yabancı ülkelere transfer ettiği meblağlar (örneğin tazminat gibi karşılıksız ödemeler), devlet tüketimi içinde yer alır.

Ulusal ekonominin sermaye birikimi devletin ve girişimcilerin net yatırımları ölçüsünde artar. Öte yandan yalnızca gelir ya da değer yaratan harcamalar yatırım olarak kabul edilir.¹⁰ Bu açıklamalar çerçevesinde, az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde ki kamu tasarrufunun yeterli düzeyde olmadığını söyleyebiliriz. Çünkü bu ülkelerde devletin cari harcamalarının hacmi büyük olmakta ve devlet gelirleri zaman zaman yetersiz kalmaktadır bu nedenle de devlet yatırımlarını finanse edebilmek için iç ve dış borçlanma yollarına baş vurabilmektedir.¹¹

Öte yandan, devletin sahip olduğu iktisadi kuruluşların (KİT'ler gibi) elde ettikleri gelirlerden giderlerini çıkardıktan sonra kalan payı kamu tasarrufu olarak da tanımlamak mümkündür.¹² Ayrıca devletin devlet olarak yerine getirmekle yükümlü olduğu hizmetleri sürekli verebilmek için yapmak zorunda olduğu yatırımlar vardır. Yol, baraj, enerji tesisleri, güvenlik ve savunma hizmetleri, eğitim ve sağlık hizmetleri, idari ve diğer hizmetler için binalar, üretim hacminin artması ve devamlı olması için gerekli ve çeşitli yatırımlar yapmak devletin görevlerindedir.¹³

10 Ergül Han, a.g.e. s.15-19

11 Abdurrahman Akdoğan, "Kamu Maliyesi", Gazi Üniversitesi Basımevi, Yayın No: 135, 3. Baskı, Ankara, 1989, s.90

12 Özhan Uluatam, "Kamu Maliyesi", Ankara Üniversitesi S.B.F. Yayınları, Yayın No: 413, Ankara 1978, s.123

13 Sevim Görgün, "Maliye Politikası", Çağlayan Basımevi, İstanbul 1972, s. 149

1.3.2. Dış Tasarruflar

Açık bir ekonomide iç tasarruflar net yatırımlardan fazla ya da az olabilir. Tasarruflar yatırımlardan büyük ise, bu finansman fazlası yabancı ülkelere borç olarak verilir. Ulusal ekonominin bu finansman fazlası yabancı ülkelere olan alacağına büyümesi demektir. Yatırım harcamaları yurtiçi tasarruflardan fazla ise bir tasarruf açığı var demektir. Bu açık dış tasarruflarla karşılanır. Bu tasarruf miktarı, ilgili ekonominin dış ödemeler bilançosunda yer alan “cari denge” büyüklüğüne eşittir.

Cari İşlemler Bilançosu

1- Dış Ticaret Bilançosu

İhracat

İthalat

Dış Ticaret Dengesi

2- Görünmeyen Kalemler (Hizmetler Bilançosu)

Gelirler

Giderler

Görünmeyen Kalemler Dengesi

Cari İşlemler Dengesi(Cari Denge) (1+2)¹⁴

1.4. Ulusal Tasarruf Hacmini Belirleyen Faktörler ve Sermaye Birikimi

Hayat standardının yüksekliği, bir ekonomideki sermaye birikimi tarafından belirlenir. Ekonomide üretim tesislerinin kullanılması, çalışması ve yıpranması sonucunda ortaya çıkan ek sermaye gereği, sermaye birikiminden daha fazla ise, nüfus hiç artmasa dahi, hayat standardının düşmesi kaçınılmazdır. Dolayısıyla, değişmeyen nüfus büyüklüğünde, hayat standardının yükseltilebilmesi için, sermaye birikiminin sermaye aşınmasından daha hızlı arttırılması genel bir koşuldur. Buna göre hızla artan

14 Ergül Han, a.g.e. s-17

nüfus karşısında, toplumun hayat standardının yükseltilmesi için ekonomide gerçekleştirilmesi gereken sermaye birikiminin nedenli önemli olduğu açıktır.¹⁵

İktisatçı için, yatırım daima reel sermaye birikimidir. Yatırım ancak fiziki bir sermaye birikiminin olduğu yerde, tasarruf ise; kişilerin gelirinden daha azını tüketerek kaynaklarını sermaye birikimine terk etmesi ile mümkündür.¹⁶

Bir ülkenin milli geliri ne kadar yüksekse, tasarruf hacmi de o kadar büyük olur. Bu arada milli gelirin örneğin işçiler ile girişimciler arasındaki dağılımı da önem taşır; çünkü genellikle işçiler ortalama olarak daha az, girişimciler ise daha fazla tasarruf ederler.

Tasarruf hacmi, ekonominin büyümesini ve dolayısıyla gelecekteki milli gelirini de belirlediği için, kimi az gelişmiş ülkelerde görülen bir kısır döngüden söz edilir. Az gelişmiş ülkelerde milli gelir düşüktür; dolayısıyla gelirin büyükçe bir kısmı zorunlu olarak tüketime, geriye kalan çok az bir kısmı ise tasarrufa gider; düşük olan tasarruflarla, ister istemez çok düşük yatırım yapılır, bu da sermaye birikiminin çok düşük kalmasına ya da hiç olmamasına yol açar, bunun sonucunda ise hayat standardı ya çok az yükselir ya da hiç yükselmez, yani milli gelir yine düşük kalır. Bu kısır döngünün kırılması için, daha fazla tasarruf, daha az tüketim yapılmalı; dolayısıyla daha önce, tüketim malı üretimine ayrılan kaynaklar, bu kez yatırım malları ayrılarak sermaye birikimi ve milli gelir yükseltilmelidir.

Gelişmiş, zengin ülkelerde ise, işçi kesiminin dahi tasarruf yapma gücü ve yatkınlığı yüksektir. Bu ülkelerde bireysel tasarrufların arttırılmasını özendiren, özel tasarruf güdülerinin de ayrı bir önemi vardır.¹⁷

İktisadi gelişme üzerinde etkili olan önemli bir faktör sermaye birikimidir. Az gelişmiş ülkelerin gelişme sorunlarının odak noktasını oluşturan sermaye ile iktisadi gelişme arasında fonksiyonel bir ilişki vardır. Bu nedenle, az gelişmiş ülkelerde hem sermaye birikimi ve hem de varolan sermayenin en iyi biçimde kullanılması büyük önem taşır.¹⁸

15 Ergül Han, a.g.e., s.111

16 Paul A. Samuelson, "İktisat", Çev: Demir Demirgil, Menteş Kitabevi, İstanbul, 1982, s.213

17 Ergül Han, a.g.e., s.112

18 Ergül Han, a.g.e., s.198

1.4.1. Gönüllü Tasarrufu Belirleyen Faktörler

1.4.1.1. Gelir Düzeyi

Bir gelirden harcamalar yapıldıktan sonra kalan kısım tasarrufu oluşturmaktadır. Gelir düzeyi yükseldikçe tüketimden arta kalan pay da fazlalaşır.¹⁹ İnsanlar belirli olan tüketim alışkanlıklarını kısa dönemde değiştirmezler ve gelirleri artınca o tüketim düzeyi gelirdeki değişme hızıyla aynı şekilde değişemez. Tüketim artışı, belirli bir gelir düzeyinden sonra gelir artışından daha az oranda artar. O halde gelir düzeyinin artması tasarruf hacminin artmasını etkiler.

1.4.1.2. Ekonomik İstikrar

Ekonomik istikrar bir ülkede yaşayanların, ödeme aracı olarak kullandıkları kendi paralarına olan güveni artırır ve tasarrufu destekler. Elinde bulundurduğu ya da bankada mevduat olarak tuttuğu paranın değerinin düşmeyeceğinden emin olan bireyler bu birikimini arttırmayı isteyeceklerdir. Aksi durumda, yani ekonomide belirsizliklerin ve istikrarsızlıkların hakim olduğu dönemlerde bireyler paranın değer kaybetmesi nedeniyle, ellerinde para bulundurmamak istemeyecekler ve bir nevi paradan kaçış olacaktır. Bu durumda tasarruflar tüketime veya başka alanlara yönelecektir böylece daha ileri tarihlerde kullanılması planlanan tasarruflar bu günden harcamaya konu olacaktır. Geciktirilen tüketimin öne alınması tasarrufun azalmasına yol açacaktır.²⁰ Ekonomide istikrarsızlığın göstergesi olan yüksek enflasyon ve bunun süreceği beklentisi, tüketim meylini artıracığından tasarruflar olumsuz yönde etkilenecektir.

1.4.1.3. Faiz Oranları

Faiz oranlarının seviyesi, faiz geliri elde etmek isteyen kişilerin parasal tasarrufları etkili olacaktır. Bu nedenle faiz oranları tasarruf hacminin belirlenmesinde önemli bir faktördür.

19 Erol Zeytinoğlu, "Ekonomik Doktrinler", Der Yayınevi, İstanbul, 1980, s.73

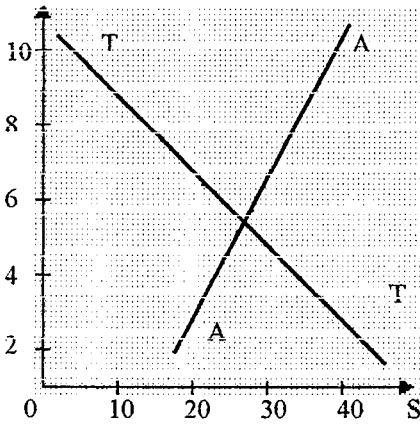
20 Vural Savaş, "Kalkınma Ekonomisi", Beta Basım Dağıtım A.Ş., 4. Baskı, İstanbul, 1986, s. 73

Beklenen getiriye uygun olan bir faiz oranı halkın elinde bulunan tasarrufları bankalara ve tahvillere çekebilir. Ekonomik faaliyetten alı konulmuş önemli miktarda bir paranın tekrar ekonomiye kazandırılmasının sağlar. Tasarruf eden açısından faiz oranı, dönem sonunda elde edilecek getiriye net olarak ortaya koyar. Bu şekilde değerlendirilen tasarrufun getirisi başlangıçta bilinmekte ve ona göre davranılmaktadır. Diğer taraftan, özellikle riske girmeyi istemeyen ve garanti bir gelire kavuşmak isteyen bir çok insan için faiz oranları, tasarrufları etkileyen önemli bir unsur olmaktadır.

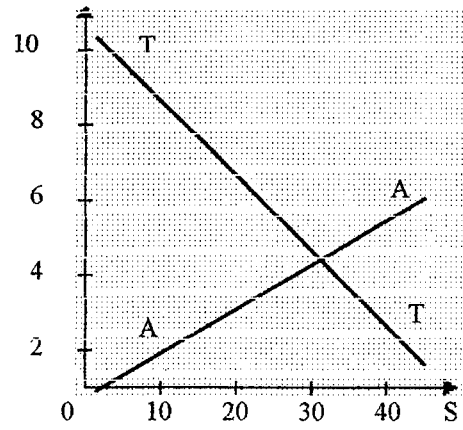
Tasarruf hacmi, $Y = C + S$, yani Gelir = Tüketim + Tasarruf formülünden gidilerek, başka bir ifadeyle gelir düzeyi ve planlanan tüketimden gidilerek arz eğrisi Çizim 1’de görüldüğü gibi kısa dönemde faiz oranından bağımsızdır; eğri oldukça dik bir eğim göstermektedir. Uzun dönemde ise arz eğrisi, daha yatık bir görünümündedir (Çizim 2). Bunun en büyük nedeni, faiz oranına karşı tasarrufların esnek olmasıdır. Faiz oranının yükselmesiyle tasarruf hacmi önemli ölçüde artmaktadır. Öte yandan faiz oranı sıfır olsa bile, bir tasarruf yapılmaktadır. AA eğrisinin yatay eksenin altındaki kısmı, bankaya ödenen masraflar mevduat faizinden daha yüksek; yani sonuçta negatif bir faiz söz konusu olsa bile bir miktar tasarrufun hala banka hesaplarında tutulduğunu göstermektedir. Buradan da tasarruf kavramıyla, sadece tasarruf hesaplarında tutulan tasarrufları anlamadığımız görülmektedir.

Toplam tasarruf arz eğrisinin genel olarak gösterdiği gelişmeye bakarak, faiz oranı ne kadar yüksek olursa, tasarruf yatınlığı da o kadar yüksek olacaktır, diyebiliriz.²¹

21 Ergül Han, a.g.e. s. 296



Çizim 1: Kısa Dönem Tasarruf
Arz ve Talebi



Çizim 2: Uzun Dönem Tasarruf
Arz ve Talebi

1.4.1.4. Sosyal ve Siyasal İstikrar

Siyasi otoriteye olan güven, alınan ekonomik ve sosyal nitelikli kararların sabit gelirli büyük kitlelerin lehine olması o toplumdaki bireylerin tasarruflarını olumlu yönde etkileyebilir. Örneğin ücretsiz bir genel sağlık sigortasının ülke geneline yaygınlaşmasıyla alınan bir karar, özellikle kırsal kesimde bu amaçla altın bulunduran kesimin, bu iddiharını çözümlenerek banka sistemine yönlendirebilir. Gelecek endişesini biraz olsun azaltmış olan bireyler, refahını arttırmak için çeşitli planlar yaparak, bunları gerçekleştirmek amacıyla tasarrufunu arttırabilir.²²

Siyasi istikrarsızlığın olması ve iktidara olan güvensizlik tasarrufları azaltıcı etki yapacak hatta yurt içindeki tasarrufların yurt dışına kaçışına neden olacaktır.

1.4.2. Zorunlu Tasarrufu Belirleyen Faktörler

Gönüllü tasarrufların hacminin ekonomiye belli bir gelişme hızı kazandırmada yetersiz kalması, devletin tasarruflar üzerine izlediği politikanın, zorunlu tasarruflar yönünde ağırlık kazanmasına yoi açar.

²² Kenan Tunçomağ, "Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Sigortalar", Filiz Kitabevi, 3. Baskı, İstanbul 1987, s.12

1.4.2.1. Enflasyon

Paranın satın alma gücünün sürekli olarak düştüğü bir dönemde kişilerin ellerinde mümkün olduğu kadar az para tutacakları ve özellikle para cinsinden tasarruflarda bulunmayacakları açıktır. Çünkü bu şekilde yapacakları tasarruflar her gün reel değerlerinden kaybedeceklerdir. Bu durum karşısında bireyler tasarruflarını para dışındaki arsa, bina, altın servet şekline yatıracaklardır.

Ancak bireylerin çoğunun tasarruf miktarları çok küçük olduğundan, yukarıdaki servet şekillerine yatırım yapmalarına olanak vermez. Bu kişiler tasarruflarını olsa olsa bankaya yatırabilirler. Nihayet kişiler enflasyon karşısında küçük tasarruflarını enflasyona yönelebilirler. Böylece enflasyon dönemlerinde küçük gelir gruplarının tüketim eğilimi arttığından enflasyon daha da şiddetlenir.

Enflasyon döneminde büyük özel tasarrufların ve bazen de kamusal tasarrufların artması mümkündür. Çünkü enflasyon, gelir dağılımındaki eşitsizlikleri giderek artırır. Yüksek gelirli kimselerin tasarruf eğilimleri yüksektir. Böylece enflasyon gelir dağılımını bozucu rol oynadığı sürece ekonomide tasarruflar artabilir. Küçük gelirli kişilerin tüketim eğilimlerinin artması sonucu ortaya çıkacak enflasyonist baskı ise gelirlerinin düşmesi nedeniyle büyük ölçüde etkisini yitirir. Eğer enflasyon, hükümetin bazı yatırımları Merkez Bankası kaynaklarıyla finanse etmesinden kaynaklanıyorsa, bu durumda kamu tasarruflarında da bir artış oluyor demektir.

Enflasyon döneminde arsa, konut, altın, döviz vb. servet şeklinde olan talebin yükselmesi sonucu olarak bu tür servet öğelerinin fiyatları, diğer mal ve hizmetlerin fiyatlarından daha hızlı artar. Dolayısıyla bu tür mallar en kolay değil, aynı zamanda en karlı yatırım şekline dönüştüklerinden, normal olarak verimli alanlara gidebilecek tasarruflarda bu spekülasyon alanlarına yönelebilir. Gerçi bu sırada endüstri yatırımları da karlıdır. Ancak bu karlılık ötekilerin yanında önemsiz kalır. Çünkü, satışlar her seferinde daha yüksek fiyatlarla yapılacaksa da, hammadde fiyatları da her alanda artacağı için karlılık azalacaktır. Enflasyon döneminde eldeki işletme sermayesinin bir mala, bir paraya dönüştürülerek işletilmesi, enflasyondan büyük ölçüde yararlanmayı önleyebilir.

Yukarıdaki nedenlerle, bireysel tasarruflar milli ekonomi için hiç bir yararı olmayan altın, gayri menkul gibi servet şekillerine dönüşür. Öte yandan sürekli fiyat

da yatırım yapılır. Son olarak, bireyler uzun dönemli yatırımlardan kaçınarak kendileri için daha emin kısa vadeli projelere yönelmeyi tercih edebilirler.²³

1.4.2.2. Vergiler

Devletin kendine kaynak yaratmak için baş vurabileceği vergilerin arttırılması (özel iktisadi birimlerce elde edilen gelirin bir kısmının zorunlu olarak devlete vergi olarak ödenmesi) tasarrufların kısılması ya da tüketimden vazgeçme demektir.²⁴

Az gelişmiş ülkelerde vergi yoluyla oluşturulan zorunlu tasarruf önemli olmaktadır. Çünkü bu ülkelerde gönüllü tasarrufların seviyesi genellikle yatırım hacminin altında olmaktadır. Bu açığın ise zorunlu tasarruflarla kapatılması gerekmektedir.²⁵ Vergiler tüm ekonomilerde devletin kontrolü altındadır. Gelir vergisi, kurumlar vergisi, servet vergisi, arsa, arazi ve miras intikal vergileri gibi doğrudan alınan vergiler yanında, tüketilen mal ve hizmetlerin satış fiyatlarının içinde bulunan dolaylı vergiler zorunlu tasarruf hacmini, dolayısıyla devlet gelirlerinin büyük bir oranını oluşturmaktadır.²⁶ Zorunlu tasarrufları arttırmak için yeni vergi konulması veya mevcut vergi oranlarının arttırılması, gerçek de vergi kaçak ve kayıplarına neden olabilmektedir. Ancak toplumun, gelir düzeyi ve gelir dağılımında ki adalet göze alınarak vergi oranlarında geniş kitleler lehine düzenlemeler yapılabilir. Fakat bu durumda da otoritenin karşısına vergi kayıplarının nasıl kapatılacağı ve hangi alternatif politika uygulanacağı sorunu çıkmaktadır.²⁷

Vergi oranlarıyla oynamak iktidarı kaybetme endişesiyle, özellikle arttırma yoluna gitmek hiç bir siyasi iktidarın kolay başvurabileceği yol olmamaktadır. Vergi oranlarının değiştirilmesinden ziyade, mevcut sistemdeki kaçak ve kayıpları önleyici tedbirleri almak devlet ile halk arasındaki ilişkilerin daha ılımlı ve uyumlu olmasını sağlayacaktır dolayısıyla düzenli bir gelir kaynağına kavuşmak ve toplam tasarrufları arttırıcı düzenlemelere gitmek devlet açısından, ekonomik gelişme açısından daha olumlu ve anlamlı sonuçlar verebilir.²⁸

23 A.Ü. Açık Öğretim Fakültesi Yayınları No:12 "İktisadi Analiz-2", Eskişehir 1992, s.339-440

24 Ergül Han, a.g.e., s.55

25 Sevim Görgün, a.g.e., s.185

26 Halil Nadaroğlu, "Kamu Maliyesi Teorisi", Sermet Matbaası. İstanbul 1976, s. 69

27 M. Ögüt Yazman, "Türkiye' nin Ekonomik Mesclesi", Tisa Matbaacılık Sanayi, Ankara 1973, s.162-163

28 Sevim Görgün, a.g.e.,s. 185

1.4.2.3. Sosyal Sigortalar Kurumları

Devlet sosyal sigorta sistemi yoluyla da toplam tasarruf hacmi üzerinde etkili olmaktadır. Ülke genelinde çalışanların zorunlu olarak sigorta kapsamına alınması nedeniyle, çalışanların maaş ve ücretlerinden belli oranlarda sigorta primi adı altında kesinti yapılmaktadır. Primleri toplayan sigorta kurumları ve emekli sandıkları gibi kurumlarda bu primleri, şirketlere ortak olmak, hisse senedi ve tahvil alımında bulunmak gibi devamlı gelir getiren alanlarda kullanılmaktadırlar.²⁹ Burada başlıca amaç, kuruma üye olanların sağlık ve sosyal haklarını kullanmak istemelerinde bunu karşılayacak parasal gücü sağlayabilmek ve finans yapılarını kuvvetlendirmek isteğidir.

Sosyal sigorta primlerinin oranlarını arttırmak tasarruflar üzerine etki eden bir unsurdur. Ancak sosyal huzursuzluklara yol açmamak için çalışanlar arasındaki prim oranlarını düzenlerken çalışanların gelir seviyelerini göz önüne almak gereklidir.

Bundan başka özel sigorta kurumlarının sigortalama yelpazelerini geliştirmelerini çeşitlendirmeleri ile bunları uyguladıkları prim politikaları da toplam tasarrufları etkilemektedir.

1.4.2.4. Oto-Finansman

Şirketler, faaliyet dönemi sonunda elde ettikleri karların belli bir kısmı dağıtmayarak bünyelerinde tutabilirler. Bunda amaç, şirketlerin yeni yatırımlara kendi kaynaklarını kullanarak girişmesini sağlamaktır. Böylece şirket ortaklarına dağıtılmayan kısım onlar adına şirket tarafından tasarruf edilmiş ve yeni yatırımlara yönlendirilmiştir. Diğer taraftan firma, tasarrufları bölünmeden kullanılmış olacak, sermaye yapısını da güçlendirmiş olacaktır. Böylece dağıtılmayan karlar ekonomide tasarruf miktarını arttırıcı yönde etkilenmiş olacaktır.

29 Ali Güzel- Ali Rıza Okur, "Sosyal Güvenlik Hukuku", Beta Basım Dağıtım A.Ş., İstanbul 1988, s.147-163

Şimdiye kadar ki açıklamalarımızdan hareketle şu saptamaları yapmamız mümkündür;

- Öncelikle zorunlu tasarruflar yoluyla elde edilen kaynaklar tasarrufu yapan değil, onu elinde bulunduran otorite tarafından kullanılmaktadır. Devlette bu kaynağı genellikle uzun dönemde nemalaşan yatırımlarda kullanmakta, bu yatırımlardan beklenen olumlu etkiler ekonomiye oldukça gecikmiş ve dolaylı olarak yansımaktadır.

- İkinci olarak, toplumu oluşturan bireylerin tasarruf konusunda çocuk yaşlardan başlayarak eğitilmeleri ve bilinçlendirilmeleri tasarrufların ülke ekonomisi açısından, kalkınma açısından öneminin eğitimle verilmesini özellikle gönüllü tasarrufların arttırılmasına önemli bir etkendir.

- Son olarak da, ekonomide zorunlu tasarruflardan ziyade gönüllü tasarrufların daha öncelikli, önemli ve etkili olacağını ifade edebiliriz. Bu nedenle tasarrufları etkileyici kararlarda öncelikle gönüllü tasarrufları göz önüne almak gerektiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Çünkü gönüllü tasarrufları arttırıcı ve özendirici tedbirler, ekonomide enflasyon gibi sosyal ve çalışma hayatındaki uyumu zedeleyici etki yapıcı nitelikte değildir. Öte yandan zorunlu tasarrufları arttırıcı tedbirler ekonomide toplam tasarrufları ve tasarruf eğilimini de olumsuz yönde etkileyebilir.³⁰

1.5. Tasarruf Yapmanın Nedenleri

Tasarruf ile ilgili en önemli olan, bir toplumda tasarrufun değişik kimseler tarafından değişik sebeplerle yapılmasıdır. İkel köylü için hem tasarruf ve yatırım aynı şeylerdir, hem de tasarruf ve yatırıma sevk eden nedenler aynıdır. Eğer bir yatırım fırsatı olmasaydı, tasarruf etmek aklından geçmeyecekti, tasarruf isteği olsaydı bile tasarruf etmek için bir yol bulamayacaktı.

Modern ekonomilerde safi sermaye birikimi veya yatırım teşebbüsler ve bilhassa şirketler tarafından yapılmaktadır. Bir şirket veya küçük bir teşebbüsün yatırım fırsatları çoksa, sahipleri karlarının büyük bir kısmını kendi işlerine tekrar yatırmak isteyeceklerdir, böylece teşebbüslerin tasarruflarını etkileyen en önemli sebep teşebbüslerin yatırım imkanlarıdır.

30 Aytaç Eker- Kamil Tüğen "Kamu Maliyesine Giriş", Bilgehan Basımevi, İzmir 1987, s.199-202

Bununla beraber tamamen farklı bir grup da tasarrufta bulunur, bu grup kişiler ve ailelerdir. Bir kimse çeşitli sebeplerden dolayı tasarrufta bulunmak isteyebilir, ihtiyarlığını teminat altına almak veya daha yakın bir tarihteki masraflarını karşılamak için (tatil yapmak, bir otomobil satın almak) veya kendisini emniyette hissetmediği kara günleri düşünerek tasarruf edebilir, yahut çocuklarına, torunlarına bir servet bırakmak ister, varisleri olmayan 80 yaşında cimri bir ihtiyar sırf para toplamaktan zevk duyduğu için tasarruf eder, veya servetin verdiği kudreti arzu etmiş olabilir, veyahut tasarruf, kaynağı tasarruf eden tarafından bilinmeyen bir refleks olabilir.

Kısaca karlı gözükken gerçek yatırım fırsatları olmadan da bir kimse tasarruf etmek arzusunu taşıyabilir, bu takdirde mevcut hisse senetleri ve tahviller veya mal satın alabilir, ihtiyaç duyarsa para biriktirebilir veya biriktirmeye çalışabilir.³¹

İngiliz iktisatçısı J.M. Keynes 1936 yılında yazmış olduğu “İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi” adlı eserinde kişileri ellerinde para tutmaya iten sebepleri incelemiştir.

Keynes kişileri ellerinde para tutmaya, diğer bir deyişle tasarrufa sevkeden sebepleri muamelat, ihtiyat ve spekülasyon güdüsü olduğunu söylemiştir.³²

1.5.1. Muamelat Güdüsü (İşlem Güdüsü)

Ev halklarının ve firmaların, günlük işlemlerini sıkıntıya düşmeden yapabilmeleri için, cüzdanlarında, kasalarında ya da bankalarında vadesiz tasarruf mevduatlarında bulundurdıkları para miktarına, işlem güdüsü ile para talebi denir. İşlem güdüsü ile para talebini etkileyen en önemli faktörler, gelir düzeyi ile fiyatlar genel düzeyidir.

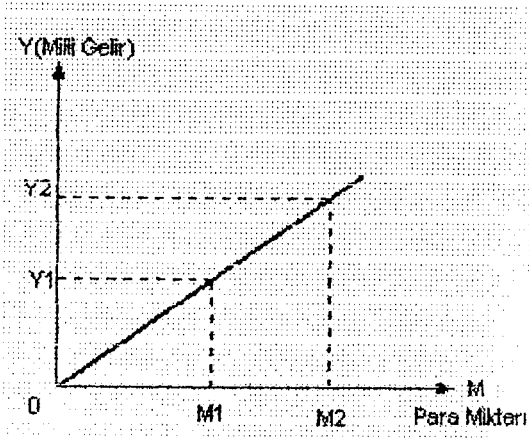
Ev halkının aylık ya da haftalık ne kadar yüksek olursa, muamelat güdüsü ile elde tutmak istediği para miktarı o kadar artacaktır. Benzer şekilde bir firmanın işlem hacmi ne kadar artarsa, harcanabilir durumda bulunduracağı para miktarı o kadar artacaktır. Dolayısıyla bir ekonomide, işlem güdüsüyle para talebinin (M_1), milli gelirin (Y) fonksiyonu olduğunu söyleyebiliriz. Yani: $M_1 = f(Y)$ dir. Milli gelire, elde tutmak istenen para miktarı arasındaki bu ilişki, Çizim 3’de görülmektedir. Milli gelir Y_1 iken, elde tutulmak istenen para miktarı M_1 kadarken, milli gelir Y_2 ’e yükseldiğinde, para talebi M_2 miktarına yükselmektedir.

31 Paul A. Samuelson, a.g.e., s. 234

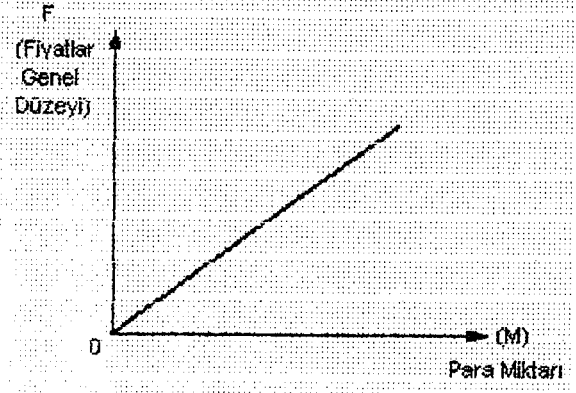
32 Halil Dirimtekin, “Genel İktisat Teorisi 2”, Sevinç Matbaası, Ankara 1985, s.55

Ekonomideki fiyatlar genel düzeyi yükseldikçe, ev halkı ve firmaların, Çizim 4’de görüldüğü gibi, işlem güdüsü nedeniyle talep ettikleri para miktarı artmaktadır. Fiyatlar genel düzeyi ile para talebini de yukarıdaki fonksiyona ilave ederek, işlem güdüsü ile talep fonksiyonunu;

$M_1 = f(Y_1, P)$ şeklinde ifade edebiliriz. İşlem güdüsüyle para talebinin faiz haddine karşı duyarlılığı ise, yok denilecek kadar azdır.³³



Çizim 3: İşlem Güdüsü ile
Para Talebi(1)



Çizim 4: İşlem Güdüsü ile
Para Talebi(2)

1.5.2. İhtiyat Güdüsü

Gerek tüketiciler gerekse firmalar gelecekte beklenmedik olaylar ve fırsatlar karşısında hazırlıklı olmak için cüzdanlarına bir miktar para tutarlar. Geleceğin belirsizliğinden dolayı para tutulmasına ihtiyat güdüsü ile para talebi denilmektedir. Keynes’e göre, tesadüfi ve öngörülmeven avantajlı satın alışlar için para tutulması ise ihtiyat güdüsü ile para talebidir. İhtiyat güdüsü ile para talebi de başta gelir seviyesi olmak üzere kısa dönemde değişmeyen sosyal ve kurumsal faktörlerin fonksiyonudur. Bireylerin parasal gelir seviyeleri yükseldikçe geleceğin belirsizliğine karşı hazırlıklı olmak için para miktarı artar. Öte yandan, ihtiyat güdüsü ile para talebi ile faiz haddi arasında ters yönlü bir ilişki olduğu düşünülebilir. Faiz haddinin çok yükselmesi halinde elde para tutmanın maliyeti artacaktır. Bu durumda bireyler ve firmalar gelir ve

33 Zeynel Dinler, “İktisada Giriş”, Ekin Kitabevi, Bursa 1995, s.364

harcama planlarını daha iyi düzenleyerek ihtiyat güdüsü ile tuttukları para miktarını azaltacaklardır. Faiz haddindeki küçük gelişmeler ihtiyat güdüsü ile para talebini fazla etkilemez. Eğer faiz haddinde çok büyük sıçramalar veya düşmeler olursa ihtiyat güdüsü ve para talebi bundan etkilenir.³⁴

Ülkemizde, özellikle kırsal kesimde ihtiyat güdüsü ile elde para tutma, paranın altın olarak (özellikle de 22 ayar takı) muhafazası şeklinde gerçekleşmektedir. Kent kesiminde ise son yıllarda bankacılık hizmetlerinin gelişmesi, özellikle kredi kartlarının yaygınlaşması ve bu kartların sağladığı kredi güvencesi, ihtiyat güdüsüyle para talebini zayıflatmıştır.

Firmalar ise, ihtiyat güdüsüyle talep ettikleri fonları bankada günlük faiz geliri getirebilen ve istediği an paraya çevrilebilen yatırım fonları ve benzerleri hesaplarda muhafaza ederek, faiz kaybını büyük ölçüde telafi edebilmektedirler.

İhtiyat güdüsüyle para talebi aynı zamanda toplumu oluşturan kişileri, telaşlı ya da kaygılı, iyimser ya da kötümser bir yapıya sahip olmalarına, bir başka deyişle kişilerin psikolojik yapılarına bağlıdır.

O halde, günümüzde ihtiyat güdüsüyle para talebinin faize karşı duyarlılığının çok az olduğunu, daha çok işlem güdüsüyle para talebi gibi gelire ve fiyatlar genel düzeyine bağlı olduğunu söyleyebiliriz. Dolayısıyla bir ekonomide, ihtiyat güdüsüyle para talebi, işlem güdüsüyle para talebi ile benzer şekilde;

$$M_1 = f(P, Y) \quad \text{olarak ifade edilebilir.}$$

1.5.3. Spekülasyon Güdüsü

Spekülasyon, piyasadaki fiyat hareketlerinden yararlanarak, bir malı ucuzken satın alıp pahalılaşınca satmayı ifade eder. Her çeşit malın spekülasyonun yapılmasının mümkün olmasına karşın en yaygın spekülasyon, hisse senedi ve tahvil piyasalarında görülür.

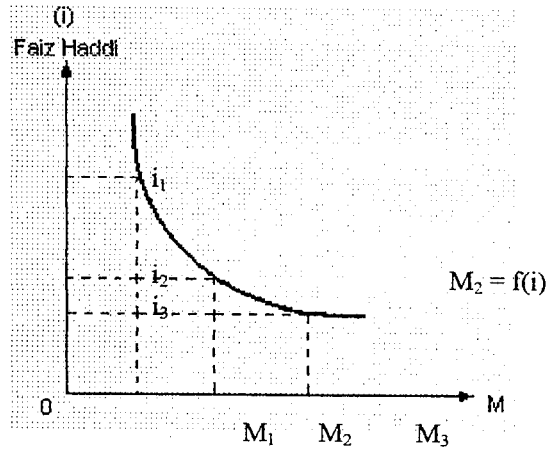
Firmalar ve ev halkı, gelirlerinin bir kısmını fiyat dalgalarından yararlanabilmek için atıl bir durumda tutarken, faiz geliri elde etme fırsatını kaçırmazlar. Dolayısıyla, spekülasyon güdüsüyle para talebinin daima alternatif bir maliyeti vardır. Piyasada faiz haddi yükseldikçe, elde para tutmanın maliyeti yükselirken aksine, faiz haddi düştükçe,

34 Hüseyin Şahin, "İktisada Giriş", Ezgi kitabevi, Bursa 1994, s.373

elde para tutmanın maliyeti düşer. O halde, spekülasyon güdüsüyle para talebi, piyasa faiz haddine karşı son derece duyarlıdır. Faiz haddi yükseldikçe, elde tutulmak istenen para miktarı, azalmaktadır. Faiz haddi ile para talebi arasındaki bu ters yönlü ilişki Çizim 5’de görülmektedir.

Spekülasyon güdüsüyle para talebini açıklayabilmek için, kişilerin ya da firmaların, ellerindeki altın parayla tahvil satın almak istediklerini var sayalım. Spekülatörlerin parayı ellerinde tutmaları için, cari faiz haddini ve tahvil fiyatlarını göz önüne alarak, ileride tahvil fiyatlarının düşeceğini tahmin etmeleri ve bu değişiklikten yararlanabileceklerini düşünmeleri gerekir.

Faiz haddi ne kadar düşerse, elde para tutmanın alternatif maliyeti o kadar azalacak ve tahvil fiyatını değişikliğinden para kazanma koşulları o denli iyileşecektir. Dolayısıyla, faiz haddi düştükçe para talebi Çizim 5’de görülmektedir.³⁵



Çizim 5: Spekülasyon Güdüsüyle Para Talebi

1.6. Az Gelişmiş Ülkelerde Ulusal Tasarrufu Arttırma Zorunluluğu ve Önemi

Az gelişmiş ülkelerin kalkınma sorunlarıyla ilgilenen iktisatçılar, bu ülkelerin yoksulluk çemberini kırarak, nüfus artışı gibi gelir azaltıcı öbür faktörlerin olumsuz etkilerini gidererek, ekonominin kendi kendini besleyen ve gelişmeyi hızlandıran bir aşamaya geçmesini sağlayacak bir itişe ihtiyaçları olduğunu vurgulamaktadırlar. Böyle bir itiş için büyük miktarlarda yatırım yapılması gerekecektir. Çünkü ancak büyük kapasitelerin yatırılmasıyla, verimlilik artışı ve dolayısıyla kişi başına reel gelirden artış sağlanabilir. Başka bir deyişle az gelişmiş ülkelerin hem arz hem de talep yönünden içinde buldukları yoksulluk çemberi, her ikisinde de bulunan verimlilik noktasından, yeterli ölçüde yapılacak yatırımlarla kırılabilir. Böyle bir yatırımın yüksek düzeyde bir tasarruf hacmiyle gerçekleşeceği açıktır. Bu ülkelerde ekonomiye gereken itiş vermek için milli gelirin en az %15-20' sini tasarrufa ayırmak ve bunu yatırımlara kanalize etmek gerekmektedir.³⁶

Az gelişmiş ülkelerde, sermaye talebi çok fazladır. Sermaye ihtiyacını ve talebini arttıran sebepler ise;

- a- Nüfus artışı ve onun doğurduğu sorunlar.
- b- Hızlı kalkınma ihtiyacı ve onun gerektirdiği yatırımlar.
- c- Üretim araçlarının yenilenmesi ve daha verimli ve maliyet düşürücü üretim araçları.
- d- yatırımların yetersizliği ve alt-yapı yatırımları ihtiyacı.³⁷

Bir ekonomide ulusal tasarruf toplamının arttırılması bazı koşullara bağlıdır. Bunlar;

1- Tasarruf Yapabilme Gücü

- * Gelir düzeyi,
- * Tüketim ihtiyacı,
- * Hane halkının büyüklüğü,
- * Belli bir mesleğe ve gruba ait olma gibi sosyo-ekonomik verilere bağlıdır.

36 Ergül Han, a.g.e. s.201

37 Ali Özgüven, a.g.e., s.490

2- Tasarruf Yatkınlığı

- * Bireylerin yaş grubu,
- * Eğitim ve öğretim düzeyi,
- * Fiyat değişim beklentileri,
- * Statü simgesi olan malların etkisi,
- * Ekonomi politikası önlemlerinin etkisi(örneğin, tasarrufları özendirici yasalar, vergi yasaları, faiz haddi) gibi sosyo-ekonomik verilere bağlıdır.

3- Özel Tasarruf Güdüleri

a- Rasyonel(Ana Fayda; maddi-teknik)

- * Yapı(konut) tasarrufu
- * Dayanıklı tüketim mallarını satın almak için yapılan tasarruf
- * Tatil ve gezi
- * Hayat sigortası
- * v.d.

b- İrrasyonel(Ek Fayda; manevi-duygusal)³⁸

Tasarruf, sermayenin oluşumunda esaslı bir unsurdur. Tasarrufun sermayeye ve sermayenin de yatırım sahalarına akması her zaman düzenli olmaz. Bazı gönüllü ve zorunlu tasarruflar üretim vasıtalarına tahsisi edilmek amacıyla oluşturulmuş olmasına rağmen bunların tüketim sahalarına da kaydığı görülmüştür. Tasarrufların yatırım sahasına geçmesi halinde o toplum için olumlu bir iş yapılmış olur. Yatırımların azalması milli gelire tesir eder. Kişi, milli gelirden şahsına isabet eden kısımda bir azalma görünce, derhal tüketimini aynı oranda daraltmak mecburiyetini hisseder. Neticede tüketim mallarındaki talebin düşmesi, yani üretilmiş malların satılamaması tehlikesi üretiminde kısılmasına yol açar. İşin sonu gene kişileri etkiler. Yatırımları azaltmak zorunda kalan işletmeler, iş gücünün bir kısmını tasfiye yoluna giderler. Bu hal ülkenin ekonomik ve sosyal dengesini bozar.

Az gelişmiş ekonomilerde sermayenin teşekkülü ve onun üretim alanına akması çok farklıdır. Az gelişmiş ekonomilerin kalkınmalarını gerçekleştirebilmek, yani daha fazla yatırıma para ayırabilmek için bir taraftan isteğe bağlı tasarrufları arttırmaları diğer taraftan da zorunlu tasarruflara yönelmeleri gerekmektedir.

38 Ergül Han, a.g.e., s.113

Bugünün toplumunda sermayesiz üretim düşünülemez. Sermaye emeğin verimini artırarak daha fazla üretim yapmaya sebep olur. Neticede ihtiyaçlarımızı daha iyi tatmin etme olanağına kavuşuruz.³⁹

Az gelişmiş ekonomilerde tasarruf hacminin temel belirleyicisi bağımsız çalışanların gelirleridir (kar, faiz ve rant gelirleri). Konjonktürün yükseliş aşamasında özellikle büyük bir işsizlik yaşandığı resesyona (gerileme) dönemlerinden sonra, ilk başta girişimci gelirleri yükselir. Bu, marjinal tasarruf eğilimi yükseltir. Gerileme aşamasında girişimci gelirleri işçi ücretlerinden daha hızlı düşüyorsa, işçilerin marjinal tasarruf eğilimleri girişimcilerin eğiliminden düşük olduğu sürece, marjinal tasarruf eğilimi düşer.

Tüketim büyüklüğü için esas olan reel gelirdir. Fiyatlar yükseldiği zaman satın alınmak istenen tüketim malının belli bir miktarı için gelirin daha büyük bir kısmının ayrılması gerekecektir. Özellikle talebin esnek olmadığı alanlarda meydana gelecek fiyat artışları, gelirin daha büyükçe bir kısmının tüketime ayrılmasını gerektirecektir, yani tasarruf eğilimi düşecektir.

Tasarruflara ödenen nominal faiz oranından enflasyon oranını çıkarttıktan sonra geriye pozitif bir tasarruf faizi kalmıyorsa, tasarruf yapmanın çekiciliği kalmaz. Paradan kaçış, özellikle tüketim mallarına yönelik, marjinal tüketim eğilimini yükseltir.

Dış politika da meydana gelen krizler (örneğin savaş tehlikesi), tüketimin yükselmesine ("korku alış-verişi") ve tasarruf eğiliminin düşmesine yol açar.

İnsanlığın her zaman daha yüksek bir yaşam düzeyini elde etme çabası, net yatırımların sürekli olarak yapılmasını gerektirir ve tasarruflara gerçekten sahip olduğu büyük önemi kazandırır.

Çağımızda, gelişmiş veya az gelişmiş bütün ekonomilerde tasarrufları arttırmak konusu hala en önemli iktisadi sorunlardan birisidir. Gelişmeyi sağlayacak yatırımlara sağlam kaynaklar bulabilmek veya enflasyonla mücadele edebilmek için bütün devletler bu konuda düzenlemeler yapmakta ve özellikle gönüllü tasarrufları teşvik edecek yeni yöntemler araştırmaktadır. Ancak tüketimi kısıcı tedbirlerin yanı sıra, doğrudan tasarrufu özendirici yöntemleri uygulayarak da ulusal tasarruf hacmini arttırmak mümkündür. Günümüz ekonomilerinde, tasarrufların büyük bölüm bankalarda toplandığı ve yine onlar aracılığı ile yatırımlara dönüştürüldüğünden,

39 Orhan Oğuz, a.g.e., s.29

gönüllü tasarrufları özendirici tedbirlerin uygulamasında en önemli alanlardan biride bankacılık düzeni olmaktadır.

Batılı ülkelerde gönüllü tasarruf biçimleri olarak görülen kasa ve mevduat bonoları, konut tasarruf hesapları ve planları, uzun vadeli tasarruf taahhütleri ile teşebbüs tasarruf planları uygulanmaktadır. Bu yöntemler topluca gözden geçirildiğinde hepsinde ortak olan teşvik unsurunun vergi istisnası olduğu saptanmaktadır. Teşvik tedbirlerinin maliyeti devlet hazinesi yani kamu tarafından ödenecektir. Bu durumda kamunun ödeyeceği bedele göre sağlayacağı faydayı değerlendirmesi ve ekonomi bakımından en iyi seçimi yapması gerekir.

Türkiye’de tasarrufları arttırıcı yeni yöntemleri uygulamadan önce bu tedbirlerin gerçekten yeni tasarruflar yaratmanın gerekliliği yanında, katlanılacak vergi kaybı göz önünde tutularak oluşacak yeni tasarrufların kullanımında hiç olmazsa bir ölçüde devlete de söz hakkı tanınması yararlı olur. Gerek banka sistemi içinde gerekse bu sistemin dışında tasarrufları arttırmak için uygulanacak yeni yöntemlerin seçiminde ülke ekonomisinin durumu göz önünde tutularak yapılacak düzenlemeler en yararlı sonuçları verecektir.⁴⁰

2. Tasarruf - Milli Gelir ve Tasarruf - Yatırım Arasındaki İlişki

2.1. Tasarruf ile Milli Gelir Arasındaki İlişki ve Tasarruf Fonksiyonu

Tasarruf ile gelir arasındaki nisbi ilişki tasarruf eğilimi (oranı) ile gösterilir. Buda, iki farklı biçimde ifade edilebilir:

a) Ortalama Tasarruf Eğilimi (Oranı) (DSE)

Ortalama tasarruf eğilimi, belli bir dönemde yapılan tasarrufun, o dönemin kullanılabilir gelirin oranıdır; başka bir ifadeyle, gelirin ne kadarının tasarruf edildiğini gösteren orandır:

$$DSE = S/Y$$

40 Erden Şaner, “Tasarrufları Arttırıcı Yeni Yöntemler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara 1992, s.3-16

Gelir arttıkça ortalama tasarruf eğilimi yükselir; bu gelir arttıkça gelirden tasarrufa ayrılan payın artması, tüketime ayrılan payın düşmesi demektir.

b) Marjinal Tasarruf Eğilimi (Oranı) (MSE)

Kullanılabilir gelirden bir artış olduğunda, bu artışın ne kadarlık kısmının tasarruf edileceği, marjinal tasarruf eğilimi yardımıyla bulunur. Marjinal tasarruf eğilimi (oranı), kullanılabilir gelirden bir artış olduğunda, bundan ne kadar tasarruf edildiğini ifade eden bir orandır; gelirdeki artışa oranla tasarruf da meydana gelen artış olarak da tanımlanabilir:

$$MSE = \Delta S / \Delta Y$$

MSE > DSE olduğunda, ancak gelir artışı sürdükçe DSE in büyüyerek MSE ye yaklaştığını görürüz. Bunun nedeni "asgari geçim düzeyi" başka bir deyişle "negatif tasarruf" büyüklüğüdür.⁴¹

Tasarruf ve milli gelir arasındaki ilişkiyi bir tüketim tablosu yardımıyla da ortaya koyabiliriz

Tablo 1: Milli Gelir-Tasarruf İlişkisi

Milli Gelir (Y)	Milli Gelir Artışı (ΔY)	Tüketim (C)	Tasarruf (S)	Tasarruf Artışı (ΔS)
100	-	90	10	-
110	10	98	12	2
120	10	106	14	2
130	10	114	16	2
140	10	116	18	2
150	10	118	20	2

41 Ergül Han, a.g.e., s.108

Tabloya göre milli gelirden sürekli olarak 10 ar birimlik artışlar olurken, tasarruflarda 2 şer birimlik artışlar gerçekleşmektedir. Milli gelir ile tasarruf arasındaki ilişkiyi yorumlayabilmek için, marjinal ve ortalama tasarruf eğilimi kavramlarını bulabiliriz.

$$\text{Marjinal Tasarruf Eğilimi} = s = \Delta S / \Delta Y$$

Tabloda, gelir artış miktarlarının (ΔY) sürekli 10 ar birim, tasarruf artış miktarlarını (ΔS) sürekli 2 şer birim olduğu görülmektedir bu nedenle, her gelir düzeyinde, marjinal tasarruf eğilimi,

$$s = \Delta S / \Delta Y$$

$$s = 2 / 10$$

$$s = 0.2$$

olmaktadır. Bu değer her gelir düzeyinde sabit olduğundan, tasarruf fonksiyonu doğrusal olmakta ve (+) değer taşıdığından artan bir fonksiyon olmaktadır.

Ortalama tasarruf eğilimi için ise, her gelir düzeyinde farklı değerler bulunmaktadır. Örneğin, sırasıyla gelirin 100, 120 ve 150 birim olduğu düzeylerde, ortalama tasarruf eğilimini hesaplayalım.

Gelir 100 birim olduğu zaman, tasarruf 10 birim olduğundan,

$$\begin{aligned} (\text{Ort. Tas. Eğ.})_1 &= S / Y \\ &= 10 / 100 = 0.1 \end{aligned}$$

Gelir 120 birim olduğunda, tasarruf 14 birim olduğu için,

$$\begin{aligned} (\text{Ort. Tas. Eğ.})_2 &= S / Y \\ &= 14 / 120 = 0.12 \end{aligned}$$

Gelir 150 birim olduğu zaman da, tasarruf 20 birim olduğundan,

$$\begin{aligned} (\text{Ort. Tas.Eğ.})_3 &= S/Y \\ &= 20/150 = 0.14 \end{aligned}$$

bulunmaktadır.

Görüldüğü gibi, her gelir düzeyinde farklı bir ortalama tasarruf eğilimi ortaya çıkmaktadır. Ancak, gelir yükseldikçe ortalama tasarruf eğilimi marjinal tasarruf eğilimi değerine yaklaşmaktadır. Bunun nedeni, gelirin (0) veya çok düşük olduğu durumda, otonom tasarrufların(S_0) var olmasıdır. Buna göre tüketim fonksiyonuna benzer bir tasarruf fonksiyonu yazılabilir.⁴²

$$S = S_0 + sY$$

S; Toplam tasarruf

S_0 ; Otonom tasarruf

s; Marjinal tasarruf eğilimi

Y; Milli gelir⁴³

$$S = S_0 + sY$$

Bu ifadede S, tasarruf miktarını, S_0 harcanabilir gelir sıfırken ne kadar tasarruf yapıldığını, s marjinal tasarruf eğilimini, Y harcanabilir geliri göstermektedir.

Şimdi harcanabilir gelir ile tüketim fonksiyonu ararsındaki farka eşit olan tasarruf fonksiyonunu çizim yardımıyla elde edilmesini görelim.

42 Necat Berberoğlu, "Makro Ekonomik Analiz", Detaş Dersaneleri Basımevi, Eskişehir, 1985, s.33

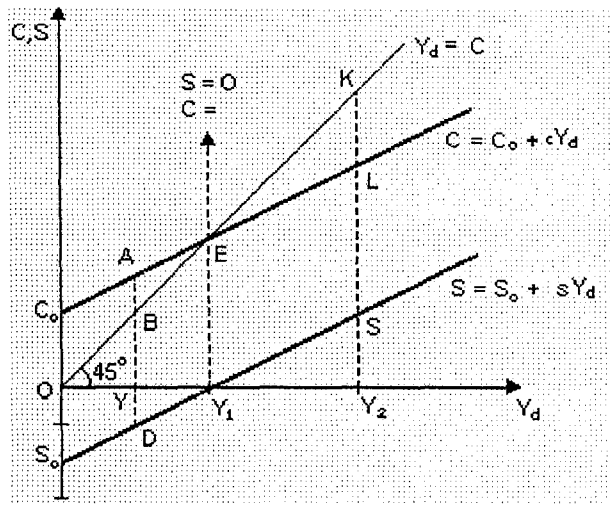
43 Tüketim Fonksiyonu; $C=C_0+cY$

C; Toplam tüketim harcamaları

C_0 ; Otonom tüketim harcamaları

c; Marjinal tüketim eğilimi

Y; Milli gelir



Çizim 6: Doğrusal Tüketim ve Tasarruf Fonksiyonu

Çizim 6'daki söz konusu ekonomide harcanabilir gelir düzeyi Y_1 'e erişine kadar, harcanabilir gelirlerinden daha çok tüketimde bulunuluyor. Harcanabilir gelirle tüketim miktarı ararsındaki tüketim lehine ortaya çıkan farka, *negatif tasarruf* denilmektedir. Çizim 6'da harcanabilir gelir sıfırken tüketim miktarını gösteren OC_0 mesafesi ile OS_0 mesafesi eşittir. Gelirleri sıfır olan ev halkları, tüketimlerini daha önceki yıllardaki tasarruflarından ya da borçlanarak karşılamaktadırlar. Harcanabilir gelir Y_1 düzeyine erişene kadar 45° 'lik eğri ile tüketim fonksiyonu ararsındaki düşey mesafeler her gelir düzeyinde negatif tasarruf miktarının ne kadar olduğunu göstermektedir. Örneğin, harcanabilir gelir Y kadarken, tüketim miktarı da AY , gelir ise BY ($=OY$) olduğundan, menfi tasarruf AB kadardır. AB mesafesi, yatay eksenin altındaki YD mesafesine eşittir.

Harcanabilir gelir Y_1 düzeyine geldiğinde, negatif tasarruf sıfır olmaktadır ($Y=C$ 'dir). Harcanabilir gelir Y_1 'in üzerine çıktığında, bu defa harcanabilir gelirin bir kısmı tasarruf edilmektedir. 45° 'lik doğru ile tüketim fonksiyonu ararsındaki düşey mesafeler, her gelir düzeyinde, tasarruf miktarının ne kadar olduğunu göstermektedir. Örneğin, harcanabilir gelir Y_2 kadarken, tasarruf miktarı KL kadardır ki, aynı zamanda $KL=SY_2$ 'dir. Görüldüğü gibi, harcanabilir gelirin tüketilmeyen kısmı olan tasarruf, çeşitli gelir düzeyinde, gelir ile harcama ararsındaki negatif ya da pozitif farktır. Harcanabilir gelir Y_1 düzeyine erişene kadar negatif tasarruf söz konusu iken, Y_1 gelir

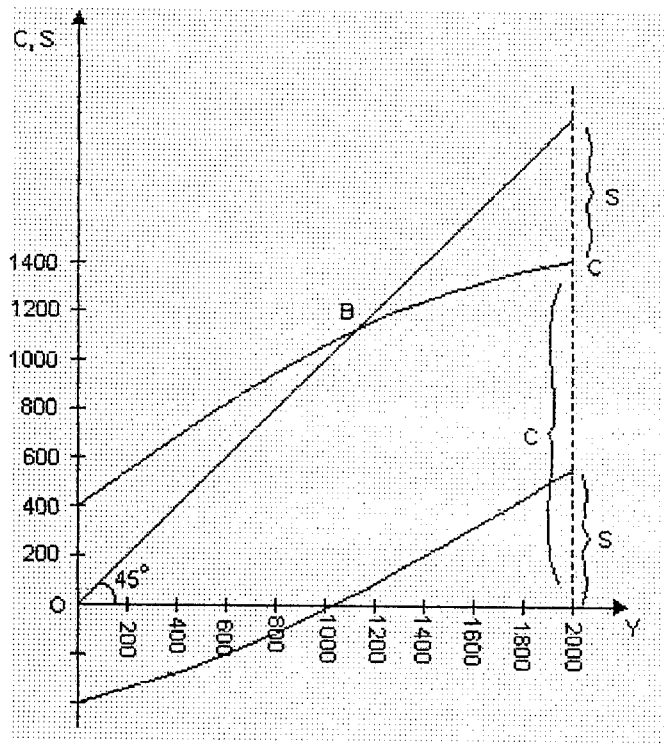
düzeyinden sonra tasarruf, pozitif olmaktadır.⁴⁴ Herhangi bir gelir düzeyinde marjinal tasarruf eğilimi ortalama tasarruf eğilimden daha büyüktür. Bu durum gelir arttıkça her artan gelir diliminin oransal olarak daha büyük bir kısmının tasarrufa gideceğini göstermektedir.⁴⁵

2.1.1. Marjinal Tüketim Eğiliminin Değişmesi

Çizim 6'da gördüğümüz doğrusal tüketim fonksiyonu, sabit bir marjinal tüketim eğilimi varsayımına dayanıyordu. Oysa gerçekte bu oranın değişmesi (düşmesi) daha doğru bir varsayımdır. Buna göre, gelirin yükselmesi ve temel gelirden uzaklaşmakla birlikte, artan gelirin sabit bir oranı değil, giderek büyüyen bir oranı (yüzdesi) tasarruf edilirken, daha düşük oranları tüketilir. Nihayet tüketim ihtiyaçlarını tümüyle karşılayabilmiş iktisadi birimlerin, artan (ek) gelirlerinin tümünü tasarruf edeceklerini düşünebiliriz. Doğal olarak bu aşamada marjinal tasarruf eğilimi (MSE) % 100; marjinal tüketim eğilimi (MCE) ise % 0 olacaktır. Bu gelir düzeyinden sonra, Çizim 7'de olduğu gibi C eğrisi artık yükselmeyip yatay eksene paralel olurken, S eğrisi de yatay eksene dik hale gelecektir. Şimdi bunu çizim yardımıyla görelim.

44 Zeynel Dinler, a.g.e., s.302

45 Tevfik Pekin, "Makro Ekonomi", İstiklal Matbaası, İzmir, 1986, s.150



Çizim 7: Marjinal Tüketim Eğiliminin Değişmesi

2.1.2. Uzun Dönemde Tüketim Davranışı

Gerek Çizim 6'daki doğrusal tüketim fonksiyonu, gerekse Çizim 7'deki tüketim eğrisi kısa dönemde geçerli olabilecek eğrilerdir. Bu eğrilerin gelişimi, uzunca bir dönem boyunca iktisadi birimlerin nasıl bir davranış göstereceklerini açıklamaktan uzaktır. Yani tüketim ve tasarruf hacmini belirleyen veriler değişmeyecek olursa, günün birinde öyle bir milli gelir elde edilecek ki, Çizim 7'de 2000 birimlik Y- bundan sonra artan milli gelirin tümü tasarruf edilecek, hiç tüketilmeyecek. Bunun ne anlama geldiğini açıklamaya çalışalım:

Tüketim artmaması sonucunda, tüketim malları sanayii durgunluğa girecek, artık ekonomide net yatırım yapmaya gerek olmayacaktır. Tüketim mallarının üretim hacmini aynen koruyabilmek için yapılması gerekli olan yenileme yatırımları da amortisman fonlarıyla finanse edilecektir. Net yatırımlara gerek olmadığı için yatırımcıların bankalardan kredi talep etmeleri söz konusu olmayacaktır.

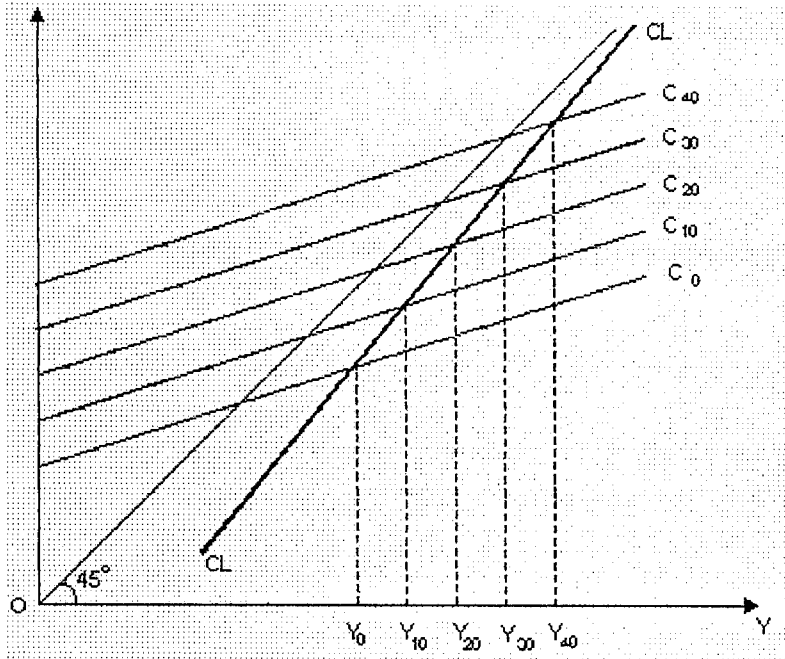
Öte yandan bankalarda biriktirdiğimiz tasarruflarımız, bizim için bir erdem değil; daha çok bir külfet olacaktır. Çünkü, bu tasarruflar tüketimden vazgeçerek

katlandığımız bir özveri olmaktan çıkacaktır. Bu arada bankaların bir faiz ödemesi yerine, paramızı korudukları için bizden bir bedel istemeleri de mümkündür.

Bu açıklamaların uzun dönemde yaşadığımız gerçekleri yansıtmadığı açıktır. Gerçek yaşamda bireyler -uzun dönem analizinde- gelirlerinde meydana gelen artışları, önemli ölçüde düşük gelir elde ettikleri önceki yıllarda düşündüklerinden daha farklı bir biçimde kullandıklarını bizzat görürler. Tasarruflar her ne kadar belirli bir artış gösterse de, öyle planlandığı ya da beklendiği ölçüde yükselmez. Önceden hiç aklı gelmeyen yeni yeni mallar istenir, talep edilir. Gerçekten de öncenin lüks diye nitelendirilen malları, zamanla sıradan mallar haline dönüşür. Sonuç: Tüketim yüzünden tasarrufun hep ertelenmesi ya da ilk başta düşünüldüğünden daha az tasarruf yapılmalıdır.

Uzun dönem davranışının ürünü olan uzun dönem tüketim eğrisi Çizim 8'de gösterilmiştir. Burada, C_0 , C_{10} , C_{20} , vb doğrular on yıllık aralıklarla çizilmiş kısa dönem tüketim doğrulardır. Tüketimin uzun dönemde gösterdiği gelişme, $C_L C_L$ eğrisi ile ifade edilmektedir. $C_L C_L$ eğrisi milli gelir büyüklüğüne bağlı olarak ilgili yıllarda yapılan tüketim düzeylerini birleştiren eğridir.

Çizimden görüldüğü gibi uzun dönem tüketim eğrisi ($C_L C_L$), kısa dönem C eğrilerine göre daha dik bir gelişme göstermektedir. Bu durum halkın yeni ve yüksek değerli tüketim mallarına karşı giderek artan ilgisini yansıtmaktadır.



Çizim 8: Uzun Dönem Tüketim Fonksiyonu

İnsanlığın her zaman daha yüksek bir yaşam düzeyini elde etme çabası, net yatırımların sürekli olarak yapılmasını gerektirir ve tasarruflara gerçekten sahip olduğu büyük önemi kazandırır. Son olarak bu çaba, uzun dönemde ekonominin durgunluğa düşmesini önleyen ve ekonomik büyümeyi sağlayan ekonomik, psikolojik ve sosyolojik içerikli bir güçtür.⁴⁶

2.2. Tasarruf - Yatırım Arasındaki İlişki

Yatırım, gelecek dönemlerde reel gelirleri arttıran bütün faaliyetlerdir. Bu bakımdan, gelirlerle yatırımlar arasında karşılıklı ve çok yakın bir ilişki vardır. Milli gelir yetersiz ise kişi başına gelirler düşer, tasarruflar ve dolayısıyla yatırımlar sınırlanır. Milli gelir yüksek seviyede ise tasarruflar ve böylece yatırımlar çoğalır. Sermaye ne kadar çok birikirse üretim ve gelirler de o ölçüde artar.

Yatırım, ülkenin mevcut sermaye stokuna yapılan net ilavedir (ΔK) şeklinde de tanımlanabilir ve şöyle gösterilir: $I = \Delta K$ ⁴⁷

Tasarruf, yatırım kaynağını oluşturan temel unsurdur. Bir ülkenin kalkınmasını sağlayan ve hızlandıran unsur da sermaye birikimidir. Sermaye birikimi ise ancak gelirin bir kısmının tüketilmemesiyle, yani tasarruf ile oluşur. Bununla beraber aşırı tasarruf, bir kısım gelirlerin harcanmamasına yol açtığı için ekonomide talep yetersizliği gibi olumsuz bir durum yaratabilir.⁴⁸

Yatırım-Tasarruf dengesi ya da dengesizliği sorunu, özellikle Keynes'ten buyana sürekli tartışılan bir konudur. Örneğin, konjonktürel gerileme(resesyon) döneminde, bireylerin gelecek endişesiyle, özellikle dayanaklı tüketim malları taleplerini ertelemeleri halinde bankalardaki tasarrufların büyüdüğünü ve bankaların artan bu likiditelerinin tamamı ile yatırımlara gitmediğini biliyoruz işte bu ve benzeri durumlarda $S > I$ olduğunu düşünebiliriz.⁴⁹

-Yatırım Çeşitleri;

2.2.1. Mali yatırımlar veya Plasmanlar: Yatırımı firmalar (girişimciler) ya da devlet yapar. Ancak, girişimcilerin mevcut bir fabrikayı almaları, ya da mevcut fabrikalardan

46 Ergül Han, a.g.e., s.113

47 Ali Özgüven, a.g.e.,s.438

48 Ahmet Kılıçbay, "İktisadın Prensipleri", Filiz Kitabevi, İstanbul, 1974, s.146

49 Ergül Han, a.g.e., s.128

birinin hisselerini satın almaları, kendileri yönünden yatırım olmakla birlikte, makro ekonomik anlamda, bu harcama ekonominin üretim kapasitesini değiştirmedeğinden, yatırım olarak kabul edilmez. Bunun gibi, mevcut yatırımların el değiştirmesine *plasman* denir.⁵⁰

2.2.2. Reel yatırımlar: Reel yatırımlar, reel değerleri veya sermaye malları (makine, teğhizat vs.) ifade eder. Modern makro ekonomik analizlerde yatırımlar daha çok, yeni sermaye malları anlamına gelmektedir. Çünkü, Böyle bir yatırımda (yeni bir fabrikanın kurulması yeni bir yolun yapılması) yeni istihdam imkanları yaratılmış, üretim miktarı ve gelirler arttırılmış olacaktır. Bu bakımdan, reel anlamda yatırımlar *aktif yatırım* adını almaktadır.⁵¹

2.2.3. Gayri Safi ve Safi Yatırımlar: Gayri safi yatırımlar bir ekonomide bir dönem içinde yapılmış olan yatırımların değerini ifade eder. Safi yatırımlar ise birinciden amortisman tutarı çıktıktan sonra, ekonominin sermaye varlığına yapılmış net eklemelerin değerlerini ifade eder. Gayri safi yatırımlar iki ögeden oluşmaktadır.

-Net(Safi) Yatırımlar

-İkame Yatırımlar

İkame yatırımları bir dönem içinde ülkenin üretim araçları varlığında meydana gelen aşınma, eskime ve günü geçmelerin yerini doldurmak için yapılan yatırımlardır. Ülkede sadece amortismanların değerine eşit bir yatırım yapılırsa sermaye stokunda hiç bir net artış olmaz. Ancak, bir ülkenin bir yıl içinde yapılan yatırımların ne kadarının ikame yatırımı ne kadarının safi yatırım olduğunu kesin olarak tespit etmek hemen hemen mümkün değildir. Çünkü eskiyen, yıpranan bir makinanın yerine konulan yeni makine her yönü ile aynı olamaz.⁵²

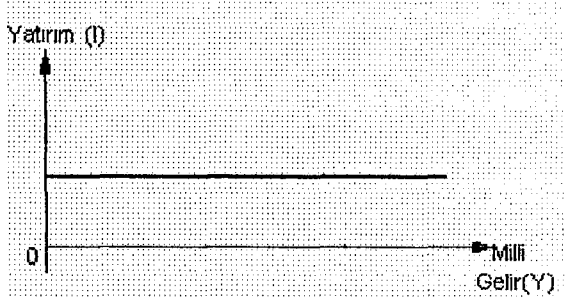
2.2.4. Otonom Yatırımlar - Uyarılmış Yatırımlar: Yatırımlar, milli gelire bağımlı olup olmama yönünden otonom yatırımlar ve uyarılmış yatırımlar olarak ikiye ayrılır. *Otonom Yatırımlar*(I_0), milli gelirdeki her türlü değişikliklerden kaynaklanan talep değişmelerinden bağımsız olan yatırımlardır. Devletin yaptığı altyapı yatırımları (yol,

50 Zeynel Dinler, a.g.e., s.306

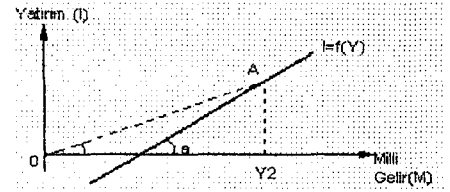
51 Ali Özgüven, a.g.e., s.438

52 Hüseyin Şahin, a.g.e, s.280

baraj vb.) bu yatırımlara örnektir. Çizim 9’da görüldüğü gibi, milli gelir eksenine paraleldir. *Uyarılmış yatırımlar*, milli gelir artışına bağlı olarak artan tüketim talebini karşılamak amacıyla girişimcilerin, mal ve hizmet üretmek amacıyla, mevcut makine ve tesisata yaptıkları ilavelerdir. Ancak, milli gelir, belirli bir düzeyin altına düşerse, işletmeler yeni yatırımlara gitme yerine, mevcut mal stoklarını tüketirler ki, buna “*negatif uyarılmış yatırım*” denir. Çizim 10’da görüldüğü gibi, milli gelir Y_1 düzeyine erişine kadar, negatif uyarılmış yatırım sözkonusudur. Milli gelir, Y_1 üzerine çıktığında “*pozitif uyarılmış yatırım*” sözkonusu olmaktadır.⁵³



Çizim 9: Otonom Yatırım



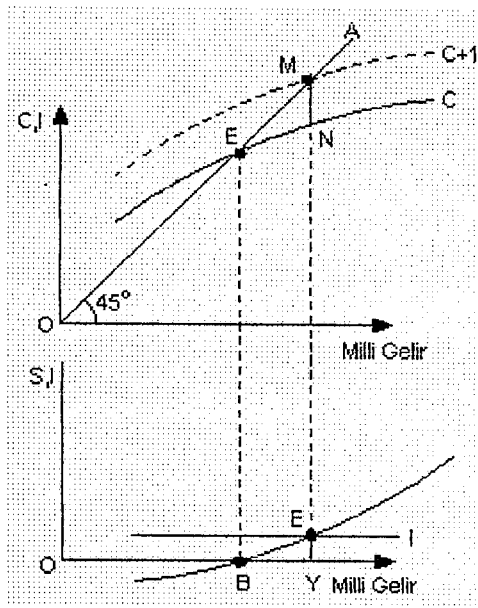
Çizim 10: Uyarılmış Yatırım

Tasarruf - yatırım ilişkisini, yatırım ve tasarruf eğrileri ile açıklamaya çalışalım;

Yatırım ve tasarruf eğrilerinin kesiştiği E noktası, milli gelir denge noktasıdır. E noktasının sağında $S > I$, solunda $I > S$ 'dir. (Çizim 11)

Şeklin yukarı kısmına gelince , C ile C+I eğrilerinin arasındaki aralık (MN), alt şeklin (EY) aralığına yani toplam tüketim harcamaları yatırım harcamalarına eşittir. C+I eğrisi ile 45° 'lik doğrunun kesiştiği M noktası, denge noktasıdır. Çünkü bu noktada milli gelir, tüketim ve yatırım harcamalarına eşittir. Toplam gelirler OY'den daha fazla ise tasarruflar yatırımı aşacak demektir. O zaman gelirler, tasarruf yatırıma eşit oluncaya kadar azalacaktır. Toplam gelirler OY'den daha az ise yatırımlar tasarrufu geçecek demektir. Böyle bir durumda da gelirler, tasarruf yatırıma eşit oluncaya kadar artacaktır.

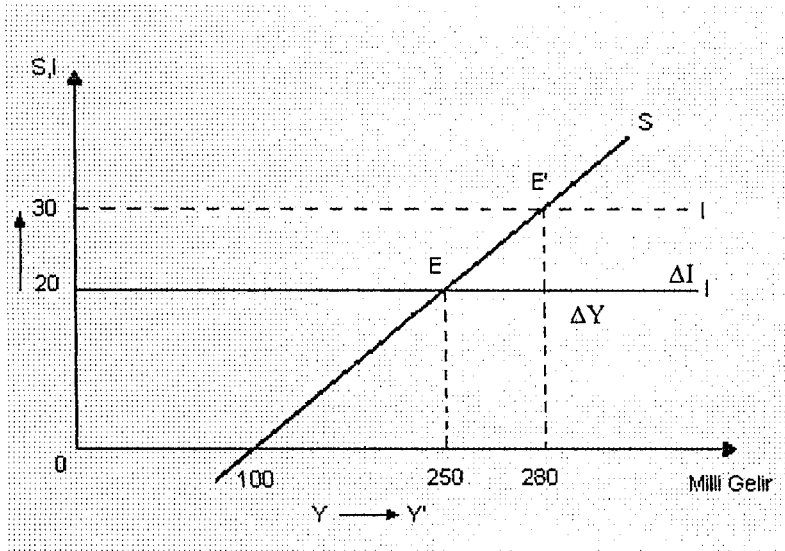
53 Zeynel Dinler, a.g.e, 306



Çizim 11: Tasarruf -Yatırım İlişkisi(1)

Şimdi de, otonom yatırımlardaki artışların etkilerini inceleyelim.

Başlangıçtaki denge noktası, tasarruf ve yatırım doğrularının kesiştiği E noktasıdır. Yatırımlar ΔI kadar artırılınca denge noktası da E' ne çıkar.(Çizim 12). Çizim üzerinde de açıkça görüldüğü gibi, milli gelir artışı (ΔY) yatırım artışından (ΔI) daha büyüktür.



Çizim 12: Tasarruf - Yatırım İlişkisi(2)

Eğer ekonomide yeniden 10 milyon liralık bir yatırım yapılırsa milli gelir de 250'den 280' e yükselecektir. Çünkü yatırım çarpanı 3, yatırım da 10 milyon olduğuna göre $10 \times 3 = 30$ milyonluk bir milli gelir artışına yol açacaktır.

Yatırım çarpanı formülüne göre:

$$\Delta Y = k \Delta I. \text{ Buradan } k = \Delta Y / \Delta I \text{ yazılabilir.}$$

$$30 = k \cdot 10$$

$$k = 30 / 10 = 3 \text{ bulunur.}$$

Yatırım çarpan katsayısı 3 bulunduğundan 10 milyonluk yatırım, 30 milyonluk bir milli gelir yaratacaktır.⁵⁴

Bazen, kişilerin kendi tasarruflarını kendilerinin yatırıma dönüştürebilmeleri mümkündür. Örneğin bir çiftçi, gelirinin bir kısmını, tarlasının sulanmasını sağlayarak olan bir su kanalının yapımına harcarsa hem tasarruf hem de yatırım yapmış olacaktır. Bugünkü tüketimin bir kısmından vazgeçmesi tasarruf, tarlasının verimini artırıp gelecekte daha fazla ürün elde etmek amacıyla su kanalı yapmak ise yatırımdır.

Ancak çağdaş bir piyasa ekonomisinde bu gibi durumlara nadir olarak rastlanır. Genelde ekonomilerde, tasarrufta bulunarak tüm gelirini harcamaktan kaçınanlarda, yatırım yapmak isteyenler çoğu kez değişik kişiler veya gruplardır. Bu nedenle de belli kesimlerin planladıkları ve gerçekleştirdikleri tasarrufların toplamıyla, başka kişilerin planladıkları yatırımların toplamının eşit olması, gerçekleşmesi mucize sayılabilecek bir rastlantıdır. Ekonominin belli bir gelişme ve büyüme hızını sağlayabilmesi için gerekli yatırımların boyutlarını yaklaşık olarak saptamak mümkündür. Ancak özellikle gelişmekte olan ülkelerde (ülkemizde dahil olmak üzere), yurtiçi tasarruflar yeterli düzeyde değildir. Tasarrufların yetersiz kalmasının belli başlı sebeplerini şöyle sıralamak mümkündür.

Genel gelir düzeyinin düşük olması nedeniyle, bir çok kişinin tasarruf etme yönü zaten ya çok kısıtlı ya da hiç yoktur.

Yüksek enflasyon kişilerin tasarruf arzusunu kırmaktadır. Kişiler, tasarruflarını enflasyon oranının üzerinde değerlendirebileceklerine güvenmediklerinden tüketime yönelmeyi tercih etmektedirler. Dağınık ellerde toplanmış tasarrufları toparlayarak,

54 Ali Özgüven, a.g.e., s.450

yatırım yapmaya istekli birey veya kurumlara aktaracak, güven verici bir kuramsal düzen oluşmamıştır. Yani finans kesimi yetersiz düzeydedir.⁵⁵

55 Mehmet Bolak, "Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi", Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1991, s. 6-7

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLER PİYASASI

1. Menkul Kıymetler Piyasasının Kapsamı

1.1. Tanımı

Menkul kıymetler kavramı ve terimi Türk literatürüne ilk kez, 1929 yılında çıkarılan 1447 sayılı Türkiye'deki Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile girmiştir. Türkiye'deki menkul kıymet hareketleri, ilk olarak 19. Yüzyılda ve Osmanlı döneminde başlamıştır. Esasen bu dönemde menkul kıymet kavramı olmayıp, menkul kıymet olarak kabul edebileceğimiz, hazine bonosu ve tahvillerinin ticareti söz konusudur. Başı boş şekilde yapılan bu ticaret, 1866 yılında Dersaadet Tahvil Borsası Kararnamesi ile düzenlenmeye çalışılmıştır.

Türk hukuk literatüründe menkul kıymetlerin ilk yasal tanımı ise, 30.7.1980 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası kanununun 3. Maddesinde yapılmaktadır. Buna göre, menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden, hisse senetleri, tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetlerdir.⁵⁶

Menkul kıymetler piyasası son derece karmaşık bir yapıdadır. Menkul kıymet alıcılarının ekonominin sektörlerini, politik ve ekonomik olayları, konjonktürünü, çeşitli mevduat değişikliklerini izlemeleri son derece zordur. Özellikle küçük tasarruf sahiplerinin oluşturdukları portföyler risk faktörüne daha da açıktır.

Öte yandan menkul kıymet ihraç edenlerinde yardımcı kurumlara ve aracılar gereksinimleri vardır. Menkul kıymet ihracı için uygun anı saptamak, nihai alıcılarla ilişki kurmak, pazarlama, satış, alıcılara güven vermek gibi konularda aracı kurumlara gereksinim vardır.

Menkul kıymetler, sermaye piyasası içinde birincil ve ikincil piyasalarda işlem görür.

⁵⁶ M. Birol Çapanoğlu, "Menkul Kıymet Borsaları", Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1993, s. 37

Birincil(ilk el) piyasa: Yeni çıkarılmış pay senedi gibi menkul kıymetlerin şirketler ya da hükümet tarafından ilk alıcılara satıldığı bir finansal piyasadır. Birincil piyasalar halk tarafından iyi bilinmez. Çünkü menkul kıymetlerin ilk satın alıcılara satışı kapalı kapılar arkasında olur.⁵⁷

İkincil piyasa: Birincil piyasada satışı yapılan kıymetlerin, oluşan fiyat üzerinden, serbestçe alım satımının yapıldığı piyasalardır. İkincil piyasalar iki katkı yapar. Birincisi, ikincil piyasalar nakit sağlamak için finansal araçların satışını kolaylaştırır. İkincisi, menkul kıymeti ihraç eden firmanın birincil piyasada satacağı menkul kıymetin fiyatını belirler. İkincil piyasada fiyatlar ne kadar yüksekse, birincil piyasada menkul kıymeti satan firma o kadar yüksek fiyat koyacak, dolayısıyla eline geçecek sermaye miktarı o kadar büyük olacaktır. İkincil piyasa bir anlamda sermaye piyasasından kopmakta ve bir menkul kıymetler piyasası oluşturmaktadır. O halde menkul kıymetler borsası gerçekte sermaye piyasasının değil, menkul kıymetler piyasasının kurumudur.⁵⁸

1.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nın Tarihçesi

İMKB' nin hukuken tarih sahnesine çıkıp çalışmaya başlaması 1985 yılının sonunda olmuştur ama, onu hazırlayan gelişmeler bu tarihten birkaç yıl öncesinden başlamıştır. 1980' de bir iktidar değişmesi ve onun yarattığı politik istikrar ortamı, kolay işleyen kanun yapma mekanizması içinde ardarda bir takım kanunlar kabul edilmiştir.

1981 Temmuzunda yayınlanan 2499 sayılı sermaye piyasası kanunu da bunlardan biridir. Kanunun kabulünden sonra Sermaye Piyasası Kurulu, bir yandan kendi yerleşme ve kadrolaşma sorunlarına çare ararken, bir yandan da, kanunda ön görülen yönetmeliklerin ve düzenlemelerin gerektirdiği tebliğleri hazırlamaya girmiştir. SPK'nın, yeni borsa kanununun hazırlanmasıyla ilgili çalışmaları epeyce uzun sürdü. Kurul başkanı, üyeleri ve uzmanları tarafından Batı'da, Uzak ve Ortadoğu'da bulunan bazı borsaları ziyaretler yapıldı Ankara'da ve İstanbul'da yabancı ve yerli bilim

57 İlker Parasız, "Para Banka ve Finansal Piyasalar", Ezgi Kitabevi, Bursa, 1992, s.52

58 Vakıf Bank Eğitim Semineri Notları, "Piyasaların Tanımı ve Menkul Kıymetlerin Çeşitleri", İstanbul, 1994 s.2

adamları ve uzmanlarla seminerler, toplantılar tertip edildi. Bu toplantılarda, SPK yöneticileri ve mensupları çeşitli önerileri tespiti çalıştılar.⁵⁹

Bu çalışmalar sonunda, 1447 sayılı eski Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu'nun yerini almak üzere 6 Ekim 1983 tarihinde çıkarılan 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışmaları Hakkında Yönetmelik'tir. 27 Şubat 1985 tarihinde Muharrem Karşlı ilk borsa başkanı olarak üçlü kararname ile tayin edilerek borsayı kurmakla görevlendirilmiştir, borsanın ilk genel kurulu 19 Nisan 1985 tarihinde toplanarak ilk yönetim kurulu seçilmiş, 31 Ekim 1985 tarihli genel kurulda ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği kabul edilmiş ve Borsa 26 Aralık 1985 tarihinde açılarak, 2 Ocak 1986 tarihinde ilk seansını yapmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın ilk yönetim kurulu Muharrem Karşlı(Başkan), Halit Kara, Şadi Kulaksızoğlu, İlhan İzibelli ve Tuncay Artun'dan oluşmaktaydı.⁶⁰

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, menkul kıymetler borsalarının özel bütçeli ve tüzel kişiliğe sahip kamu kurumu niteliğini muhafaza etmekle birlikte yapılan yeni düzenlemeler, dünya borsa sistemleri içinde başlangıçta Fransız, Alman ağırlıklı borsa tipini bir bakıma yaklaştırmış buna karşılık, borsayı Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetim ve denetimi altına koymuştur. İMKB'nin yönetimi, bir yönetim kuruluyla birlikte üçlü kararname ile tayin edilen bir borsa başkanı tarafından yürütülmektedir. Borsa'da işlem yapmaya yetkili kişiler, SPK tarafından işlem yapmalarına izin verilen gerçek ve tüzel kişiler olarak ifade edilmektedir. Bunların nitelikleri ve çalışma kuralları yönetmeliğe bırakılmıştır.

Menkul Kıymetler Borsası'nın kuruluş ve çalışma esasları hakkındaki yönetmeliğe göre borsalar, borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin alım-satımının kanuni esaslar dahilinde, belli kurallara göre düzen içinde yapılmasını sağlayan, oluşan fiyatların ilanına yetkili, tüzel kişiye haiz kamu kurumlarıdır.⁶¹

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, zamanla gelişen hacmi ve yatırımcıların artan orandaki katılımları sonunda, günümüzde dünyada en hızlı gelişen ve büyüyen

59 Azmi Fertekliğil, "Türkiye' de Borsa' nın Tarihçesi", İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, Yayın No:3, İstanbul, 1993, s.285

60 Muharrem Karşlı, "Borsa", İrfan Yayıncılık ve Ticaret, İstanbul, 1995, s.249

61 Targan Ünal, "Dünyada ve Türkiye' de Menkul Kıymet Borsaları", İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1990-33, İstanbul, 1990, s.353

menkul kıymetler borsaları arasına girmiş ve tasarrufların yatırıma dönüştürülmesinde önemli bir rol üstlenmiştir. İMKB şu anda dünyada gelişmekte olan piyasalar arasında ilk onda bulunmakta, işlem hacmiyle de Avrupa' da altıncı zaman zaman yedinci borsa konumunda bulunmakta.⁶²

1992 yılında Türkiye'nin turizm gelirleri 4 milyar dolar iken aynı yıl yabancı yatırımcıların ülkemizden senet alış verişinden ülkemize bırakmış oldukları komisyon 5 milyar dolar olmuştur. Diğer önemli bir gelişme ise 1995 yılında (tamamen) tahta sisteminden; bilgisayarlı (elit) sisteme geçilerek çağı yakalamıştır.

Yabancı borsalarla entegrasyonda zaman uyumsuzluğu olduğu için istenen yatırımcı potansiyeli sağlanamıyordu. Ancak borsa başkanı Tuncay Artun, 1994 yılı sonlarında iki seans ve dört saatlik sürelerle çıkararak bu zaman farkını önemli ölçüde minimize etmiştir. Sonuçta işlem hacmi iki katına çıkarak Avrupa'daki bir çok ülkeyi geride bırakmıştır. 1986 yılında yıllık işlem hacmi 8.7 milyar iken 1995 yılında günlük işlem hacmi 13 trilyon gibi büyük rakama ulaşmıştır.

1986 yılında yıl boyunca 3.3 milyon adet hisse senedi işlem görürken 1995 yılında günlük 1.145 milyar adet hisse işlem görür duruma gelmiştir.

1986 yılında 80 adet şirket işlem görürken 1995 yılında 2. cil piyasa ve bölgesel piyasada toplam 210 şirket işlen görmektedir.

1986 yılında kota olmuş şirket sayısı 348 iken 1995 yılında 1700 şirket kota edilmiştir.⁶³

1.3. Borsa Üyeleri

Borsa'ya üye olabilecek, Borsa'da işlem yapabilecek kişiler yönetmelikle 4 kategoriye ayrılmıştır;

- a- Yatırım ve Kalkınma Bankaları
- b- Diğer Bankalar
- c- Aracı Kurumlar
- d- Borsa Komisyoncuları(gerçek kişiler)

⁶²Tuncay Artun, "Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü". İktisadi Araştırma Vakfı Seminer Tebliği, İstanbul, 1995

⁶³ Halil Rençber, "Ekonomi ve Siyasetin Nabızı Borsa", Ofset Matbaası, İstanbul, 1996, s. 35

Borsa'da faaliyette bulunabilmek için, yatırım ve kalkınma bankaları ile diğer bankaların SPK'dan izin almış olmaları, aracı kurumların Borsa Bankerliği Belgesi'ne (BBB) sahip olmaları gerekmektedir.

İMKB Borsa Salon'unda üyeler üç esasa göre işlem yapabilmektedir;

- a- Kendi nam ve hesaplarına
- b- Kendi namına başkası hesabına
- c- Başkası nam ve hesabına⁶⁴

Aracı kurumların faaliyet konuları ise; halka arza aracılık, alım satım aracılık, menkul kıymetlerin geri alma ve satma taahhüdüyle alım satımı (Repo-Ters Repo), yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliğidir.⁶⁵

Tablo 2: 1986-1996 yılları Arasında İMKB'nin İşlem Hacmi, Aracı Kurum ve Şirket Sayısı

	Aracı Kurumlar		Toplam	İşlem Hacmi (Milyon \$)		Şirket Sayısı
	Aracı Kurumlar	Bankalar		İşlem Hacmi	Şirket Sayısı	
1986	19	28	47	13	80	
1987	31	42	73	118	82	
1988	36	44	80	115	79	
1989	42	52	94	173	76	
1990	65	51	116	5.854	110	
1991	110	55	165	8.502	134	
1992	112	60	172	8.567	145	
1993	112	64	176	21.770	160	
1994	111	64	175	23.203	176	
1995	103	62	165	52.357	205	
1996	100	62	162	37.737	228	

Kaynak : Milliyet Gazetesi, Muharrem Karslı, "Endeks", 28 Nisan 1997

64 Targan Ünal, a.g.e., s.353

65 Halil Rençber, a.g.e., s.37

Tablo 2’de İMKB’nin faaliyete geçtiği 1986 yılından beri, üye sayısı işlem hacmi ve işlem gören şirket sayısını göstermektedir. Tabloda, 1989 yılında 42 olan aracı kurum sayısının 1990’da 65’e, 1991’de de 110’a fırlamış olmasının sebebi, 1990 yılında, borsanın ve SPK’nın bağlı bulunduğu bakanında teşvikiyle aracı kurumlara furya halinde lisans verilmiş olmasıdır.⁶⁶

2. Ekonomik ve Siyasi Gelişmelerin Borsa Üzerinde Etkileri

Borsaların özellikleri başında ekonomik ve siyasi olaylara karşı çok duyarlı olmaları gelmektedir. Bu gibi gelişmelerden anında etkilenir, bu etkilenmeler borsanın boyutunun büyümesi ve derinliğinin artması ile ilgilidir. Bu tür borsalar olaylara ve gelişmelere daha çabuk cevap verirler.

-Döviz rezervindeki azalış ileride ülke ekonomisinin sıkıntılı günler yaşayacağını gösterir. Çünkü döviz rezervi azalmış bir ülkenin dışarıdan alacağı kredilerin tehlikeye gireceğini gösterir ve ödemeler dengesinde önemli sıkıntılarla karşılaşacaktır. Bu olay ekonomide uzun vadeli düşüişlere sebep olacaktır.

-İnterbank faizleri bankalar arası piyasada oluşan arz ve talebe göre belirli bir faiz oranında Türk lirası alıp satarlar. Piyasadaki faiz oranları artmaya başladığında bankalar ellerindeki hisse senetlerini satma yoluna gidebilirler ve bu da borsayı düşürmeye yetecektir.

-Mevduat faizlerindeki artışlar piyasayı kötü etkiler çünkü enflasyon olan bir ülkede yatırımcılar paranın değerini korumak ister. Başka bir yatırım alanı bulamadıkları için tasarruflarını bu alanda değerlendirirler sonuç olarak mevduat faizini seçen para borsadan çıkmış olur ve borsayı düşürebilir.

-Savaşlar; 1990 Ağustosundaki körfez krizi ülkemiz borsasını etkilediği gibi tüm uluslararası borsalarında aşırı derecede düşmesine sebep olmuştur.

-Emisyon; merkez bankasının bastırıldığı kağıt para ile bozuk paranın toplamıdır. Piyasalarda çok önemli bir gösterge olarak tutulur. Emisyonun aşırı yükselmesi enflasyonun artmasına neden olabileceği gibi bu paranın bir kısmının borsaya da kanalize olabileceğini gösterir ve borsayı yükseltir.⁶⁷

66 Muharrem Karsh, “Endeks”, Milliyet Gazetesi, 28 Nisan 1997

67 Halil Rençber, a.g.e., s.58

-Enflasyon; toplam talebin toplam arzı aşması nedeniyle fiyatlar genel düzeyinin yükselmesi anlamına gelen enflasyonun artması hiç kuşkusuz borsayı olumsuz etkiler. Çünkü enflasyonist baskıların artması halinde bankalar bunun bir iki puan üzerinde veya hiç olmazsa nötr faiz verme eğilimine girerler. Bir süre sonra orta ve büyük ölçekli bankalar arasında faiz yarışı başlar bu durumda tasarruf sahipleri, paralarını bankalara kanalize ederler. Özellikle de riski sevmeyen yatırımcılar. Bu da borsaya gidecek olan paranın miktarını azaltır. Bu talebin daralması ve bu daralma nedeniyle hisse fiyatlarının gerilemesi demektir.

-Hazine bonusu ve devlet tahvillerinde faiz dalgalanmaları da borsayı etkiler; Devlet, kaynak ihtiyacını karşılamak için iç borçlanma belgeleri olan hazine bonusu ve devlet tahvilleri yoluyla 3,6,9 aylık ve yıllık ihaleler açar. Bu ihalelerde oluşacak faizler borsayı etkiler faiz oranının yüksek çıkması ve bunun bir süre devam etmesi, bankaları da mevduat faizlerini yükseltmeye yöneltebilir. Bu durumda para borsadan kaçır. Sonuçta da borsada fiyatlar düşüş sürecine girebilir. Ters durumda ise borsa bundan olumlu etkilenir.

Bu nedenle yatırımcılar, hazine bonusu ve devlet tahvili ihalelerini takip etmelidirler.⁶⁸

Görüldüğü gibi ekonomik ve siyasi gelişmelerin borsa üzerindeki etkisi büyüktür. Bu nedendir ki borsa ekonominin ve siyasetin nabzıdır diyebiliriz. Ekonomik ve siyasi gelişmelerden borsada neler olabileceğini tahmin etme imkanına sahip olabiliriz.⁶⁹

2.1. Borsanın Mevsimlerle Olan İlişkisi

Borsa mevsimlere göre farklı şekillerde etkilenir. Bu mevsimler genellikle borsa yatırımcıları tarafından bilinir. Yatırımcıların bir kısmı kendilerini bu mevsimlerde pozisyon almaya zorlarlar. Vergi tahsilatının gerçekleştiği Mart ayında bütün piyasalarda olduğu gibi borsada da durgunluk hüküm sürer. Nisan ve Mayıs ayına kadar şirketlerin kurumlar vergisi ödemeleri devam ettiği için Şubatın sonra iki buçuk-üç ay kadar borsada durgunluk hüküm sürer. Mart ayından sonra şirketlerin ara

68 Kazım Kılınc, "A'dan Z'ye 200 Soruda Borsa", Egemen Matbaası, 2. Baskı, İstanbul 1993, s.91-93

69 Halil Rençber, a.g.e., s.59

bilançolarının gelmesiyle birlikte kısa bir dönem de olsa borsada bir canlılık görülür, durgunluk bir süre devam eder. Temmuz ayında altı aylık ara bilançoların açıklanmasıyla birlikte piyasada bir canlılık başlar, bu hareket Eylül-Ekim aylarına kadar etkisini arttırarak devam eder. Önemli olan bir nokta ise piyasalarda istikrarın sağlanması için siyasi ve ekonomik göstergelerin normal seyrinde devam etmesidir.⁷⁰

2.2. Uluslararası Menkul Kıymet Borsaları

19'uncu yüzyılın ikinci yarısında borsa endüstrinin finansmanında önemli bir rol oynamıştır. Yapılan bir çalışma 1853 yılında sermaye birikiminin dörtte birinin London Stock Exchange tarafından sağlandığını; 1913'e gelindiğinde bu oranın üçte birine çıktığını göstermiştir. Bu dönemde borsalarda Demiryollarının menkul kıymetleri devlet borçlarından sonra en önemli ikinci kategori olmuştur. Finansal hizmetler, sanayi ve ticaretin önemli bir paya sahip olmasına karşın tarımın finansmanında borsanın önemsiz bir yeri vardı.

20'nci yüzyılın ilk yarısında Londra borsasının endüstri için fon sağlama işlevinin azaldığını buna karşılık ABD'deki borsaların en büyük görece öneme sahip olduğunu görüyoruz. ABD'de de borsa, sanayinin finansmanında baskın bir yere sahipken tıpkı İngiltere'de olduğu gibi tarımın borsadaki yeri önemsizdir.⁷¹

Uluslararası ekonomik gelişmelerin hızla yaşandığı günümüzde, mali piyasalar da bu gelişmelerden fazlasıyla etkilenmektedir. Uluslararası bu gelişimin yanı sıra Türk mali piyasalarında ve özellikle sermaye piyasasında ümit verici gelişmeler yaşanmaktadır. Bugün, dünyadaki önemli ulusal sermaye piyasaları ve menkul kıymet borsaları birbirleriyle ve Europiyasalarla entegre olarak çalışmakta, yerel ve uluslararası yatırımcılara gün boyu zincirleme çalışan global bir pazar yaratılmaktadır.

Üç önemli borsadan(Tokyo, Londra ve New York) Tokyo borsası ile Avrupa borsaları ve özellikle Londra borsası arasında bir zaman boşluğu bulunmaktadır. Bu boşluk 4 saattir. Uluslararası yatırımlar için bu önemli bir süredir.

Bugün için büyük borsaların yanında çok sayıda yeni borsa hızla gelişmekte, dünyadaki sermaye hareketlerinden daha fazla pay almaya çalışmaktadır. Bu borsalar

70 Halil Rençber, a.g.e., s.84

71 Ali İhsan Karaca, "Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü", İktisadi Araştırma Vakfı Seminer Tebliği, İstanbul, 1995

“emergency market”-“yedek pazar” olarak uluslararası alanda tanınmaktadır. İMKB'nin de mevcut rekabet çevresini bu pazarlar oluşturmaktadır.

Uluslararası alanda finansal piyasalardaki gelişimlere ve uluslararası yatırımcıların farklılaştırma, riski yayma ve daha yüksek getirili borsalara yönelmeleri sonucu gelişmekte olan ülke borsaları ilgi çekerken bu ülkeler de, yabancı sermaye ihtiyaçlarını karşılamada alternatif bir yöntem bulmuş oldular. Önümüzdeki dönemde gelişmekte olan ülkelerin borsaları yabancı sermayenin kaynağı olarak önem kazanmaya devam edecektir.

Yedek pazarlar içinde en büyük borsa Tayvan borsasıdır ancak Tayvan borsası tamamen yabancı yatırımlara kapalı bulunmaktadır. Yedek pazarlara hareket kazandıran ve talep yaratan diğer bir gelişme ise oluşturulan ülke fonlarıdır. Gelişmiş borsalara kote edilerek 52 ülke yatırım fonu mevcutken, bunların en büyüğü, Kore fonudur. Ülke fonlarının sayısının giderek arttığı görülürken 1989 yılında Şili, Macaristan, Filipinler ve Türkiye gibi 20 ülkenin fonu daha uluslararası piyasalara girmişlerdir. Ülke fonları, gelişen sermaye piyasalarına girmek isteyen yabancı yatırımcıların karşılaştığı hisse senedi bulma zorluğu ve likidite gibi zorlukları aşmak için pratik bir araç olarak görülmektedir.

Türkiye de gelişmekte olan İstanbul Menkul Kıymet Borsası aynı çerçevede değerlendirilmektedir. Ancak İMKB'nin sahip olduğu avantajlar ve konumu itibarı ile Uzak Doğu ve Avrupa arasındaki boşluğu doldurma ve uluslararasılaşma konusunda çok sayıda yedek pazar içinde özellikle Hong Kong, Singapur, G.Kore, Tayvan borsaları ile rekabet içine girmelidir.

Menkul kıymet piyasalarında yabancı yatırımcıların aradığı en önemli kriterlerden biri enstrümanların çeşitliliği ve likiditedir. Enstrüman zenginliği olarak, İMKB'de klasik menkul kıymetler işlem görmektedir. Piyasada uluslararası yatırımcıların özellikle tercih ettiği varantlar ile forward piyasalarının yokluğu future ve option işlemlerinin yapılmaması bir eksiklik olarak görülmektedir.⁷²

72 Targan Ünal, a.g.e., s.373-383

2.3. Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları

Arasındaki Yeri

Menkul kıymet yatırımlarında (esas olarak hisse senedi yatırımlarında) risk ve getiri yatırımcı için büyük önem taşımaktadır. Yatırımcıların ülke dışında hisse senedi alım satımıyla uğraşmalarının belirleyici unsuru ise çeşitlendirmenin, yatırımın toplam riskini azaltması etkisidir.

Gelişmiş piyasalara göre gelişen piyasalar uluslararası yatırımcılara daha yüksek kazanç sağlama fırsatları sunmaktadır. Ancak bu kazançların gerçekleşmesinin belirsizlik derecesi de o ölçüde yüksek olmaktadır. Başka bir anlatımla, gelişen piyasalarda hisse senedi yatırımları, yatırımcısına yüksek kazanç sağlamasına rağmen aynı zamanda yatırımcısını daha fazla riske sokmaktadır. Bu durum ise risk-getiri ilişkisinin doğal bir sonucudur. Bu nedenle yatırımcılar daha ziyade riske göre düzeltilmiş getiri oranlarını dikkate almaktadırlar. Genel olarak Latin Amerika ülkelerinin hisse senedi yatırımları açısından daha riskli, Asya ülkelerinin ise daha istikrarlı bir yapıya sahip oldukları görülmektedir. Türkiye ise gelişen piyasalar arasında oldukça riskli bir konuma sahip bulunmaktadır. Bu durum özellikle son yıllarda daha fazla bir önem arz etmektedir. Çünkü riskin artmasının yanı sıra getiri oranlarında da önemli bir azalma gerçekleşmiştir. Diğer yandan, Türkiye genel olarak Latin Amerika ülkeleri ile negatif yönlü güçlü bir getiri ilişkisine sahip bulunmaktadır. Asya ve Avrupa ülkeleriyle ise bu ilişki pozitif yönlüdür. Bu açıdan, portföy riskinin azaltılmasında Türk hisse senetleri yatırımcılara özellikle Latin Amerikan hisse senetleriyle oluşturulacak bir portföyde önemli bir uluslararası çeşitlendirme sağlamaktadır.

İstanbul menkul kıymetler borsası olumsuz siyasi ve ekonomik gelişmelere rağmen faaliyete geçişinden 1995 yılı ilk yarısına kadar gelişmekte olan 19 borsa arasında en karlı borsa unvanını almıştır.⁷³

73 Halil Rençber, a.g.e., s.82

1991-1995 dönemi hisse senedi yatırımlarını risk ve getirilerini gösteren Tablo 3'den şu sonuç çıkmaktadır: En yüksek ortalama getiriye Polonya sahipken, bunu Brezilya ve Arjantin izlemiştir Türkiye ise, yirmi yedi piyasa arasında ancak yirmibirinci sırada yer alabilmiştir. Beş piyasanın aylık ortalama getirileri negatif olarak hesaplanmıştır. Bu açıdan yatırımcısına en fazla zarar ettiren piyasa Çek Cumhuriyetidir. Bu ülkenin endeks kapsamına alınan en yeni piyasa olması nedeniyle hesaplama döneminin kısılalığı ve 1995 yılının gelişen piyasalar açısından çok zor bir yıl olması bu durumun ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamış olabilir. Diğer yandan, ortalama hisse senedi getirisinin en yüksek olduğu Polonya, aynı zamanda en riskli piyasa olma özelliğini de beraberinde taşımaktadır. Türkiye düşük bir ortalama getiriye sahip olmasının yanında oldukça riskli piyasalar arasında yer almıştır. Dolayısıyla Türkiye'nin riske göre getiri oranı oldukça düşük kalmıştır. Bu açıdan en başarılı piyasalar Güney Afrika ve Şili'dir.⁷⁴

74 İMKB Yayınları, "Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar", İstanbul, 1996, s.27-36

Tablo 3: 1991-1995 Dönemi Türkiye'nin Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri

Gelişen Hisse Senedi Piyasalarının Risk ve Getirileri (Ocak 1991 - 1995 Dönemi)							
Piyasalar	Dönemdeki Ay Sayısı	Ortalama Getiri	Sıra	Risk	Sıra	Risk Görecü Düzeltmiş Getiri	Sıra
Arjantin	60	4.07	3	17.65	24	0.23	11
Brezilya	60	4.56	2	16.31	22	0.28	5
Çek. Cum.	23	-3.15	27	7.41	5	-0.43	27
Çin	36	0.15	22	22.03	26	0.01	22
Endonezya	60	0.56	18	8.31	9	0.07	19
Filipinler	60	2.60	9	8.90	11	0.29	4
G. Afrika	36	3.14	5	6.78	3	0.46	1
G. Kore	60	0.53	19	7.66	6	0.07	18
Hindistan	60	0.85	15	10.47	15	0.08	16
Kolombiya	60	3.42	4	11.51	20	0.30	3
Macaristan	3	-0.23	25	10.65	16	-0.02	25
Malezya	60	1.68	12	6.98	4	0.24	10
Meksika	60	1.47	13	10.87	17	0.14	14
Nijerya	60	3.14	6	20.08	25	0.16	13
Pakistan	60	1.77	11	10.5	13	0.18	12
Polonya	36	2.99	7	11.42	19	0.26	7
Peru	36	6.78	1	25.16	27	0.27	6
Portekiz	60	0.67	16	6.12	2	0.11	15
Sri Lanka	36	0.47	20	9.26	12	0.05	20
Şili	60	2.86	8	8.12	7	0.35	2
Tayland	60	2.19	10	8.79	10	0.25	8
Tayvan	60	0.81	17	11.20	18	0.07	17
Türkiye	60	0.22	21	17.34	23	0.01	21
Ürdün	60	1.09	14	4.42	1	0.25	9
Venezüella	60	-0.54	26	13.25	21	-0.04	26
Yunanistan	60	-0.03	23	8.27	8	-0.00	23
Zimbabve	60	-0.10	24	10.12	14	-0.04	24

Kaynak: İMKB yayınları, 'Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar', İstanbul 1996, s.26

2.4. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Globalleşme Süreci

Dünyada son gelişmeler, sermaye piyasalarının globalleşmeye gittiğini göstermektedir. Çünkü, globalleşme, yatırımcılar için yatırım fırsatlarının ve

gelirlerinin artmasına neden olmaktadır. Dünyanın dört bir yanında hisse senedi alışverişlerinin 24 saat boyunca yapılabilmesi “dünya borsası”nın büyüme sürecini hızlandırmaktadır. Pek çok büyük şirket, yabancı borsalarda hisse senetlerinin alınıp satılabilmesi için çaba göstermektedir. Uzmanlar, gelişmiş ülkelerde dış borsalara açılma eğiliminin, büyük şirketler düzeyinde tamamlanmak üzere olduğunu, bunun yanı sıra pek çok orta büyüklükteki işletmeninde aynı çabayı gösterdiğine işaret etmektedir. Bunun yanında, pek çok aracı kurum ve yatırım bankası, deniz aşırı bürolar açma konusunda birbirleriyle yarışmaktadırlar. Günümüzde işletmeler için, finansman her zaman olduğundan çok daha büyük bir önem taşımaktadır. Bütün bu büyük “dünya borsası” ve dünya finans pazarı içinde, İMKB’nin payının küçük olduğu tartışma götürmez bir gerçektir.⁷⁵

İMKB’nin dünya borsaları arasında yerini almasını sağlamak amacıyla, Uluslararası Borsalar Federasyonu’na başvuruda bulunmuştur. Ekim 1992 tarihinde Meksika’da yapılan Federasyon’un 32. Genel Kurul Toplantısı’nda üyelik başvurusu onaylanmıştır. Bu federasyon tam üye olarak girmek için sırada bekleyen borsalar düşünülürse, İMKB’nin kazandığı bu üyeliğin değeri anlaşılacaktır.

İMKB’ye yönelik çalışmalar, İMKB’yi dünya borsalar zincirinin bir halkası haline getirmektedir. Yabancı yatırımcılar, New York, Tokyo veya Londra’dan İMKB’ye direkt alım veya satım emri verebilmektedirler. Hedeflerin başında, yabancı hisselerin de İMKB’de işlem görmesi ve İstanbul’un dünyanın en önemli finans merkezlerinden biri olması gerekmektedir. Böylece İMKB uluslararası bir nitelik kazanmış olacaktır.⁷⁶

Uluslararası olma yolunda önemli adımlar atmakta olan İMKB’nin yerli ve yabancı yatırımcılar için kazanç fırsatları oluşturduğu söylenebilir. Yeni yapılanmakta olan bir borsa oluşundan dolayı, yabancı yatırımcılar İMKB’ye sıcak bakmaktadırlar. Türk Sermaye Piyasasının gelişmesinde önemli etkisi olan İMKB çağdaş bir konuma getirilirse, Türk ekonomisi açısından önemli bir finans potansiyeli oluşturulabilir. Aynı şekilde yabancı yatırımcıların gelmesi durumunda, Türk hisse senedi piyasasını çağdaş bir görünüme kavuşturacaktır. Piyasa derinleşecek, otomasyon kaçınılmaz olacak,

75 Alı Ceylan- Turhan Korkmaz, “Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi”, Ekin Kitabevi. Bursa, 1995, s.282

76 Yaman Törüner, “Yabancı Hisseler de Borsada İşlem Görecek”, Panorama Dergisi, Sayı 30, Eylül 1990

bilimsel çalışma ve araştırmaya ağırlık verilerek daha sağlıklı yatırım kararları alınması sağlanacaktır.⁷⁷

3. Menkul Kıymetler

1. Hisse senetleri
2. Devlet tahvilleri ve hazine bonusu
3. HS ile değiştirilebilir tahvil
4. Kara iştirakli tahvil
5. İpotekli borç ve irat senetleri
6. Banka bonoları, banka garantili bonolar
7. Geçici ilmuhaberler
8. İntifa senetleri
9. K/Z ortaklığı belgeleri
10. Katılma intifa senetleri
11. Gelir Ortaklığı Senetleri(GOS)
12. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler(VDMK)
13. Tasarruf bonusu
14. Yatırım fonu katılma belgesi
15. Özel Sektör Tahvilleri(ÖST)
16. Finansman bonusu⁷⁸

3.1 Hisse Senetleri: Hisse senedi bir Anonim Şirketin sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni Şekil Şartlarına uygun olarak dzenlenen hukuken kıymetli evrak hkmünde belgelerdir.⁷⁹

Tahvilden en önemli farkı bir borç senedi olmayıp, ortaklık ve mülkiyeti gösteren bir kıymet olmasıdır. Şirket faaliyet gösterdiği ve kar ettiği sürece sahibine bir gelir sağlar. Ancak geliri tahvil gibi sabit değildir. Şirketin karına ve yatırım kararlarına bağlı olarak yıldan yıla değişir.

77 Ali Ceylan-Turhan Korkmaz, a.g.e., s.288

78 Vakıf Bank "Men. Kıy. Eğit. Prog." Ankara, 1993, s. 4

79 Muarrem Karşı, a.g.e., s. 362

Hisse senedinin sağladığı gelire temettü denir. Temettünün yüksek olması hisse senedini piyasa değerini yükseltir.

Hisse senetlerinde bulunması zorunlu şartlar:

Şirketin ünvanı

Ticaret sicili numarası ve tescil tarihi

Kayıtlı Sermaye Sistemine geçmiş ise; Kuruluş sermayesi ve çıkarılmış sermayesinin ne kadar artırıldığı ve yayımlandığı Ticaret Sicil Gazetesi tarih ve sayısı

Hisse senedi nevi(Nama-Hamiline)

Hisse senedinin itibari(Nominal) değeri

Nama yazılı hisse senetlerinde hisse senedi sahibinin adı, soyadı ve adresi

Yetkili iki imza

Seri numarası, grup ve tertibi

Hisse senedi alım-satımı İstanbul Menkul Kıymetler Borsa' sında saat 10:00 - 12:00 ve 14:00-16:00 arsında, aracı kurumlar ve bankalar aracılığıyla gerçekleşmektedir.⁸⁰

Hisse senedine yatırım yapan kişi , her türlü ortaklık haklarından yararlanma imkanı sağlar. Bu haklar;

-Şirket karından pay alma hakkı

-Şirket yönetimine katılma hakkı

-Oy kullanma hakkı

-Rüçhan hakkı

-Tasfiyeden pay alma hakkı

-Şirketin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı⁸¹

- Hisse Senetlerini Ekonomik İşlevleri

Hisse senetleri halkın küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.

80 Mehmet Akyol, Vakıf Bank, "İstanbul Menkul Kıymetler Merkezi Uygulayıcı Notu", İstanbul, 1995

81 Ali Ceylan-Turhan Korkmaz, a.g.e., s.52

Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini halka dağıtmak suretiyle ekonomik refahı geniş bir tabana yayar, toplumda daha dengeli bir gelir dağılımı sağlar.

Hisse senetleri halkı ekonomik kararda az çok söz sahibi yaparak ekonomik demokrasinin oluşmasına katkıda bulunur.

Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyonist baskılara karşı dengeli bir yatırım yoluyla yatırımcının tasarrufunu enflasyona karşı korur.

Hisse senedi, aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır.

İşletmeler halka açılmak suretiyle öz kaynak sağlayabilirler. Hisse senedinden elde edilen fon, işletme için en sıkıntısız ve en verimli finansman kaynağıdır.

Sanayileşmiş ülkelerde sermaye ile yönetim genellikle ayrı ellerde toplanmıştır, bu durum hisse senetlerini ülkeye sağlıklı işletmeler kazandırması ve uluslararası alanda rekabet gücüne sahip işletmeler kazandırmasına imkan verir.⁸²

3.2. Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonosu: Kamu finansman açıklarını gidermek amacıyla Devlet tarafından çıkarılan iç borçlanma senetlerine Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili denmektedir.

Hazine Bonoları 3,6,9 ay vadeli olarak çıkarılan kısa vadeli borçlanma araçlarıdır. Devlet Tahvilleri 1 yıl ve daha uzun vadeli olarak çıkarılırlar. Sabit ya da değişken faizli olan 1 yıldan uzun vadeli DT'leri kupon olarak çıkarılırlar. Bir yıllık DT'leri HB gibi iskonto olarak ihraç edilirler.

Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili' nin talep edilme sebebi; özellikle son yıllarda faiz oranlarının yüksek olması yatırımcı talep artışının en büyük sebebidir. HB-DT' nin ihalelerde teminat olarak kullanılabilmesi ve Devlet tarafından ihraç edilmiş olduğu ödenmeme riski bulunmamaktadır. Bankalarda disponabilite ve diğer yükümlülükler nedeniyle Devlet iç borçlanma senedinin en büyük alıcısıdırlar.

Bankalar ve aracı kurumlar yapılan ihaleden kendi yükümlülükleri ve müşteri taleplerini karşılamak için HB-DT alırlar. Hazine Müsteşarlığı adına T.C.M.B. aracılığı ile 3,6,9, ay ve 1 yıl vadeli olarak açılır: Bankalar aracı kurumların ihaleden HB-DT alması birincil piyasa işlemidir.⁸³

82 Kazım Kılıncı, a.g.e., s.120-121

83 Serpil Orgaç, Vakıf Bank, a.g.e.,

3.3. Kar ve Zarar Ortaklığı Senetleri: Finansman gereksinimini gidermek amacı ile, hisse senedi ihracını düşünmeyen fakat para piyasasından da kredi bulmakta güçlük çeken şirketlerin ihtiyaçlarına cevap verebilen belgelerdir.

Kar ve Zarar ortaklığı senetleri, şirketin tüm faaliyetlerine ortaklık şeklinde, veya şirketi bir veya birkaç faaliyeti ile sınırlı olarak da çıkartılabilirler. Belgenin vadesi, faaliyetin ekonomik ömrü ile sınırlı olmaktadır. Bu tip belgeleri ihraç eden kuruluşlar, faaliyetin sonucunda hesaplanan kar' dan verilen pay tutarını finansman gideri şeklinde düşerek kurumlar vergisi matrahundan indirebilmektedirler.⁸⁴

3.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler: 1992 Temmuz ayında yapılan bir düzenleme ile yatırımcıların hizmetine sunulan VDMK, sermaye piyasasının sunduğu yatırım enstrümanları arasında oldukça dikkat çeken bir araç olarak karşımıza çıkıyor.

Menkul kıymet ihracı yoluyla fon sağlama anlamına gelen menkul kıymetleştirmenin bir uzvu olarak ortaya çıkan VDMK, bankalar özellikle para toplarken dispoñibilite, kanuni karşılık gibi yüklerden kurtulmak için tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralamadan doğan alacaklar, ihracattan doğan alacaklar vb. diğer alacaklar karşılık gösterilerek ihraç edilen kıymetli evraktır.⁸⁵

VDMK'nın yatırımcıya sunduğu avantajlar;

VDMK'nın yatırımcıya sağladığı en önemli avantaj değişken vadelerde işlem yapabilme imkanını sunmasıdır (1 aydan 1 yıla kadar).

Vade dolmadan işlemi boza bilme imkanı

Vade öncesi nakde çevirme durumunda, işlemin bozulduğu güne kadar geçen gün sayısına göre faiz alabilme imkanı.

Yatırımcı adına ücretsiz saklama imkanı.

Kolayca devrede bilme imkanı.⁸⁶

3.5. Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS): Gelir Ortaklığı Senetleri, Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması hakkında çıkartılan Kanun uyarınca, kamu kuruluş ve kurumlarına ait alt yapı tesislerinin gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkartılacak senetler, şeklinde tanımlanmıştır. Bu senetler

84 M. Birol Çapanoğlu, a.g.e., s.44

85 İker Parasız, a.g.e., s.137

86 Vakıf Bank Yatırım Bankacılığı Yayınları, "Yatırım Bankacılığı El Kitabı", Ankara, 1997, s.25

hamiline olarak çıkartılmakta ve satışı, satış duyurusunda belirtilen süreler içerisinde, bankalar, aracı kurumlar ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığınca belirlenecek kamu kurumları aracılığı ile yapılmaktadır.⁸⁷ Yatırımcılar, gelir ortaklığı senetlerini vergi avantajı yanında teminat olarak kullanabilme olanağına sahiptirler.⁸⁸

3.6. Yatırım Fonu Katılma Belgesi: Riskin dağıtılması ilkesi ve inanca dayalı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları ile kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, ulusal piyasalarda ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli menkul kıymetlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır. Amaç küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin portföy çeşitlendirmesi yapılmak suretiyle ve riskin azaltılması ilkesiyle önceden tespit edilmiş amaçlar doğrultusunda yöneltilmesidir.

Yatırım fonları; bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engeli bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ve 506 sayılı kanunun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar tarafından SPK'dan izin almak kaydıyla oluşturulabilirler.

Yatırım Fonlarının Faydaları;

Yönetimin profesyonellerce yapılıyor olması,

Risk dağılımı, portföy çeşitlendirmesi ve en az risk,

Portföydeki kıymetlerin sürekli izlenmesi

Katılanlara vergi avantajı,

Sermaye artırımını, hisse senedinin bölünmesi, temettü tahsilatı işlemleri takip etme külfetinden kurtulunması,

Toplu kıymet alımları ve toplu portföy yönetimi nedeniyle maliyet avantajı,

Katılma belgelerinin küçük küpürlü olması nedeniyle alım-satım kolaylığı,

Süratle paraya çevirme imkanı ve istendiğinde tekrar geri alabilme imkanı,

A tipi yatırım fonları, fon iç tüzüklerinde asgari sınırları belirtmek kaydıyla, portföy değerinin en az % 25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamındaki KİT'ler de dahil olmak üzere Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırılmış fonlar A tipi fonlar olarak adlandırılırlar.

A tipi fonların önemli vergi avantajları bulunmaktadır.

87 Günal Vural, "Sermaye Piyasası Hukuku", Ankara, 1987, s.147

88 Ali Ceylan-Turhan Korkmaz, a.g.e., s.57

A tipi yatırım fonları yabancı menkul kıymet, kıymetli maden ve altına yatırım yapamazlar.

A tipi olmayan yatırım fonlarında, portföy değerinin en fazla % 25'i hisse senetlerine yatırılabilir.⁸⁹

3.7. Özel Sektör Tahvilleri(ÖST):Tahvil sabit gelir sağlayan uzun vadeli bir menkul değer türüdür. Tahviller devlet, kamu kuruluşları ve özel sektör tarafından ihraç edilebilir.

Ülkemizde tahvil ihracı, özellikle özel sektör kuruluşlarınca tahvil çıkarılması 1970 li yıllarda başlamış ve giderek önemli bir pazar oluşturmuştur. Bugün Türk sermaye piyasasında özellikle birinci el piyasasında tahvil kesiminin daha hareketli olduğu söylenebilir.⁹⁰

3.8. Finansman Bonosu: Firmaların kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak üzere çıkardıkları kısa vadeli senetlerdir. Banka kredilerinin yüksek maliyeti dolayısıyla şirketlere aracısız doğrudan finansman sağlama imkanı verilmek üzere ihdas edilmiş bir enstrümandır. Finansman bonolarının tahvilden daha kısa vadeler için çıkarılabilmesi bu aracı faiz iniş çıkışlarına karşı daha fazla korumakta ve bu yönüyle şirketleri daha az riske etmektedir.⁹¹

Türkiye'de finansman bonolarının vadesi 30 günden az, 360 günden çok olmamak üzere 30 gün ve katları şeklinde belirlenir. İskontolu olarak ihraç edilir. Dolayısıyla anonim şirketler finansman bonolarının nominal değerini öder. Yatırımcı açısından kazanç, satınalma değeriyle nominal değer arasındaki farktır.⁹²

4. Menkul Kıymetlerin Özellikleri

Menkul kıymetlerin her birinin kendi özellikleri bulunmakla beraber bazı ortak niteliklere sahiptirler. Bu ortak nitelikleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

89 Vakıf Bank Yatırım Bankacılığı Yayınları, a.g.e., s.35

90 Sudi Apak, "Sermaye Piyasaları ve Borsa", Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul 1995, s.84

91 Muharrem Karslı, a.g.e., s.350

92 Ali Ceylan-Turhan Korkmaz, a.g.e., s.56

- a. Menkul kıymetler hukuken kıymetli evrak niteliğindedir.
- b. Standart ve yuvarlak meblağlı, misli nitelikte, belli şekil şartlarına haiz kıymetlerdir.
- c. Çok sayıda ihraç edilip halka arz edilen kitle senetleridir.
- d. Az veya çok devamlılık arz eden alacak ya da ortaklık haklarını temsil ederler.
- e. Periyodik (dönemsel) gelir sağlarlar.
- f. Her birinin bir itibarı (nominal-üzerinde yazılı) değeri, bir de piyasada ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır.
- g. Menkul kıymetler nama ve hamiline yazılı olabilirler. Nama yazılı senetlerde, sahibinin adı, soyadı ve adresi bulunur. Hamiline yazılı senetler ise onun malı sayılır ve teslimle el değiştirir.⁹³

5. Menkul Kıymetler Piyasasının Yararları

5.1. Yatırımcılar Açısından;

- * Yeni yatırım seçeneklerine hızlı ve düşük maliyetle ulaşma,
- * Gerçek piyasa koşullarında işlem yapma,
- * Uygun fiyatla alım satım,
- * İşlemlerin hızlı ve ucuz bir şekilde gerçekleşmesi,
- * Bilgilendirme.

5.2. Hazine Açısından;

- * İç Borçlanma senetlerinin geniş halk kitlelerine yayılması,
- * Borçlanma hacmi ve maliyeti üzerinde hazinenin kontrolünün artması.

93 Muharrem Karşı, a.g.e., s.282

5.3. Diğer İhraççı Kurumlar Açısından;

- * Rekabet, likidite ve hız ile düşük maliyetler nedeniyle menkul kıymetlere olan talebin artması
- * Yeni ihraçlara imkan verme,
- * Sermaye piyasasında fon sağlama kapasitesinin artması.

5.4. Banka ve Aracı Kurumlar Açısından;

- * Büyük miktarda ve hızlı bir şekilde işlem yapabilmek,
- * Müşterilere geniş yatırım seçeneklerinin sunulması,
- * İkincil piyasanın getirdiği yüklerden kurtulma(Zorunlu olarak alınan özel sektör kağıtlarının bu piyasada paraya dönüştürülmesi.)⁹⁴

6. Menkul Kıymetler Borsasının Ekonomik İşlevleri

Menkul kıymet borsaları ve genelinde finansal piyasaların temel işlevi, tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayarak ekonomik gelişmeye katkıda bulunmaktır. Borsalar, tasarruf sahibi yatırımcıların menkul kıymet talepleri ile, kaynak ihtiyacı bulunan şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetleri en kısa sürede karşılaşmalarını sağlarlar. Böylece tasarruflar, yatırıma dönüşmüş olur ve ekonomi içinde en verimli alana tahsil edilmiş olur.⁹⁵

Menkul Kıymet Borsalarının ekonomik fonksiyonlarını şöyle özetlenebilir;

6.1. Devamlı ve Likit Bir Pazar Oluşturulması

Mali bireysel yatırımcıların ellerinde veya aracı kurumların kasalarında buldukları menkul kıymetleri, en kolay bir biçimde paraya çevirebildikleri yer, borsalardır. Menkul kıymetler, borsaya kote olduklarından yatırımcılara güven

94 Vakıfbank, " Men. Kıy. Eğt. Prog." Ankara , 1993, s. 5

95 Ali İhsan Karacan, " Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü", İ.A.V. Seminer Tebliği, İstanbul, 1995

verebilir ve mali yatırımcı, ikincil piyasada menkul kıymet satışından elde ettiği kaynağı, birincil piyasada yeniden menkul kıymete yatırarak, talep yatırımında katkı olur. Böylelikle devamlı bir piyasanın oluşmasında potansiyel yaratır.

Devamlı bir piyasanın özellikleri, işlem hacminin büyüklüğü, alım ve satım fiyatı arasındaki marjın küçük olması, zaman bakımından fiyatlarda büyük dalgalanmaların olmaması ve yeteri kadar alıcı ve satıcının bulunmasıdır. Bu koşulların varlığı, menkul kıymetler için devamlı bir piyasa oluşturur.

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, piyasaya giren ve dolayısı ile likit bir pazar oluşumunda büyük katkı sağlayan tasarrufların çoğu, kişiler tasarruflar olmayıp, kurumsal tasarruflardır. Tasarruflarını çeşitli menkul kıymetlere yatıran kurumsal yatırımcılar, sigorta şirketleri, emekli sandıkları, vakıflar ve diğer sosyal kurumlardır ve sermaye piyasasına en büyük, en istikrarlı ve en uzun fonları sağlarlar.

Menkul kıymet borsalarında, fiyat istikrarını sağlayabilmek ve likit bir pazar oluşumuna katkıda bulunabilmek için, menkul kıymetlerin aşırı bir şekilde kıymetlenmesini veya aşırı bir şekilde değer yitirmesini önleyen, pazar yapıcı kurumlara gereksinim vardır.

6.2. Adil Bir Fiyat Oluşumunun Sağlanması

Tüm alıcı ve satıcıların eğilimleri borsada saptanabildiğinden, tek fiyatın oluşmasını en iyi şekilde borsalar sağlayarak bunları bültenler halinde yayımlarlar. Borsada oluşan fiyatlar, ülkenin hatta Dünyanın her tarafında uygulanır.

Borsanın tek fiyat fonksiyonlarını tam olarak yerine getirebilmesi için, borsaların ve alıcı kurumların bilgisayar ağı ile birbirine bağlanmasında büyük yarar vardır. Çünkü basın organları tarafından yayınlanan bültenlerdeki fiyatlar, bir gün önceki fiyatlar olduğundan ve bir gün içerisinde de fiyatlar değişebileceğinden, genel eğilimi yansıtabilmekte eksik kalmaktadırlar. Nitekim, günümüzde bütün Dünyada ve borsalar kuşağı adı altında bir globalizasyon olayı başlatılmak istenmekte, New York'tan başlatılarak ve saat farkının da hesaba alınması ile, bir borsanın kapandığı anda öbürünün açılması suretiyle yirmidört saat faaliyette olacak, üniversal bir borsa hizmeti verilmeye çalışılmaktadır.

6.3. Mülkiyetin Yaygınlaştırılmasına Yardımcı Olmak

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerdeki, menkul kıymetler borsalarının en temel işlevi, menkul kıymetlerin en etkin ve seri bir şekilde mali yatırımcıların ve küçük tasarruf sahiplerinin ellerine geçmesine ortam hazırlayarak, mülkiyetin yaygınlaştırılmasına yardımcı olabilmektir.⁹⁶ Yatırımcıların korunmasını sağlar. Uzun vadeli reel yatırımlarını, kısa vadeli tasarruflarla finansmanını sağlar.⁹⁷

6.4. Ekonomiye Kaynak Sağlama

Menkul kıymet borsaları, işletmelerin finans ihtiyaçlarını gidermede etkin bir öneme sahip olduklarından, ekonomiye kaynak sağlamada etkin bir rol üstlenmiştir.

Şirketler kısa vadeli finans gereksinimlerini uygun bir maliyetle para piyasalarından karşılayabileceklerini uygun bir maliyetle para piyasalarından karşılayabilecekleri gibi, uzun vadeli finans ihtiyaçlarını da sermaye piyasasından karşılayabilirler. Para piyasasının içindeki kaynaklar, zaten ekonominin içinde olduğundan, burada önemli olan, sermaye piyasasının ekonomiye kaynak sağlamasıdır. Küçük tasarruflarını altın veya diğer kıymetli madenlere yatıran yatırımcının, bu yönü ile ekonomiye kaynak yaratmada bir rolü olmayacaktır.

6.5. Güvence Ortamı Sağlamak

Hisse senetleri borsaya kote edilirken, kotasyon öncesi şirketler incelemeye alınmakta ve devamlı bir şekilde kontrol altında bulunduklarından, borasaların güvence fonksiyonları olmalıdır. Her ne kadar Devlet tarafından verilmiş bir güvence olmasa da, mali yatırımcılar, sahip oldukları menkul kıymetleri ihraç eden kuruluşların, denetim altında olduklarını bildiklerinden, güven duygusuna sahip olabilirler.

96 M. Birol Çapanoğlu, a.g.e., s.143

97 Halil Rençber, a.g.e., s.26

6.6. Ekonominin Barometresi Olma

Borsalarda, menkul kıymetlerle ilgili yapılan alım ve satım fiyatlarının ve işlem hacimlerine ilişkin bilgilerin, her gün yayınlanması ile menkul kıymet ihraç etmiş kuruluşlar da, devamlı bir değerlendirmeye tabi tutulmuş olurlar. Menkul kıymetlere ilişkin talebin şiddetine ve sunulan menkul kıymetlerin hacmine göre, fiyatlar sürekli olarak değişmekle birlikte, borsada menkul kıymetlerin fiyatını etkileyen asıl faktör, bunları ihraç etmiş bulunan şirketleri, mali bünyeleri, başarı dereceleri ve karlılıklarıdır. Eğer şirket başarılı ise, borsada oluşan fiyatlar, ekonomi için çok yararlı bir gösterge olmaktadır. Menkul kıymet fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında çok önemli veriler vermektedir.⁹⁸

6.7. Enflasyonu Düşürücü Etkisi

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist eğilim kuvvetlidir. Bununla beraber mevduat faizleri de enflasyon oranında hareket etmektedir. Bankalar toplamış oldukları mevduatları sanayicilere kredi olarak verirler, fakat enflasyonist ortamda kredi maliyetleri yüksek olmaktadır. Dolayısıyla sanayici yüksek maliyetli kredinin bu farkını üretimini yaptığı mallarına yansıtarak enflasyonu körüklemiş olur. Fakat altyapıları sağlam, işlevlerini yerine getiren borsalarda sanayiciler, sermayelerinin bir bölümünü halka açmak suretiyle sıfır maliyetle kaynak ihtiyacını sağlayabilir ve yatırımlarını finanse ederek düşük maliyette üretim yapabilirler.⁹⁹

6.8. Toplumsal Uzlaşmayı Sağlama

Borsanın bir işlevi de, sanayicilerle küçük tasarruf sahipleri durumundaki işçiler, memurlar ve emekliler arasında “köprü” kurmasıdır. Özellikle kendi çalıştıkları şirketin hisse senetlerini satın alan işçilerle şirket arasında yakınlık sağlanır. Bu çeşit şirketlerde grev eğilimi azalır. Uzun vadeli yatırımın sistemli hale geldiği borsalarda şirketlerle ve

98 M. Biroi Çapanoğlu, a.g.e. , s. 144

99 Halil Rençber, a.g.e. , s.26

de onların sahipleriyle halk arasında bağ kurulmuş ve muhtemel sınıf çatışmaları da önlenmiş olur. Böylece borsa, toplumsal uzlaşmanın sağlanmasına katkıda bulunur.¹⁰⁰

7. Türk Hisse Senedi Yatırımcısı

Gelişmekte olan ekonomilerde borsanın önemli bir sorunu bulunmaktadır. Bu sorun, söz konusu ülkelerde borsaların görece olarak küçük ve yeterli derinliğe ulaşmamış olmaları nedeniyle büyük dalgalanmalara fiyat hareketlerine maruz kalmalarıdır.¹⁰¹

Büyük fiyat hareketlerini, esas olarak, yatırımcıların çoğunluğunun bütün gelişmeleri tam olarak tahmin edememelerinden ve tahmin edilemeyen olaylara büyük ölçüde toplu reaksiyon göstermelerinden kaynaklandığı unutulmamalıdır. Eğer herkes her zaman piyasanın doğru tarafında ise önemli fiyat hareketleri meydana gelemez.

Türkiye’de bireysel hisse senedi talebi ile yatırımcı özellikleri arasındaki ilişkiye bakıldığında, hisse senedi talebi ile yaş, eğitim, servet ve toplam tasarruf arasında olumlu ilişki olduğu görülmektedir. Eğitim seviyesi, servet ve buna bağlı olarak tasarruf edilebilir miktar arttıkça, hisse senedi talebi de artmaktadır.¹⁰² Riske karşı tutumu açısından bakıldığında zaman yatırımcıların büyük bir kısmı riske karşı duyarlıyken bunların arasında risk almayı sevenler ile riskten kaçınan yatırımcıların toplam yatırımcılara oranı hemen hemen aynıdır.

Yatırım yapılan hisse senedi ihraç eden firmanın değerlendirilmesinde en çok önem verilen faktörler karlılık ve satış hacmi olmuştur.

Yatırımcılar açısından, kamu ve özel sektör hisseleri arasında tercih edilebilirlik açısından çok büyük bir fark olmadığı görülürken, özel sektör hisselerini tercih edenlerin oranı hiç de az değildir. İlginç olan nokta, kamu sektörü hisselerini tercih sebebi olarak görülmediğidir.

Yatırımcılar, kısa vadeli yatırım yapmaktadırlar, bu süre genellikle 3 aydan kısadır.

Bireysel yatırımcının hisse senedi talebinde aracı kurumların etkisi açık bir şekilde ortaya konmaktadır. Medya, yatırımcıyı her zaman etkilememektedir.

100 Kazım Kılınç, a.g.e., s.31

101 Ali İhsan Karacan, a.g.e. İ.A.V. Seminer Tebliği

102 Ali Ceylan-Turhan Korkmaz, a.g.e., s.288

Yatırım yapılan hisse senedini fiyatında bir değişme olduğu zaman, paniğe kapılarak hemen pozisyon değişikliğine gidenlerin sayısı azdır. Fiyatın düşme yönünde değişmesi durumunda, fiyatların yükselmesi için bir müddet beklemeyi uygun görenler ile sonuna kadar bekleyerek pozisyonuna bağlı kalanlar çoğunluktadır.¹⁰³

Türkiye’ de sosyal, politik ve ekonomik çalkantı ve enflasyon gibi olumsuz koşulların, bireysel hisse senedi talebini özellikle olumsuz yönde etkilediği görölmektedir.

Portföy çeşitliliği ve hisse senedi talebi arasındaki ilişkiye bakıldığında, Türkiye’deki bireysel yatırımcıların şirket yönetimini ele geçirmek istemedikleri görölmektedir. Yatırımcıların amacı, riskten korunmak için çeşitlendirme yapmak ve bunun için büyük şirketlerin hisselerini tercih etmek şeklinde saptanmıştır. Öte yandan, yatırımcının riskten korunmak için iç bilgilenmeye önem verdiği anlaşılmaktadır.¹⁰⁴

103 İMKB Yayınları, a.g.e., s.218-221

104 Ali Ceylan-Turhan Korkmaz, a.g.e., s.289

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMETLER PİYASASI VE ULUSAL TASARRAFUN DEĞERLENDİRMESİ

Enflasyonun yüzde 3'ü, yüzde 5'i geçmediği bir ülkede parayı nakit olarak tutmanın çok fazla bir sakıncası yoktur. Oysa Türkiye gibi yüksek enflasyona sahip bir ülkede bunun sakıncası çoktur. Bu durumda aileler, kısa dönemde harcamalarını karşılamak için ihtiyaç duydukları tutarın dışındaki paralarını bir yatırım aracında değerlendirme ihtiyacını duyarlar. Ancak tasarruf araçlarının riskini ve reel getirisini bir arada ele alıp en doğru kararı almak kolay değildir. Güvence faktörü öne çıktığında reel getiri düşük olmakta, hatta para reel olarak azalmaktadır. Yüksek kazançların ise her zaman olduğu gibi riski vardır.¹⁰⁵ Tasarruf ister banka ister banka dışı sistemde kullanılsın elde edilen reel gelir çoğu zaman eksi değer taşımaktadır. Buna rağmen tasarruflar enflasyonun olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla banka mevduatı, altın, gayrimenkul, hisse senedi, tahvil, döviz ve yatırım fonlarına yatırılmaktadır.¹⁰⁶

1. Türkiye'de Tasarrufların Gelişimi (1986-1996)

Bilindiği gibi ülkemiz 1980 sonrasında, Pazar ekonomisine dayalı, dışa açık büyüme stratejisine geçerek, bir ekonomik değişim modelini uygulamaya koymuştur. 1980'li yılların başlarından itibaren dünya ticaretinin artış hızının yavaşlamasına rağmen, Türkiye ihracatı teşvik stratejisini ön plana çıkararak, ihracata dayalı ekonomik büyüme modelinde önemli mesafeler kaydetmiştir. Ayrıca bu amaçla, tasarrufların daha etkin değerlendirilmesi için bir dizi mali sektör reformunu başlatmış, adeta bir finansal "serbestleşme" sürecine girmiştir. Söz konusu reformlar;

- Faiz oranlarının 1980 yılında serbest bırakılması,
- 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulması,
- 1985'te Bankalar Kanunu'nda yapılan yenilikler ile finans sisteminin uluslararası normlara yaklaştırılması, bankalar arası para piyasasının kurulması,

105 Ekonomist Dergisi, 8 Eylül 1996, sayı:36, s.24

106 Rıza Aşıkoğlu, "Tasarrufların Yatırıma Aktarılmasında Temel Güdüler", A.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi, Eskişehir, 1984, s.75-85

Merkez Bankasının yeni hizmetler sunmaya başlaması (1987’de açık piyasa işlemleri yapmaya başlaması, döviz piyasası, altın piyasası işlemlerinin alt yapısının hazırlanmaya başlaması), Devlet iç borçlanma senetlerinin ihale yoluyla satışa karar verilmesi,

- 1986’da menkul kıymetler piyasasının fiilen hizmete girmesidir,

Tüm yeniliklerin mali sistemi en çok ilgilendiren ve etkileyen yönü, sistemde ilk defa döviz ve sermaye hareketlerine serbestleşme sağlanması olmuştur.¹⁰⁷

Tablo 4: Türkiye’de 1986-1996 Yılları Arasındaki Top. Tas. GSMH içindeki payı

(Milyar TL)

	GSMH	Yüzde değişimi	Toplam Tasarrufu	Toplam tas./GSMH
1986	51.184,8	-	11.209,5	21,9
1987	75.019,4	46,6	17.919,6	23,9
1988	129.175,1	72,2	35.135,6	27,2
1989	230.369,9	78,3	50.911,7	22,1
1990	397.177,5	72,4	87.379,0	22,0
1991	634.392,8	59,7	135.125,6	21,3
1992	1.103604,9	74,0	238.378,6	21,6
1993	1.997.322,6	81,0	453.392,2	22,7
1994	3.887.902,9	94,7	894.217,7	23,0
1995	7.854.887,2	102,0	1.688.800,7	21,5
1996 Tah.	14.777.000,0	88,1	2.896.292,0	19,6

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1997)

Tablo 4 Türkiye ekonomisinde 1986-1996 yıllarında tasarrufların GSMH içindeki payı göstermektedir. Tablo 4’de görüldüğü üzere, tasarrufların GSMH’da ki payı 1986’da % 21,9, 1987’de % 23,9, 1988’de, % 27,2, 1989’da % 22,1, 1990’da % 22,0, 1991’de % 21,3, 1992’de %21,6, 1993’de % 22,7, 1994’de % 23,0, 1995’de %21,5, 1996’da % 19,6 dır.

107 İlhan Uludağ, “1997 Yılında Finans Kesiminde Muhtemel Gelişmeler”, İAV Seminer Tebliği, İstanbul, 1996

1986 yılında görülen aşırı bürüt ücret artışları karlarda ve GSMH' da düşüşle sonuçlanmıştır. Ücretlerdeki büyük artışa aynı zamanda faiz oranlarındaki düşüş servetteki artış ve kredilerdeki genişleme eşlik ederek mal ve hizmetlere yönelik özel tüketimle büyük bir artışla sonuçlanmıştır. Özel tüketimdeki artış paranın reel olarak değerlendirilmesine, ithalat fazlalarındaki artışa neden olmuştur.

Tasarrufların GSMH içindeki payı son yıllarda hızlı bir düşüş göstermiştir. Ayrıca son yıllarda özellikle bireysel bankacılık faaliyetleri çerçevesinde tüketici kredilerinin artması, ülkemizde tüketimi teşvik edici rol oynamıştır. "Önce harca sonra tasarruf et" felsefesi benimsenmeye başlamıştır. Özellikle Türk banka sisteminde Euro piyasalardan sağladığı ucuz fonları dayanıklı tüketim mallarına yönelik olarak tüketici kredisi olarak kullanılmıştır.

1994 yılında tasarrufların GSMH ya oranında artış olmasının nedeni; döviz kurlarının yüksek reel faiz politikasıyla ayarlanmaya çalışılmasıdır. Çıkartılan yıllık % 406 faizle üç aylık hazine bonoları toplam tasarrufu arttırmıştır, bu da faize dayalı rant ekonomisini daha da tırmandırmıştır. Ayrıca bu olanaktan yabancı tasarruf sahiplerinin de yararlanmış olmaları ülkemiz dışında önemli miktarda kaynak artırımına neden olmuştur. Alınan 5 Nisan 1994 kararlarından sonra GSMH'da artış bir yana azalma meydana gelmiştir. 1994 yılının ikinci üç aylık döneminde madencilik ve enerji sektörü dışında (büyük ölçüde kamusal üretim yapılmaktadır) tüm sektörlerde ekonomide büyüme hızı eksidir. Aynı şekilde gayri safi yurt içi hasıla ve gayri safi hasılda sırasıyla -% 11,3 ve -% 10,6 lık bir gerileme görülmektedir. 1994 yılında GSMH'deki küçülme % 6'ları bulmuştur.

Türkiye'de faiz oranları üzerindeki baskının hafifletilebilmesi için GSMH içindeki yurt içi tasarruf oranının hızla yükseltilmesi gerekmektedir.¹⁰⁸

2- Toplam Tasarrufun Gelişimini Belirleyen Faktörler

Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda olduğu gibi ülkemizde de tasarruf eğilimi çok düşüktür. Bunun nedenleri arasında, genel gelir düzeyinin düşük olması, yüksek enflasyon nedeniyle kişilerin tasarruf arzusunun kırılması ve tüketime yönelmeyi tercih

107 İlhan Uludağ, "1997 Yılında Finans Kesiminde Muhtemel Gelişmeler". İAV Seminer Tebliği. İstanbul, 1996

etmeleri sayılabilir. Bu kısır döngüden çıkılması için enflasyonun kontrol altına alınması ve daha adil bir gelir dağılımının sağlanması gerekir.

2.1. Reel Ücretlerin Gelişimi

Türkiye’de demokratik süreçlerin işlediği, örgütlenme ve hak arama yollarının bulunduğu ve ekonomi politikası olarak da iç pazarın genişlemesine dayalı ithal ikameci sanayileşme politikasının izlendiği; dönemlerde ücretler artmaktadır. Buna karşılık, özellikle dış satıma dayalı büyüme politikasının askeri darbe ile tamamlandığı 1980’lerin başlarında (ve öbür baskı dönemlerinde) gerçek ücret düzeyi düşüktür.¹⁰⁹

Tablo: 5: Reel Maaş Ve Ücret Endeksleri

	(1989=100)						
Net Ücretler	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996(1)
Kamu Kes. İşçi Ücreti	118.5	164.7	179.0	193.0	193.0	154.6	119.9
Özel Kesim İşçi Ücreti	116.8	157.6	164.8	166.8	140.2	125.7	129.0
Memur Maaşı	115.0	123.3	140.3	143.3	111.8	106.5	114.6
Asgari Ücret(2)	113.8	128.5	140.2	148.3	124.5	116.3	137.8

Kaynak:DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler(1950-1997)

(1) Asgari Ücret Hariç Diğerleri Tahmindir

(2) Yıllık Ortalama (16+Yaş)

Veriler, Türkiye’de 1980 sonrası gerçek ücret gelişmelerinin ulusal gelirin büyümesiyle bir bağının bulunmadığını göstermektedir. 1980-1988 yılları arasında hiç bir yılda GSMH artış oranı, yani büyüme hızı “eksi olmamıştır. Yalnızca 1986’da, gerçek ücretler % 2,7 oranında artmıştır. 1988 yılına gelindiğinde memur maaşları, reel olarak, 1979 düzeyinin yarısından azdır. 1979 gerçek ücret düzeyi = 100 alınırsa,

108 İlker Parası, “Kriz Ekonomisi ve 5 Nisan 1994 Kararları”. Ezgi Kitabevi, Bursa 1995,s.148-234

109 Yakup Kepenek- Nurhan Yentürk, “Türkiye Ekonomisi”. Remzi Kitabevi, İstanbul, 1996, s. 385

1988' de varılan nokta bunun % 49,4'ü düzeyindedir; yani alım gücü olarak yarısından daha azdır.

Tablo 5 ücret-maaş artış oranlarının incelendiği yıllarda en büyük sıçrama 1991 yılındadır. Bu yılın yüksek oranlı ücret artışlarının nedeni, bir önceki yıl (1990), sabit sermaye yatırımlarının % 14'e yakın ve olağan üstü artışı, ya da büyüme oranının % 9,2 son 20 yılın en yüksek düzeyini yakalaması olabilir.¹¹⁰ Ayrıca 1991 yılının bir genel seçim yılı olduğu da, ücret-maaş artışlarının açıklanmasında göz ardı edilmemelidir.

Ücret-maaş oranlarında en fazla düşüş, 1995 yılındadır. 5 Nisan 1994 öncesinde ve sonrasında yaşanan ekonomik olaylar ülkemizde çok bozuk olan gelir dağılımını daha da bozmuştur. Fiyatlar hızla yükselirken maaş ve ücretler aşağı yukarı dondurulmuş olması çalışanların büyük ölçüde fakirleşmesine neden olmuştur. 5 Nisan 1994 kararlarının yükü sabit gelirlilerin, ücret ve maaşları dondurularak üzerine binmiştir. GSMH'da da azalma meydana gelmiştir.¹¹¹

2.2. Nüfus Artışı

Türkiye ekonomisi üzerinde hızlı nüfus artışının olumsuz etkileri görülmektedir. 1985 yılında toplam nüfus 50.664.458 iken, 1990 yılında 56.473.035 ve 1995 yılında da 62.171.000'e ulaşmıştır. Nüfus artışı ile birlikte kişi başına düşen gelirden yeterli artış sağlanamamakta, eğitim düzeyi istenilen seviyeye ulaşamamakta, işsizlik oranı her geçen gün artmaktadır. Bunların sonucu olarak da, tasarruf ve sermaye birikimi artışları yetersiz kalmaktadır.

2.3. Enflasyon

Enflasyon Türkiye ekonomisinin güncel sorunudur ve süreklilik kazanmıştır. Genel olarak enflasyon fiyat artışı anlamında alınırsa, Türkiye'de enflasyon özellikle 1950'ler ve sonrasında sürekli sayılabilecek bir biçimde her zaman vardır. Ancak fiyat artışları bir kısım yıllarda çok daha yüksek boyutlara ulaşmaktadır.

1980'li yılların ikinci yarısında para politikasının etkinliğini arttırmaya yönelik pek çok reform gerçekleştirilmesine karşın, 1990 sonrası dönemde maliye politikasına

110 Yakup Kepenek-Nurhan Yentürk, a.g.e., s.391

111 İlker Parasız, a.g.e., s. 104

ilişkin sorunlar ön plana çıkmıştır. 1980'lerin ilk yarısında maliye politikalarının başarılı olması, 1980'de üç haneli rakamlara ulaşmış olan enflasyon oranlarının yüzde 30-40 seviyelerine düşmesini sağlamıştır. Ancak, bu başarı uzun sürmemiş ve enflasyon oranları 1980'li yılların sonlarında ve 1990'lı yılların başlarında yüzde 60 seviyesindeki daha yüksek bir platoya yerleşmiştir. 1994 yılında krizle birlikte, tekrar üç haneli rakamlara yükselen enflasyon oranları, 1995'de iki haneli rakamlara dönebilmiştir.¹¹²

Tablo 6: Türkiye'de Enflasyon

	(%)			
	1980	1985	1990	1995
Toptan Eşya Fiyat Endeksi	98.9	41.6	52.3	120.7
Tüketici Fiyat Endeksi	115.6	44.9	60.3	106.3

Kaynak: "Tasarrufların Yatırıma Dönüştürülmesinde Borsanın Rolü", İAV Semineri Tebliği, 1995

Tablo 6 ya baktığımızda Türkiye'de enflasyonun durmadığı aksine hızla devam ettiğini göreceğiz.

Enflasyon bir belirsizlik olduğuna göre ve bu yöndeki beklentiler devam ettiği sürece yatırımcılar, kısa vadeli hareket edecek ve bu, fiyatların volatilitelerini arttıracaktır. Enflasyonun hisse senedi fiyatlarını olumsuz olarak etkilediği ampirik araştırmalarla da desteklenmiştir. Yatırımcıların yüksek enflasyon yüksek faiz ortamında, faiz, döviz ve hisse senedi alternatifleri arasında portföylerini değiştirerek devamlı olarak piyasaya girip çıkmaları, istikrarsız, fiyat devamlılığı olmayan bir piyasayı oluşturacaktır. Halbuki menkul değer borsalarının etkinliği ölçmede kullanılan kriterlerden biri, fiyatların devamlılığı ve likiditenin olmasıdır. Bunların yokluğu, borsaların tasarrufların yatırımlara dönüşmesini sağlama işlevini aksatması demektir.¹¹³

Türkiye'de yaşanan enflasyon sonucunda paradan kaçış nedeniyle tüketim hızla artarken, reel tasarruflar ve reel yatırımlar azalmıştır. Enflasyon nedeniyle yatırımdan kaçan kişiler, kolay kazanç sağlayan spekülatif alanlara yönelerek Türkiye'deki kaynak

¹¹² Bankacılar Dergisi, Sayı 16, Şubat 1996, Türkiye Bankacılar Birliği Yayınları

¹¹³ Ünal Bozkurt, "Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü", İ.A.V., Seminer Tebliği

kullanımını da bozmuşlardır.¹¹⁴ 1994 yılı ekonomik krizden sonra, fiyatlardaki hızlı artış konusunda mallara doğru kaçıışı önlemek için parayı ikame eden aktifler arz edilmeye başlanmıştır. Likidite tercihi ortadan kalkmaz ancak paradan diğer aktiflere doğru kayar. Bu aktifler arasında kamu kayıtlarının bir gecelik (overnight) satın alımları, repo, bankaların yüksek faiz getirili vadeli mevduatları sayılabilir.¹¹⁵

Son yıllarda Türk tasarrufçusu gönüllü tasarruflarına, enflasyonist ortamda tasarrufların süratle değer yitirmesine karşın, enflasyon oranının üzerinde bir faiz oranı aramakta, istemekte ve kendisine bunu sağlayacak yolları zorlamaktadır. Tasarruflar kısa vade de genelde 3 ay üzerinde yoğunlaşmaktadır.

2.4. Sosyo-Ekonomik Veriler

Tasarrufların arttırılması bazı sosyo-ekonomik verilere bağlıdır. Buları şöyle sıralamak mümkündür; gelir düzeyi, tüketim ihtiyacı, hane halkının büyüklüğü, hane halkının yaş ortalaması ve belli bir mesleğe ve gruba ait olma, bireylerin yaş grubu, eğitim ve öğretim düzeyi, fiyat değişim beklentileri, statü simgesi olan malların etkisi ve ekonomi politikası önlemlerinin etkisi (örneğin, tasarrufları özendirici yasalar, vergi yasaları, faiz haddi) gibi sosyo-ekonomik verilere bağlıdır.¹¹⁶

3. Toplam Tasarrufu Yönlendiren Enstrümanlar

Toplam tasarruf artışı ve tasarrufların kullanım tarzı ve eğilimine yön veren macro olgular ve micro olgulardır. Macro olgular; hükümetin ve Merkez Bankası'nın para politikalarının ve dolayısıyla bu politikaların uygulayıcılarının, ekonomi kurmaylarının, yöneticilerinin belirleyeceği, bütçe uygulamaları, hükümet politikaları ve T.C. Merkez Bankası politikalarıdır. Micro olgular ise; kur, faiz, dış ticaret açıkları ve iç borçlanmadır.¹¹⁷

114.A. Koray Başol, "Türkiye Ekonomisi", A.Ü.A.Ö.F. Yayınları, s. 267

115 İlker Parasız, a.g.e., s.214

116 Ergül Han, a.g.e., s. 112

117 Erdal Özyıldırım, "1997 Yılında Finans Kesiminde Muhtemel Gelişmeler", İ.A.V. Seminer Tbliği, İstanbul 1996

3.1. Faiz Oranları

Riski sevmeyen tasarruf sahipleri genellikle yatırımlarını bu alanda yıllık banka faizinde değerlendirirler. Bu yolla tasarruflarını değerlendiren insanlarımızın sayısı küçümsenemeyecek kadar çoktur. Bu tesbitten sonra riski sevmeyen bir toplum olduğumuz yanlış bir değerlendirme olmayacaktır. Kamu kesiminde çalışan memurlar ve emeklilerden oluşan bir toplumun en güvenli yatırım alanıdır.¹¹⁸

1980 yılı 1 Temmuz dönemine kadar sürdürülen ve faiz oranlarını narha bağlayan uygulama bu tarihten sonra kaldırılma yoluna gidilmiş ve günümüzde faiz oranlarının belirlenmesi konusu belirli bir serbestliğe kavuşmuştur. Ancak bankalar kendi aralarında anlaşarak faiz oranlarını sabit tutmaya çalışmışlardır. Faiz oranlarının yükselmesi ile tasarrufların artacağı ve tüketim harcamalarının kısıllacağı, böylelikle de talepten kaynaklandığı kabul edilen enflasyon probleminin önüne geçileceği ana fikir olarak benimsenmiş ve bu düşünce 24 Ocak 1980 kararlarından beri uygulamada ağırlığını korumuştur.¹¹⁹

118 Halil Rençber, a.g.e., s. 120

119 Finans Dergisi, Ocak 1997, s. 83

Tablo 7: 1986-1996 Yıllarında Türkiye’de Faiz Oranları (Faiz oranları, yılın son ayında cari olan oranları yansıtmaktadır.)

(%)

Yıllar	Tasarruf Mev. Faiz Oranı	T.C.M.B. Reeskont Faiz Oranı	İnterbank Gecelik Faiz Oranı
1986	48.00	48.00	39.09
1987	58.00	45.00	42.36
1988	83.90	54.00	46.77
1989	58.80	54.00	26.87
1990	59.40	50.75	62.72
1991	72.70	54.50	59.87
1992	74.20	54.50	67.77
1993	74.80	54.50	69.93
1994	95.56	64.00	92.05
1995	92.32	57.00	106.31
1996	92.45	57.00	74.33

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler(1950-1997)

* Faiz oranları yılın son ayında cari olan oranları yansıtmaktadır.

Tablo 7’ye baktığımızda 1994 yılında tasarruf mevduatı faizi 1993 yılına göre 20.76.artı faiz üzerinden 95.56 olarak işlem görmüş, 1995 yılında 92.32 faiz oranı üzerinde işlem yapılmıştır. 1994 ve 1995 yılındaki gözle görülür faiz oranları yüksekliğinin sebebi; faiz oranlarını düşürme girişimleri, döviz kurlarının yükselmesine ve sıcak paranın yurt dışına yönelmesi tehlikesini gündeme getirmiş ve 1994 ekonomik krizine neden olmuştur. Döviz kurlarının düzeyini belirlemek ve bu belirlenen düzeyde istikrarını korumak için faiz oranları oldukça yüksek düzeylere çıkarılmıştır.

3.2. Döviz Kuru

1980 yılı sonrası yapılan değişikle, aşırı değerli kur politikasından vazgeçilmiş ve bireylere döviz bulundurma serbestisi getirilmiştir. Bu gelişme gerek Türk lirası gerekse döviz cinsinden mevduatta önemli bir artış olmasını sağlamıştır.¹²⁰ 1994 yılının Ocak ayının ortalarında ve 5 Nisan 1994 tarihini izleyen dönemde döviz kurlarının hızla yükseliş görülmüş ve dolar bir ara 45 bin TL., mark 24 bin TL tavanını zorlamıştır. 5 nisan kararlarından sonra döviz kurunun sabitleştirilmesi, Merkez Bankası'nın kasasında yeterli döviz rezervi olmadığı ve dış borç olanaklarının sınırlı olması nedeniyle TL'nin yabancı dövizler karşısındaki değeri çok yüksek faiz oranları ile sağlanmıştır.¹²¹

Tablo 8: Döviz Kurları

(1982 Ocak=100)

Yıllar	Yıl Sonu Dolar Kuru	Ortalama Dolar Kuru	Yıl Sonu Mark Kuru	Ortalama Mark Kuru	Reel Kur(1)
1986	755,90	669,40	387,95	310,64	80,09
1987	1.018,35	855,69	638,65	477,85	78,76
1988	1.813,02	1.420,76	1.022,86	809,87	77,32
1989	2.311,37	2.120,77	1.364,45	1.129,98	84,34
1990	2.927,13	2.607,62	1.947,53	1.620,64	100,17
1991	5.074,83	4.169,85	3.339,81	2.511,49	98,44
1992	8.555,83	6.887,51	5.302,66	4.419,82	94,58
1993	14.450,03	10.985,96	8.347,59	6.35,80	93,64
1994	38.687,00	29.704,33	24.924,00	18.439,82	75,94
1995	59.501,00	45.705,43	41.527,00	31.496,18	87,28
1996	107.505,00	81.137,16	69.073,00	53.830,75	86,78

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler(1950-1997)

(1) Döviz kuru ağırlıkları 0.75 US\$ + 0.25 DM olarak alınmıştır.

120 Yakup Kepenek-Nurhan Şentürk, a.g.e., s.473

121 İlker Parasız, a.g.e., s.216

Son yıllarda ülkemizin içine girdiği faiz-kur makası olgusu, kamu otoritelerinin politika üretmede etkisiz kalmalarına neden olmuştur. Ekonomik kriz denildiğinde akla hemen döviz gelmekte, dövize bağlı olarak faiz hareketleri direk etkilenmektedir.¹²²

3.3. Menkul Kıymetler

3.3.1. Devlet İç Borçlanma Senetleri(Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili)

Türkiye’ mali piyasalarda en büyük payı kamu kesimi almaktadır ve bu eğilimi zaman içinde hiç azalmamıştır. Kamu kesiminin borçlanma gereği arttıkça bu durum devam etmektedir. Kamu, gerek hazine bonosu ve devlet tahvili ihracı ile mali kesime hakim olup, burada oluşan fonların büyük bir kısmını alıp götürmektedir. 1995 yılı Temmuz ayı itibariyle 13 katrilyon TL. değerindeki toplam menkul değer stoklarının % 82.5’u kamu menkul kıymetlerine aittir. Kamu menkul kıymetlerinin (HB ve DT), GSMH içindeki payı ise % 40 civarındadır.¹²³

1995 Temmuz ayı itibariyle;

Hazine Bonosu: % 42.6

Devlet Tahvili : % 34.7

Hisse Senedi : % 12.9

VDMK : % 4.0

Döv. End. Sen.: % 4.0

GOS : % 2.0

Devlet iç borçlanma senetlerinin üzerinde nominal değeri yazılıdır ve satışı iskontolu fiyatla yapılır. Alıcılar ne kadar istekli ise o kadar az iskonto ile teklif yaparlar. Dolayısıyla, talep fazla olduğunda iskonto oranı ve bononun getirisi düşük, fiyat yüksek olur. Fiyat ve iskonto oranı Hazine ihalelerinde oluşur. İhalede oluşan faiz

122 Orhan Dikmen, “1997 Yılında Finans Kesiminde Muhtemel Gelişmeler”, İ.A.V. Seminer Tebliği, İstanbul 1996

123 Ünal Bozkurt, “Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü”, İ.A.V. Seminer Tebliği İstanbul 1995

oranı ve satılan senet miktarı bir ekonomik gösterge olarak piyasa ve özellikle Borsa çevrelerinde dikkatle izlenir. İhalelerde oluşan faiz oranları, genel olarak piyasa faiz oranlarının yükselme veya düşme eğilimi bakımından değerlendirilir. İhale faiz oranlarında düşme eğilimi göstermesi piyasada likidite bolluğunu veya Hazine'nin nakit ihtiyacını başka yollardan temin etme yolunu seçtiğini gösterir. Bu durumda piyasadaki nakit fazlası alternatif piyasalara yönelir. Borsa ve döviz kurlarında yükselme beklenir İhalede satılan İç Borçlanma Senedi miktarının ve faiz oranının yüksek olması Hazine'nin borçlanma ihtiyacının yüksek olduğu yada piyasadaki fazla paranın geri çekilmesi operasyonu olarak yorumlanır.¹²⁴

Mali piyasalara akan fonların çok büyük bir bölümü devlet toplamaktadır Bu gerçeği sayısal olarak Tablo 9'da görebiliriz;

Tablo 9: Menkul Kıymet İhraçlarının Dağılımı

(%)

	Özel Kesim Hisse Senedi	Özel Kesim Borçlanma Aracı	Kamu Kesimi Borçlanma Aracı
1986	0.67	4.96	94.37
1987	1.43	6.38	92.19
1988	3.18	7.22	89.60
1989	4.51	6.14	89.35
1990	7.82	5.30	86.88
1991	12.92	3.92	83.16
1992	3.97	1.42	94.86
1993	2.31	1.24	96.45
1994	3.97	0.29	95.74

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler(1950-1997)

Tablo 9'de görüldüğü gibi kamu kesimi borçlanma aracı ihraçları ile tasarrufların % 95'e yakın kısmı çekilmektedir. Devlet bu fonları toplamak için çok yüksek faizler

124 Vakıfbank, "Yatırım Bankacılığı İzahnamesi". Yatırım Bankacılığı Yayınları. Ankara, 1997

vermekte ve topladığı fonları yatırım amacıyla değil, cari giderleri karşılamak, daha da kötüsü, önceki borçlanmaların faizlerinin ödemek için kullanmaktadır.

Devlet iç borçlanma senetlerinin kesin satışı olmayan repo(geri alım taahhüdü) da ülkemizde 1994 ekonomik krizinden sonra tasarruf sahiplerinin tercih ettiği bir yatırım aracı ve mevcut gelişmelere göre, repo işlemlerindeki artış, bankaların mevduat artışı üzerine çıkmaktadır. Buna bağlı olarak da bankaların ellerindeki kamu kağıtları tutarı da yüksek miktarlarda seyretmektedir. Bankaların elindeki kamu kağıtlarının tutarı 1996 yılı sonunda 835.3 trilyon lira düzeyindedir.

3.3.2. Menkul Kıymetler Borsası

Menkul kıymetler borsaları tasarruf sahipleriyle şirketler arasında reel ekonomide büyümeyi sağlayarak finansman köprüsü görür. Yani sermaye ihtiyacı olan kuruluşlar, sermaye sıkıntısı çeken kuruluşlar halka açılarak bu sorunlarını çözer Böylelikle de, aynı zamanda yatırımcılara, küçük yatırımcılara bir yatırım imkanı, ekonomideki kıt kaynakların rasyonel olarak daha verimli alanlara aktarılmasını sağlarlar. Borsalar, mali piyasaların yaygınlaşmasında ve derinleşmesinde rol oynarlar ve de küçük tasarrufların birleşmesiyle, büyük yatırımlar, büyük sanayiler doğar. Borsalarımız ekonomimizi dünyayla entegrasyonuna, ticaret ve sanayimizin küreselleşmesine güçlü bir destek oluşturur. Yabancı sermaye yatırımların artışını hızlandırır.

Tablo 10: Hisse Senedi Halka Arz

(Milyar TL)

	Bedelli Sermaye Artırımı	Halka Açılma	Toplam
1986	23,1	-	23,1
1987	100,9	-	100,9
1988	317,0	-	317,0
1990	859,5	-	859,5
1991	1.934,8	-	1.934,8
1992	5.993,4	1.334,1	7.327,5
1993	6.364,0	620,5	6.886,6
1994	29.289,0	7.683,7	36.972,7
1995(1)	32.745,5	10.177,7	43.073,2

Kaynak: İMKB Faaliyet Raporu, 1995

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulduğu 1986 yılından itibaren, hızla gelişmiş ve gelişmeye devam etmektedir. Şirketlerin kaynak temininde halka hangi oranda başvurduklarına dair Tablo 10 bir fikir vermektedir. Tabloda şirketlerin bedelli sermaye artırımını ya da halka açılma yoluyla topladıkları fonlar yer almaktadır.¹²⁵

Türkiye’de kamu kesiminin yoğun borçlanma gereksinimi, ekonominin pek çok alanında önemli sorunlara sebep olduğu gibi, borsanın gelişmesini engelleyen önemli bir faktördür. Kamu kesimi, borsaya akması gereken fonları etkilemektedir. Ayrıca alternatif yatırım araçlarından faiz oranları ve döviz kurundaki değişimler direk etkilemektedir. Ekonomik ve politik istikrarın sağlanamaması borsaya akan fonların kısa süreli olmasına ve ekonomik ve politik karar ve olaylardan hemen etkilenmesine neden olmaktadır.

125 Mehmet Bolak, “Tasarıfların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü”, İ.A.V. Seminer Tebliği, İstanbul, 1995

3.3.3. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet(V.D.M.K.)

1980 sonrası mali piyasalardaki liberilizasyon sürecinde, faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon riskine karşı geliştirilen yeni mali araçlar sayesinde geleneksel finansman yöntemine göre doğrudan finansmanın önemi artmış ve menkul kıymetleştirme olgusu ortaya çıkmıştır.

-VDMK, bu dönemde yaratılarak, artan tüketim talebinin finansmanı sağlanmıştır.

-Menkul kıymetleştirme, sermaye piyasasına yeni mali araçlar kazandırarak, sermaye piyasasının arz yönünü geliştirir.

-Uzun vade kaynak aktarma maliyetini düşürerek finansal sistemin faaliyet etkinliğini artırır. Yani kredi maliyetini düşürerek yatırım, üretim ve tüketimi teşvik eder.

-Uygulaması kolaydır, yeni teknoloji gibi fiziki sermaye gerektirmez.

-İyi uygulanırsa ekonomideki batık kredileşmeyi önler.

-Orta vadede kredi faizlerini düşürdüğü için kredi talebini artırır.¹²⁶

3.4. Altın

Altın asırlardır toplumların vazgeçilmez unsurları olmuştur. Ziyet eşyası veya varlık unsuru olan altın, endüstriyel alanda bir mal, ekonomi dünyasında ise alternatif arayan tasarrufları yönlendiren büyük etken rolünü almıştır.¹²⁷

Dünya Altın Konseyine göre, Türkiye'deki altın varlığı 3500-4000 ton civarındadır. Türkiye'de, Merkez Bankası stoku dışında, 4000 ton miktarında bir altın varlığı bulunduğu düşünülebilir. Bu durumda memleketimizdeki altın varlığının toplam aktüel değerinin 45-50 milyar dolar mertebesinde olduğu söylenebilir.

Bu, çok önemli bir değerdir ve büyük bir potansiyel oluşturduğu şüphesizdir. Ancak bunun toplu bir halde bulunmadığı tam tersine yüzbinlerce kişinin elinde, üstelik derhal piyasaya sürülmekten çok, ihtiyat ve ziyet amacı ile muhafaza edildiği de bir gerçektir.

126 Vakıfbank, " Yatırım Bankacılığı İzahnamesi", Yatırım Bankacılığı Yayınları, Ankara, 1997

127 Halil Rençber, a.g.c., s.200

1980'li yıllardan önce altın; süs ve ziynet eşyası, önemli bir tasarruf aracı ve kötü gün dostu yani bir nevi sigorta olarak tercih edilmiş ve halkımız tarafından tutulmuştur. 1980 sonrasında Türk parasına bankacılık sisteminin vermediği reel faizi vermeye başlayan bankerlik sistemi ortaya çıkınca tasarruf amacı ile tutulan altınların bir kısmının satıldığını görmekteyiz. Zira 1980-1981-1982 yılları yurdumuzdan dışarıya altın çıkışı olmuştur. Bankerlik sisteminin bankerlik olayına dönüşmesinden sonra, yeniden altına talep artmış bu talep 1987 yılında mevduat faizlerinin kontrollü olarak serbest bırakılmasına kadar sürmüştür bu arada yurdumuzda turizm hareketinin canlanması sonucu, turistlere yapılan mücevher satışı karşılığı altın talebi ortaya çıkmış ve bu canlılık günümüze kadar devam etmiştir.¹²⁸

Ülkemizde orta büyüklükte altın madeni rezervlerinin olduğu bilinmektedir. Bu rezervler yeterli teknolojinin bulunmaması nedeniyle gün yüzüne çıkarılmamakta 28-7-1995 tarihinde faaliyete geçen altın borsası, toprak altındaki maden ülke ekonomimize kazandırılacaktır. Altın borsası ile birlikte altın sektörünün yeniden yapılandırılması ile ilgili atılacak adım ise altına dayalı yatırım araçlarıdır. Altın sertifikaları, yatırım araçları içinde altının değeri artarsa bu sertifikaların da değeri artacaktır. Borsanın asıl önemi burada ortaya çıkacak ve bu yolla altının fiziki dolaşımı ortadan kalkmış olacaktır.

- Altına endeksli tahviller
- Külçe altın
- Külçe sertifikaları
- Sikkeler
- Altın sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri
- Altına dayalı mevduat hesapları
- Altın yatırım fonları
- Altın depo hesapları
- Varlığa dayalı menkul kıymetler
- Altına endeksli vadeli işlemler ve opsiyonlar.¹²⁹

Bugün yurdumuzda altının ödeme aracı olma vasfı yanında mal olma özelliği önem kazanmış ve altın giderek gelişmiş ekonomilerde sahip olduğu fonksiyona bizde

128 İktisadi Araştırma Vakfı, "Türkiye' de ki Altın Varlığını Ekonomik Sürece Katılması", İstanbul 1993, s.10-34

129 Halil Rençber, a.g.e.,s.200

de kavuşmaya başlamıştır. Kaba hatları ile bir değerlendirme yapıldığında yurdumuzdaki altın arzının ve talebini şöyle belirleyebiliriz.

Türkiye’de altın arzı dört ayrı kolda ortaya çıkmaktadır. Türkiye’de ki altın arzının bu dört kaynağı;

- Merkez Bankası
- Gayri Resmi Altın İthalatı
- Altın Borsası(28-Temmuz- 1995)
- Altın Madenciliği

Altın Arzı: (24 ayar)

Yurt dışından yapılan ithalat	150.000 Kg
Hurda altından yapılan saflaştırma	50.000 Kg
	<hr/>
Toplam	200.000 Kg

Altın Talebi: (24 ayar)

Mücevher yapımı için kullanılan	135.000 Kg
Komşu ölkelere giden	35.000 Kg
Standart külçe olarak tutulan	20.000 Kg
Aracılardan stokları	6.000 Kg
Altın para basımı	4.000 Kg
	<hr/>
Toplam	200.000 Kg

Göröldüğü gibi, yurdumuzda her yıl 150 ton yeni altına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu ihtiyacı daha önce belirttiğimiz altın varlığımızdan sağlayabilsek ekonomimize 1.8 milyar US Dolarlık bir kaynak yaraymış olacağız.¹³⁰

130 İktisadi Arş. Vakfı, “Türkiye’deki Altın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması” İstanbul 1993, s. 10, s.34

-Altın Borsasının Açılması ile Birlikte Yastık Altındaki Altının Değerlendirme Şekli

İstanbul Altın Borsası(İAB) 26 Temmuz 1995 tarihinde açılışı ile birlikte 5 ile 6 bin ton olduğu tahmin edilen yastık altındaki altınların ekonomiye kazandırılması gündeme gelmiştir. Fakat bu hedefe ulaşabilmek için altın bankacılığının gelişmesinin gerekli olduğu bilinmektedir. Altınlarını değerlendirmek isteyen yatırımcı açılmış olan bu bankalara giderek kullanmadıkları takı ve tasarruf amacıyla aldıkları cumhuriyet, reşat gibi baskı altınları veya külçe altınlarını altın depo hesabı açtırarak buraya yatırmaları gerekiyor.

Banka Eksperince alınan bu altınların 24 ayar karşılığı has altın miktarı hesaplanır. Tasarruf sahibi faiz ve vade üzerinde anlaşmasını yaparak işlemini tamamlar. Toplanan bu takı ve tasarruf amaçlı altınlar bankalar tarafından kuyumculara kredi olarak verilir ve direk ekonomiye kazandırılmış olur.¹³¹

Tablo 11: İstanbul Altın Borsası İşlem Hacmi

(Milyar TL)

	İşlem Hacmi
1995	37.463
1996	105.594

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler(1950-1997)

3.5. Gayrimenkul

Türkiye’de özellikle gayrimenkul fiyatlarındaki son yıllardaki artışa, gayri menkullerin getirisine bakıldığında başka bir alternatif yatırım araçlarına yönelmenin gereksiz olduğu görüşü ortaya çıkıyor. Dövizle yapılan yatırımlar, yastık altındaki altınlar, yatırıma dönüşmeyen bir takım olumsuz, verimsiz tasarrufların oluşmasına

131 Halil Rençber, a.g.e., s.208

sebepler oluyor.¹³² Ülkemizde küçük, orta ve büyük tasarruf sahiplerinin en büyük tutkularından birisi gayrimenkul yatırımlarıdır. Özellikle batı yerleşim merkezlerinde iç göç nedeniyle nüfusun hızla artması yeni yerleşim merkezlerinin imara açılması, ülkemizde belki de hiç bir ülkede görülmeyen bir sahil şeridi şehirleri oluşmuştur. Edremit körfezinden Antakya sahiline kadar bir betonlaşma gözlenmektedir.

Bazı yasal düzenlemeler ve caydırıcı vergi yasalarıyla bu sağlıksız tasarruf israfı engellenebilir. Ülkemizde de artık bireylerin tasarruflarını en iyi değerlendirme şekli olarak para ve sermaye piyasası aletlerinden daha çekici yatırım alanlarının hızla azaltılması yönünde yasal düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.¹³³

3.5.1. Menkul Kıymet Yatırımı ile Gayrimenkul Yatırımın Karşılaştırılması

Burada menkul kıymetler derken hisse senetlerini ve hisse senetleri gibi değişken gelirli menkul kıymetleri (intifa senetleri, kara iştirakli tahvil vs. gibi) kastediliyor. Hisse senedi yatırımı gayrimenkul yatırımının iyi bir alternatifini teşkil eder ve birçok bakımdan gayri menkule karşı üstünlükleri vardır.

3.5.2. Verimlilik Açısından

Gayrimenkul arsa ise, sadece değer artışına dönük bir yatırım yapılmış demektir. Bu da altın yatırımı gibi, geliri olmayan spekülatif bir yatırımdır. Hisse senetlerinin ise binalar gibi sürekli geliri vardır.¹³⁴ Bugün gayri menkul satın alarak tasarrufların değerlendirilmesi eski çekiciliğini yitirmiştir. Bununla birlikte rant (toprak değeri) artışı sağlayabilecek alanlara örneğin yeni iskan alanı alabilecek bölgelere turizm açılacak yerlere, arsalarla yatırım yapıldığında yüksek gerçek pozitif gelir sağlamak mümkündür. Bu bakımdan tasarruf sahiplerinin yatırımlarının bu alanlara kaydığı görülmektedir.¹³⁵

Binaların geliri vardır, ancak hisse senetlerine nazaran çok daha azdır. Ayrıca, enflasyonist dönemlerde gayri menkulün kirası enflasyon oranında artırılmamakta ve

132 Tanju Argun, "Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü", İ.A.V. Seminer Tebliği, İstanbul 1995

133 İlker Parasız, a.g.e., s.242

134 Muharrem Karslı, a.g.e., s.537

135 Rıza Aşkoğlu, a.g.e., s.81

kira sözleşmesi eski olan binalarda verim iyice düşmektedir. Oysa şirketlerin ciro, kar ve buna bağlı olarak temettü oranları enflasyonla birlikte devamlı artmaktadır.

Gayrimenkul geliri gayrimenkul sermaye iradı gelir vergisine tabidir. Hisse senetleri beyana tabi değildir. Oysa, mesken gayrimenkul iradının bir bölümünün ileride ödenecek vergi için bir kenara ayırmak gerekir, iş yeri kirasında ise zaten stopaj vardır.

Binalar sürekli olarak eskir, zaman zaman bakım ve tamire ihtiyaç gösterir. Bunun için bir amortisman payı ayırmak gerekir. Şirketler amortismanlarını kendileri ayırıp ancak ondan sonra kar dağıttıkları için, hisse senedi hamili herhangi bir fon ayırmak zorunda değildir.

Binaların ileride geliri yükseltmek istenirse, bunun için binanın değerini arttırıcı, geliştirip güzelleştirici yatırımlar yapmak ve bunlar için de fon ayırmak gerekecektir. Oysa, şirketler her yıl karın bir bölümünün idame ve geliştirme yatırımları için ihtiyatlara aktarırlar. Hem yatırımlarını genişletir ve geliştirirler, hem de şirketin öz varlığını yükseltmek suretiyle ileri ki yıllarda verimliliğin artmasını sağlarlar.

Bütün bu hususlar, iyi yönetilen şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmanın gayrimenkul yatırımlarından çok daha verimli olduğunu göstermektedir.

3.5.3. Enflasyon Açısından

Genellikle kabul edilen husus, enflasyon karşısında değerini koruma kabiliyeti bakımından en kötü yatırımın tahvil yatırımı en iyisinin de gayrimenkul yatırımı olduğudur. Hisse senetlerinin ise yeri ortada, fakat gayrimenkul yakın bir yerde kabul edilir. Hisse senetleri uzun vadede enflasyon karşısında tahvilden çok iyi, gayrimenkulden biraz daha az iyidir. Cari gelir bakımından ise gayrimenkulden çok iyi tahvilden daha az iyidir.

Portföyün enflasyon karşısında değerini korumasına gelince, ılımlı enflasyonlarda, (örneğin % 20-30'a kadar) hisse senetleri gayrimenkuller kadar değerini koruyabilmektedir. Enflasyon hızı % 80-100'lere çıkınca, alınan istikrar tedbirleri yüzünden hem gayrimenkul hem menkul kıymetler durgunluk ortaya çıkmakta ve menkul ve gayrimenkuller bu durgunluktan aynı derecede etkilenmektedirler.

Ancak, hisse senetleri lehindeki bütün bu hususlar iyi kurulan ve iyi yönetilen portföyler için geçerlidir.¹³⁶

4. Türkiye’de Ulusal Tasarrufu Yönlendiren Yatırım Enstürümanlarının Ananlizi

4.1. Toplam Mevduat

Mevduat bankaları tarafından 1986-1996 yılları arasındaki toplanan mevduat Tablo 12 de görülmektedir. Tabloda ki mevcut rakamlar incelendiğinde toplam mevduat artış hızı 1987’de % 56.5, 1988’de % 61.7, 1989’da % 67.8, 1990’da % 49.2, 1991’de % 83.1, 1992’de % 74.7, 1993’de % 59.6, 1994’de % 158.5, 1995’de % 101.8, 1996’da % 137.10 olduğu görülmektedir.

Tablo 12: Mevduat Hesapları Toplamı

(Milyar TL)

	Tasarruf Mev. Vadesiz	Tasarruf Mev. Vadeli	Ticari Mev.	Diğer	Döviz Mev.	Toplam
1986	878	5.635	3.337	994	2.436	13.279
1987	1.491	6.768	5.320	1.841	5.356	20.775
1988	1.830	12.030	6.502	3.720	9.512	33.594
1989	3.373	21.419	9.620	7.824	14.135	56.371
1990	5.261	29.640	14.524	12.869	21.793	84.088
1991	7.294	53.408	21.638	20.705	50.936	153.980
1992	12.164	82.295	36.223	35.042	103.234	268.957
1993	19.422	106.738	56.846	55.563	190.617	429.185
1994	34.538	296.322	108.460	105.136	565.005	1.109.461
1995	54.444	636.231	197.441	192.715	1.157.966	2.238.797
1996	109.744	1.577.143	398.139	361.398	2.702.922	5.308.496

Kaynak : DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950 - 1997)

136 Muharrem Karlı, a.g.e., s. 537

Faiz oranları 1980 ortalarında serbest bırakıldıysa da büyük bankaların kendi aralarında anlaşmaları sonucu belli bir düzeyde tutulmuş, tümüyle serbest piyasa koşullarına bırakılmamıştır. Faiz getirisi, faiz oranlarının enflasyon karşısındaki durumu ve vergilendirilmeleriyle ilişkilidir. Tasarruf mevduatı faiz oranlarında ki artış 1991 yılında % 70'lerin 1994 ve sonrasında ise % 90'ların üzerine çıkmıştır(Tablo 7), bu artışa bağlı olarak da (Tablo 12) toplam tasarruf mevduatında 1994 yılında % 158.5, 1995 yılında % 101.8 ve 1996 yılında % 137.1 olarak önemli artışlar yaşanmıştır.

Tasarruf mevduatındaki artışlar veya azalışlar faiz oranları ile direk ilişkilidir. Yüksek faiz, bankalardaki birikimleri(Tasarrufları), eğer öbür kısa dönemli para kazanma araçlarının tümünün getirisi faiz oranlarından az ise, artırabilir. Bu nedenle mevduatın faiz getirisinin, bono faizi, döviz, altın ve borsa gibi kısa dönemli para kazançlarının fazla yada en azından risk etkenini de dikkate alarak bunlara yakın bir düzeyde bulunması, bu amaca ulaşması için bir ön koşuldur.

Tablo 12'ye bakıldığında döviz tevdiat hesaplarının, 1994,1995 ve 1996 yıllarında toplam mevduat içinde önemli bir paya sahip olduğunu görebiliriz. Türkiye ekonomisinin 1980 sonrasında parasal genişlemenin önemli bir boyutu da yabancı para kullanımının giderek artan bir oranda yaygınlaşmasıdır. Döviz tevdiat hesaplarının tırmanışı geçişi 1990 yılından sonra olmuştur. Bu tırmanış 1991'de % 133.7, 1992'de % 102.7, 1993'de % 84.6, 1994'de % 196.4, 1995'de % 105.0 ve 1996'da % 133.4 olarak gerçekleşmiş 1994 yılında DTH'larının toplam mevduat hesaplarındaki payı % 50.9, 1995 yılında % 51.7, ve 1996 yılında % 50.9'dur. Toplam mevduatın yarısından fazlasının yabancı para cinsinden olması, yalnızca döviz kuru değişmesiyle açıklama olanağı yoktur. Çünkü 1990-1992 yılında döviz kuru artışları, yaklaşık ve yıllık ortalama olarak, sırasıyla % 23, % 60 ve % 65 dolayında olmuştur. Döviz tevdiat hesaplarında görülen bu artış daha çok TL'nin değerine olan güvenin giderek yitirilmesi ve bunun önemli bir ögesi olarak enflasyon nedeniyle TL'nin alma gücünün sürekli düşüşünden kaynaklanmaktadır, denebilir.¹³⁷

Mevduat yapısında ki değişiklik ise, mevduatın kısa vadelerde yığılma eğilimi göstermesidir. Mevduatın kısa vadede toplanması, DTH'larda da yoğun biçimde gerçekleşmektedir.

137 İlhan Uludağ, "1997 Yılında Finans Kesiminde Muhtemel Gelişmeler", İ.A.V. Seminer Tebliği, İstanbul 1996

4.2. İç Borçlanma Senetleri

Ekonomide fon taleplerinin karşılanmasında menkul kıymetler piyasası, önemli bir fon arz eden kesim haline gelmiştir. Fon alımları içinde menkul kıymetlerin payının 1992'de % 37 iken 1995'te % 47 ye çıkması bu gelişmeyi açıkça göstermektedir. Ancak son 5 yılda menkul kıymet ihraçları hızla artarken, bunda kamu kesimi menkul kıymet ihraçlarının çok büyük etkisi olmuştur. Bu nedenle Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilleri sermaye piyasası kaynaklarının % 87'sini kapsar hale gelmiştir. Özel kesime ise sadece % 13 kalmaktadır.

Tablo 13: Devler İç Borçlanma Senetleri

(Milyar TL)

	Hazine Bonosu	Devlet Tahvili	Diğer	Toplam
1986	823	1.511	771	3.105
1987	1.923	2.407	1.031	5.361
1988	2.542	4.880	985	8.407
1989	3.537	10.863	1.085	15.485
1990	5.469	18.801	1.100	25.370
1991	8.258	24.678	1.763	44.700
1992	42.247	86.378	6.240	134.874
1993	64.488	190.505	16.000	270.993
1994	304.320	232.826	31.000	568.055
1995	631.298	511.769	59.266	1.202.333
1996	1.289.149	555.916	49.501	1.894.566

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler(1950-1997)

Menkul kıymet stokları içinde kamu menkul kıymetlerinin payı 1990'da % 86.9 iken, 1994 yılında % 95.7'ye ulaşmıştır(Tablo 9). Buna karşılık ekonominin içinde bulunduğu koşullar nedeniyle özel kesim tahvil ve finansman bonosu ihraç edememekte, buna karşılık bankacılık sektörü VDMK ihracı, özel kesim ihracı içinde

% 65 ulaşmıştır. Görülmektedir ki sermaye piyasaları kamu kesimi açığı nedeniyle, kamu menkul kıymetleri ihracının ağır baskısı altında kalmaktadır.¹³⁸

Tablo 13'da ki veriler incelendiğinde özellikle 1992 yılından sonra hızlı bir artış göstermiştir. 1992 yılında % 201.7, 1993'de % 100.9, 1994'de %109.6, 1995'de 111.6 ve 1996' da % 57,6 olmuştur. Bunun nedeni kamu kesiminin borçlanma gereksinimindeki sürekli artış ve borç ödeme kaynağının kamu kağıtlarının arzı ile sağlanma politikasının gündemde oluşudur.

4.3. İstanbul Menkul Kıymet Borsası

İMKB işlem hacmi itibariyle Avrupa'nın ilk 6 borsası arasına girmesi, Avrupa - Asya Borsalar Birliği'nin kurulması, Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi olma girişimi ve yabancı menkul kıymetlerin işlem görmesi için çalışmaların başlamış olması, yine İMKB bünyesinde Bölgesel Pazarlar, Yeni Şirketler Pazarı, Toptan Satışlar Pazarının faaliyete geçmesi, Takas ve Saklama A.Ş.'nin yatırım bankası statüsüne geçebilmesi gibi alt yapı faaliyetlerinin iyileştirme ve geliştirme göstermesine karşılık halka açılma işlemlerinin ekonomik ve siyasi gelişmelerin büyük etkisi altında kaldığını göstermektedir.

1986'da hisse senedi işlem hacminin Milli Gelire oranı % 0.02 iken, 1996 da % 3'e ulaşmıştır.¹³⁹

1986'da işlem hacmi 9 milyar iken, 1996 yılında 3.trilyon olmuştur.

Günlük ortalama işlem miktarı 3 milyon adet den, 1996 Temmuz ayına kadar 200 milyar adede, şirket sayısı 80'den, 228'e yükselmiştir.(Tablo 14)

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçtiği 1986 yılından beri hızlı bir gelişme göstermiş ve tasarrufların borsaya çekilerek doğrudan ekonomiye kazandırılmasını sağlamıştır.

138 İlhan Uludağ, a.g.e.

¹³⁹139 İlhan Uludağ, a.g.e.

Tablo 14: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İşlem Hacmi

	Bileşik Endeks	İşlem Hacmi (Milyar TL)	Günlük Ort. İşl Mik. (Milyon Adet)	Şirket Sayısı
1986	170,9	9	3	80
1987	163,0	105	15	82
1988	373,9	149	32	79
1989	2.217,7	1.736	238	76
1990	3.255,8	15.313	1.537	110
1991	4.369,2	35.487	4.531	134
1992	4.004,2	56.339	0.285	145
1993	20.682,9	255.221	35.249	160
1994	27.257,1	680.864	100.062	176
1995	40.024,6	2.374.055	306.254	205
1996	97.588,8	3.031185	200.476(1)	228

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, İ.A.V. Seminer Tebliği, İstanbul 1996, Milliyet Gazetesi 28 Nisan 1997 "Endeks"

1- 1996 yılı 7. ay dahil günlük işlem miktarı

5. Yatırım Enstürümanlarının 1986-1996 Yıllarında Net Getirileri

Tablo 15’de yapılan çalışma da ; Türkiye’de 1986, 1987 yıllarında, altın 59.4 ve 55.9 ile en fazla net getirisi olan yatırım aracı olmuştur. 1988’de 79.3 ile tasarruf mevduatı, 1989’da devlet iç borçlanma senetleri 59.8 ile, 1990’da 62.7 ile gecelik faiz, 1991, 1992 ve 1993 yıllarında sırası ile 80.5, 87.7 ve 87.6 ile devlet iç borçlanma senetleri, 1994’de 178,8 ile mark ve 1995, 1996 yıllarında 121.9, 135.2 ile devlet iç borçlanma senetleri en fazla getiriye sağlamıştır.

Burada dikkat çeken, özellikle son yıllarda devlet iç borçlanma senetlerinin diğer yatırım araçları ile arasında belirgin bir farklılıkla en fazla getiriye sağlamış ve bir sonraki bölümde anlatılacağı gibi tasarrufların devlet iç borçlanma senetlerine kaymasına neden olmuştur.

Tablo 15: Yatırım Enstrümanlarının 1986-1996 yıllarındaki net getirileri (%) olarak.)

(%)

	Tasarruf Mevduatı	Gecelik Faiz Oranı	Dolar	Mark	İç Borçlanma Senetleri	Altın
1986	45.4	39.1	29.1	73.3	-	59.4
1987	54.8	42.4	27.8	53.8	-	55.9
1988	79.3	46.8	66.0	69.5	-	54.0
1989	55.6	26.9	49.3	39.6	59.8	24.8
1990	56.1	62.7	23.0	43.4	54.0	23.1
1991	68.7	59.9	60.0	55.0	80.5	51.5
1992	70.1	67.8	65.1	76.0	87.7	56.5
1993	70.7	69.9	60.0	50.1	87.6	72.8
1994	90.3	92.1	170.4	178.8	164.4	175.9
1995	82.2	106.3	53.9	72.7	121.9	58.8
1996	82.3	74.3	77.5	69.0	135.2	78.9

Kaynak: Capital Dergisi, Eylül 1997, "Infocard" ve Tablo 7-Tablo 8' den yararlanılarak hazırlanmıştır.

- * Faiz Oranları; yılın son ayında cari olan oranları yansıtmaktadır. Tasarruf Mevduatı Faiz Oranı için 1 yıl Vadeli Tasarruf Mevduatı Faiz Oranı, Gecelik Faiz Oranı da İnterbank Gecelik Faiz Oranı aylık ortalama değerine göre hesaplanmıştır.
- * Tasarruf Mevduatında 1986-1994 yıllarında Gelir Vergisi % 5, Fon Payı % 10 ve 1996-1996 yıllarında Gelir Vergisi % 10, Fon Payı % 10 olarak alınmıştır.
- * Döviz Kurları; Ortalama Dolar kuru ve Ortalama Mark Kuru alınmıştır.
- * İç Borçlanma Senetleri; Ortalama Bileşik Faiz olarak alınmıştır.
- * Altın (Cumhuriyet Adet/TL) olarak, yıllık ortalama fiyatı alınmıştır.

6. Toplam Mali Varlıklar

Tablo 16'daki veriler incelendiğinde, 1986-1996 yılları arasında toplam mali varlıklar içinde toplam mevduatta, % 66.3'den, % 30.6 ya düşüş yaşandığını, döviz tevdiat hesaplarında % 9.5'den, % 27.8'e artış, hazine bonusu % 4.7'den, % 23.6'ya

artış, devlet tahvili % 8.7'den, % 10.2'ye artış, hisse senedi % 5.6'dan, % 5.9'a arttığı görülmektedir.

Değerlendirmeye son on yılı bir bütün olarak ele aldığımızda;

Hazine bonosunun toplam içindeki payı, % 40.2 ile en fazla artış sağlayan mali varlık olmuştur. İkinci sırayı % 19.2 ile döviz tevdiat hesapları, üçüncü sırayı % 17 ile devlet tahvili, dördüncü sırayı % 5 ile hisse senedi almıştır. Tasarruf mevduatı ise 66.3'den 30.6'ya düşerek % -54 bir azalış kaydetmiştir.

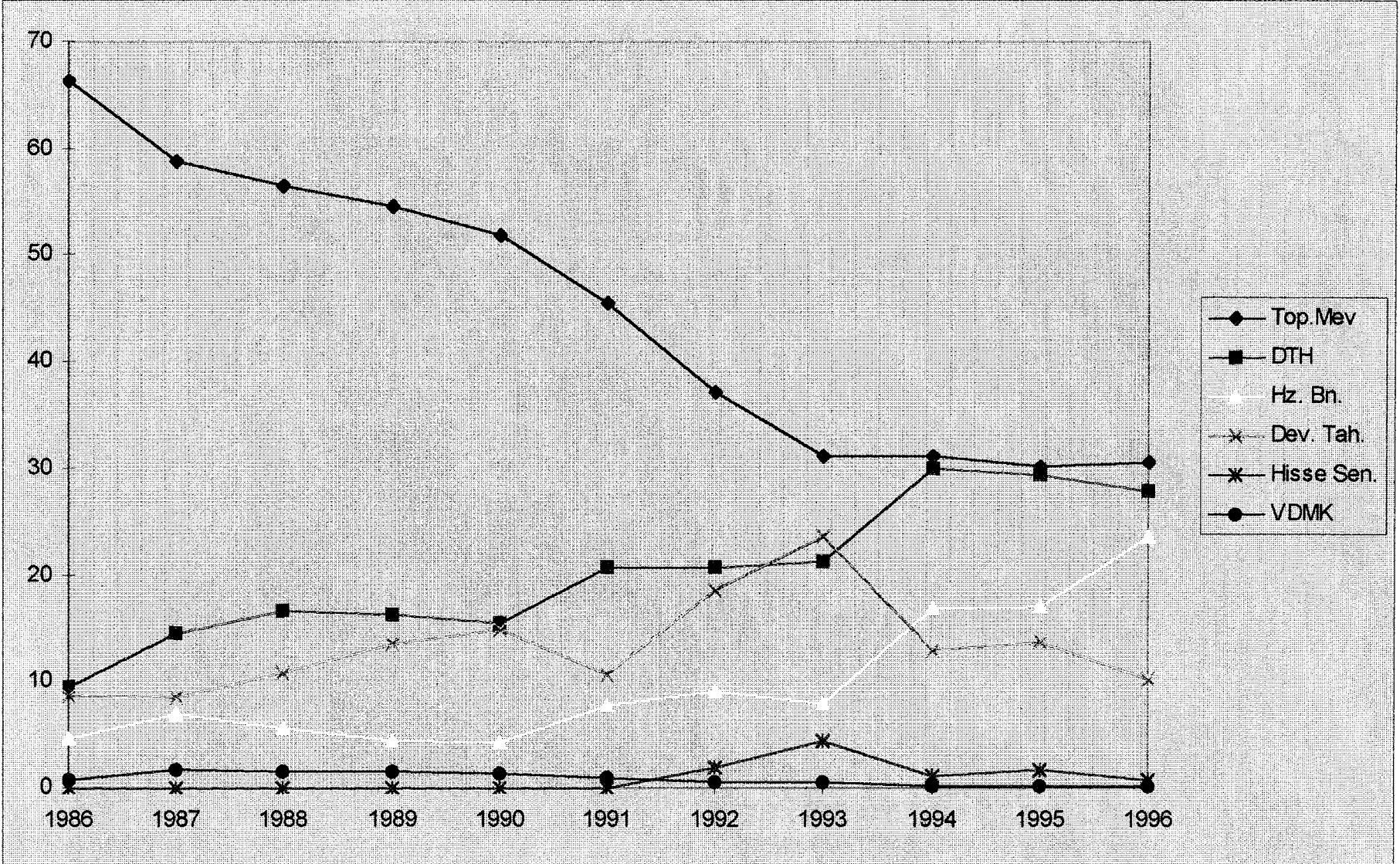
Tablo 16: Mali Varlıkların Toplam İçinde Yüzde Payı

(%)

	Toplam Mevduat	Döviz Tev.Hesabı	Hazine Bonosu	Devlet Tahvili	Diğer	Hisse Senedi	VDMK	Diğer
1986	66.3	9.5	4.7	8.7	4.4	5.6	0.0	0.8
1987	58.8	14.5	6.9	8.6	3.7	5.8	0.0	1.7
1988	56.4	16.6	5.6	10.8	2.2	6.9	0.0	1.6
1989	54.5	16.3	4.4	13.5	1.3	8.4	0.0	1.6
1990	51.8	15.5	4.3	14.8	0.9	11.4	0.0	1.3
1991	45.4	20.7	7.8	10.6	0.8	13.8	0.0	0.9
1992	37.2	20.6	9.1	18.6	1.3	10.6	2.0	0.5
1993	31.1	21.3	8.0	23.6	2.0	8.8	4.5	0.5
1994	31.2	30.0	16.9	12.9	1.7	6.1	1.1	0.1
1995	30.2	29.4	17.0	13.8	1.6	6.0	1.8	0.1
1996	30.6	27.8	23.6	10.2	0.9	5.9	0.8	0.1

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler(1950-1997)

Mali varlıkların söz konusu yıllardaki seyrini bir grafik yardımı ile de görebiliriz.(Çizim 13)



Çizim 13: Toplam Mali Varlıklar

Kaynak : Tablo 16'dan Yararlanarak Hazırlanmıştır.

Türkiye’de son on yılda yatırım enstürümanlarının net getirileri(Tablo 15) ile bağlantılı olarak, Tablo 16 ve Çizim 13’de de görüldüğü üzere, tasarruflar iç borçlanma senetlerine kaymıştır. Kamunun borçlanma gereksinimi nedeniyle çok kısa aralıklar ile gerçekleştiren ihaleler, Bankalardaki tahvil stoklarında da artış göstermiştir. Tasarruflar, banka mevduatından, döviz tevdiat hesaplarına ve kamu kağıtlarına kaymıştır.

SONUÇ

Dünya’da her ülkenin amacı kalkınmaktır. Kalkınmanın en önemli koşullarından biri ise, ülkenin parasal gücünü arttırmaktır. Parasal gücü yapılan tasarrufa bağlı olarak artabilir. Bu parasal güç, ekonomiye yeniden gelir elde etmek amacıyla aktarılıyorsa, gerçek anlamda tasarruf yapılmış olur. Bir ekonomide bireysel tasarrufların toplamından, tüketim amacıyla kullanılan kredileri(negatif tasarrufları) çıkarırsak, milli tasarruf hacmini buluruz. Bu büyüklük de net(safi) yatırımların finansmanında kullanılır.

Az gelişmiş ülkelerin en önemli sorunlarından birisi, toplam tasarrufu arttırmak ve tasarrufu doğru yönlendirerek tekrar ekonomiye kazandırmaktır. Tasarruflar; gönüllü tasarruflar ve zorunlu tasarruflar olmak üzere ikiye ayrılır. Gönüllü tasarruflar, bir ekonomide en önemli tasarruf miktarıdır. Çünkü bu tür tasarrufun büyüklüğü toplumun tasarruf eğilimini belirler ve iktisadi kalkınma sürecinde önem arz eder. Gönüllü tasarrufların artabilmesi de bazı ekonomik faktörlere bağlıdır. Bunların başında ülke parasının istikrarı gelir. İnsanların tasarruf yapabilmesi için, belirli bir zaman diliminde bankalara veya mali kurumlara yatırdıkları paranın vade bitiminde, paralarının satın alma güçlerinin artacağına inanmaları gerekmektedir. Eğer satın alma güçlerinde azalış eğilimi yaşanır ise; tasarruflarını servet şeklindeki yatırım araçlarına yönlendirecekler yada tüketime yöneleceklerdir. Bu da ülke ekonomi için bir kayıp olacaktır.

Ulusal tasarrufun artmasında önemli olan diğer bir etken ise nüfus artışıdır. Türkiye’de hızla artan nüfus karşısında, toplumun hayat standardının yükseltilebilmesi için ekonomide gerçekleşmesi gereken sermaye birikiminin ne derece önemli olduğu açıktır. Tasarruf hacmi , ekonominin büyümesini ve dolayısıyla gelecekteki milli gelirin belirleyicisidir. Ülkemizde de olduğu gibi , az gelişmiş ülkelerde milli gelir düşüktür. Milli gelirin büyük bir kısmı zorunlu olarak tüketime, küçük bir kısmı ise tasarrufa gider. Bu döngünün kırılabilmesi için daha çok tasarruf, daha az tüketim yapılmalıdır. Bu nedenle az gelişmiş ülkelerde ,hem toplam tasarruf, hem de tasarrufun yönü , başka bir deyişle tasarrufun kullanılma biçimi önemlidir.

Tasarrufu belirleyen en önemli etkenlerden biride gelir düzeyidir. Gelir düzeyi arttıkça, tüketimden arta kalan pay fazlaşacaktır. Ekonomik istikrar tasarruf üzerinde belirleyicidir. Ekonomide istikrar, ülke parasına olan güveni arttırarak, tasarrufu destekler. Ekonomide istikrarsızlığın göstergesi olan yüksek enflasyon ve bunun süreceği beklentisi, tüketim eğilimini arttıracığından tasarruflar olumsuz yönde etkilenecektir.

Tasarruf ve faiz oranları ilişkisi incelendiğinde; faiz oranlarının seviyesi, faiz geliri elde etmek isteyen kişilerin tasarrufları üzerinde etkili olacaktır. Ülkemizde , son yıllarda devlet iç borçlanma senetlerine olan talep artışının nedenini faiz oranının, enflasyon oranı üzerinde % 30-40 puan farklı seyretmesi ile açıklanabilir. Faiz oranına karşı tasarruflar esnektir. Faiz oranının yükselmesiyle tasarruf hacmi önemli ölçüde artmaktadır. 1994 yılında gerçekleşen ekonomik kriz sonucu yükseltelen faiz oranları tasarrufları, 1993 yılında 453.392 milyar iken 1994 yılında 894.217 milyara yükseltmiş, % 97'lik bir artış sağlamıştır.

Türkiye'nin ekonomik sorunların başında gelen ve tasarrufları olumsuz etkileyen enflasyon, bireysel tasarrufları milli ekonomi içinde hiç bir yararı olmayan arsa, konut, döviz gibi servet şeklinde olan talebin yükselmesine neden olmaktadır. Bireyler uzun dönemli yatırımlardan kaçınarak kendileri için daha emin, kısa vadeli projelere yönelmeyi tercih etmektedirler.

Bir ekonomide zorunlu tasarrufların en önemli belirleyicisi vergilerdir. Devlet, yatırım hacminin altında kalan gönüllü tasarrufların açığını, zorunlu tasarruflarla kapatmaktadır. Zorunlu tasarruflarda da başvurabileceği kaynak vergilerdir. Türkiye'de vergi yolunun sağlıklı işlememesi, zorunlu tasarrufların büyüklüğünün yetersiz kalmasına neden oluyor.

Kısacası, ekonomide zorunlu tasarruflardan çok gönüllü tasarruflar daha öncelikli, önemli ve etkili olacağını ifade edebiliriz. Bu nedenle tasarrufları artırıcı kararlarda öncelikle gönüllü tasarrufları göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Ayrıca gönüllü tasarrufları artırıcı ve özendirici tedbirler, ekonomide sosyal ve çalışma hayatındaki uyumu zedeleyici etki yapıcı nitelikte değildir. Bütün ekonomilerde olduğu gibi ülkemizde de tasarrufların büyük bölümü bankalarda toplanmakta ve bankalar aracığı ile yatırıma dönüştürüldüğünden, gönüllü tasarrufları özendirici tedbirlerin uygulanmasında en önemli alanlardan biride bankacılık düzeni olmaktadır. Gerek banka sistemi içinde, gerekse bu sistemin dışında tasarrufları arttırmak için

uygulanan yeni yöntemlerin seçiminde ülkemiz ekonomisinin durumu göz önünde tutularak yapılacak düzenlemeler en yararlı sonuçları verecektir.

Az gelişmiş ülkelerde, büyük miktarda yatırımların yapılması için ve kalkınmada gerekli ivmeyi kazanabilmek için, milli gelirin en az % 15-20 sini tasarrufa ayırmak ve bunun yatırımlara aktarılması gerekmektedir.

Türkiye’de 1986-1996 yılları arasındaki toplam tasarrufun, Gayri Safi Milli Hasıla oranına baktığımızda, % 19 ile % 27 arasındadır. Tasarruf hacminin temel belirleyicisi de bağımsız çalışanların gelirleridir(kar, faiz ve rant gelirleri). Oluşan tasarruf hacminin yatırımlara dönüşüp, dönüşmediğini belirlemek için tasarrufların yönünün incelenmesi gerekmektedir.

Bu çalışmanın çerçevesinde yer alan, ülkemizde tasarruflara yön veren yatırım enstrümanlarını kısaca şöyle özetleyebiliriz; tasarruf mevduatı, hisse senetleri, devlet iç borçlanma senetleri, döviz, altın ve gayrimenkuldür.

Türkiye’de mali piyasalardan en büyük payı kamu kesimi almaktadır. Bu eğilim kamu kesiminin borçlanma gereği arttıkça devam etmektedir. Kamu, gerek devlet tahvili, gerekse hazine bonosu ihracı ile mali kesime hakim olup, burada oluşan fonların büyük bir kısmını alıp götürmektedir. Oluşan fonlar da yatırıma aktarılmayıp, önceden alınan borçların anapara ve faiz ödemelerine yatırılmaktadır. Kısa aralıklarla düzenlenen hazine ihalelerindeki faiz oranı tasarrufların yönü açısından büyük önem taşımaktadır. İhalede oluşan faiz oranı ve satılan senet miktarı, bir ekonomik gösterge olarak piyasayı ve özellikle yatırımcıları yakından ilgilendirir. İhalelerde oluşan faiz oranları, genel olarak piyasa faiz oranlarının yükselmesi veya düşmesi bakımından değerlendirilir. Düşme eğilimi göstermesi piyasada likidite bolluğunu veya hazinenin nakit ihtiyacını başka yollarla temin etme yolunu seçtiğini gösterir. Bu durumda, piyasadaki nakit fazlası alternatif piyasalara yönelir. Borsa ve döviz kurlarında yükselme beklenir.

Türkiye’de Hazine ihaleleri sonucu, tahvil piyasasına yansıyan faiz oranı enflasyon oranından en az % 20 üzerinde oluşmaktadır. Dolayısıyla , tasarruflar iç borçlanma senetlerine kaymaktadır. 1986 yılında , toplam mali varlıklar içinde % 13.4 olan iç borçlanma senetleri, 1996 yılında % 152’lik bir artış göstererek % 33.8 ‘lik bir paya sahip olmuştur.

Genel olarak baktığımızda 1980’li yıllarda tasarruf mevduatına yatırılan fonlar 1990’lı yıllarda, iç borçlanma senetlerine ve döviz tevdiat hesaplarına kaymıştır. Hisse

senedi arzı, 1986 yılında % 5.6, 1996 yılında % 5.9 ile istikrarlı bir yol izlemektedir. Borsa işlem hacmi ise 1986 yılında 9 Milyar TL iken, 1996 yılında 3.032.185 milyar TL'ye yükselmiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası gerekli derinliğe ve büyüklüğe sahip olmadığından ve Türkiye'de yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlık nedeniyle bireysel yatırımcıların şirket yönetimini ele geçirmek istemedikleri görülmektedir. Yatırımlar kısa süreli ve riskten korunmak amacıyla da büyük şirketlerin hisselerini tercih etmektedirler.

Menkul kıymet ihraçlarının dağılımını incelediğimizde; 1986 yılında özel kesim hisse senedi % 0.67, özel kesim borçlanma aracı ise % 4.96 , kamu kesimi borçlanma aracı ise % 94.37 'dir. 1994 yılında , özel kesim hisse senedi % 3.97 , özel kesim borçlanma aracı % 0.29 ve kamu kesimi borçlanma aracı % 93.74'dür. Görüldüğü üzere kamu kesiminin menkul kıymetlerin ihracından aldığı pay hiç azalmamıştır. Türkiye'de tasarruflar döviz ve kamu kağıtlarında toplanmaktadır. Faiz ve döviz kısılcısından kurtulamamaktadır.

Tasarrufların , büyük ölçüde menkul kıymetlere yöneltilmesi, ülkenin sanayi kuruluşlarının büyümeleri ve yatırımlarını arttırmaları açısından önemlidir. Türkiye'de toplam ulusal tasarrufun yönünün değiştirilmesi ve kamu kağıtlarında toplanan fonların, yatırıma aktarılıp tekrar ekonomiye kanalize edilmesi gerektiği görüşündeyiz.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AKDOĞAN, Abdurrahman : **Kamu Maliyesi**, Gazi Üniversitesi
Yayın No: 135, 3. Baskı, Ankara, 1989
- APAK, Sadi : **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Bilim
Teknik Yayınevi, İstanbul, 1995
- BERBEROĞLU, Necat : **Makro Ekonomik Analiz**, Detaş Dersaneleri
Basımevi, Eskişehir, 1987
- BOLAK, Mehmet : **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve
Portföy Analizi**, Beta Basım Yayım
Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1991
- CEYLAN/KORKMAZ, Ali/Turhan : **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**,
Ekin Kitabevi, Bursa, 1995
- ÇAPANOĞLU, M.Birol : **Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Basım
Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1993
- DİNLER, Zeynel : **İktisada Giriş**, Ekin Kitabevi, Bursa, 1995
- DİRİMTEKİN, Halil : **Genel İktisat Teorisi-2**, Sevinç Matbaası,
Ankara, 1985
- EKER/TÜĞEN, Aytaç/Kamil : **Kamu Maliyesine Giriş**, Bilgehan
Basımevi, İzmir, 1987
- FERTEKLİGİL, Azmi : **Türkiye'de Borsanın Tarihçesi**, İ.M.K.B.
Yayımları, No:3, İstanbul, 1993
- GÖRGÜN, Sevim : **Maliye Politikası**, Çağlayan Basımevi
İstanbul, 1972
- GÜZEL/OKUR, Ali/Ali Rıza : **Sosyal Güvenlik Hukuku**, Beta
Basım Yayım A.Ş., İstanbul, 1988
- HAN, Ergül : **İktisada Giriş-1**, Anadolu Üniversitesi
Basımevi, Eskişehir, 1996
- HAN, Ergül : **İktisada Giriş-2**, Anadolu Üniversitesi
Basımevi, Eskişehir, 1994

- KARSLI, Muharrem : **Borsa**, İrfan Yayımcılık ve Ticaret, İstanbul, 1995
- KEPENEK/YENTÜRK, Yakup/ Nurhan : **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1996
- KILIÇ, Kazım : **A'dan Z'ye 200 Soruda Borsa**, Egemen Matbaası, 2. Baskı, İstanbul, 1993
- KILIÇBAY, Ahmet : **İktisadın Prensipleri**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1974
- NADAROĞLU, Halil : **Kamu Maliyesi Teorisi**, Sermet Matbaası, İstanbul, 1976
- NEMLİ, Arif : **Gelişmekte Olan Ülkelerde Vergi Politikası**, Güryay Matbaası, İstanbul, 1979
- OĞUZ, Orhan : **İktisada Giriş**, Marmara Üniversitesi, T.E.F. Dön. Ser. İşl. Matbaa Birimi, İstanbul, 1991
- ÖZGÜVEN, Ali : **İktisat Bilimine Giriş1**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1991
- PARASIZ, İlker : **Para Banka**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1992
- PARASIZ, İlker : **Kriz Ekonomisi ve 5 Nisan 1994 Kararları**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1995
- PEKİN, Tevfik : **Makro Ekonomi**, İstiklal Matbaası, İzmir, 1986
- PETERSON, Wallece C. : **Gelir İstihdam ve Ekonomik Büyüme**, Çev: Sermet Mutlu, İ.T.İ.A. Yayınları Yayın No:45, Eskişehir, 1976
- RENÇBER, Halil : **Ekonominin ve Siyasetin Nabzı Borsa**, Ofset Matbaa, İstanbul, 1996
- SAMUELSON, Paul A. : **İktisat**, Çev: Demir Demirgil, Menteş Kitabevi, İstanbul, 1982

- SAVAŞ, Vural : **Kalkınma Ekonomisi**, Beta Basım
Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1986
- ŞAHİN, Hüseyin : **İktisada Giriş**, Ezgi Kitabevi Yayınları
Bursa, 1994
- ŞANER, Erden : **Tasarrufları Arttırıcı Yeni Yöntemlerin
Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Türkiye
Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, 1992
- TUNÇOMAĞ, Kenan : **Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal
Sigortalar**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1987
- ULUATAN, Özhan : **Kamu Maliyesi**, A.Ü. S.B.F. Yayınları,
Yayın No:413, Ankara, 1978
- ÜNAL, Turhan : **Dünya’da ve Türkiye’de Menkul
Kıymet Borsaları**, İ.T.O. Yayın No:33,
İstanbul, 1990
- VURAL, Günel : **Sermaye Piyasası Hukuku**,
Ankara, 1987
- YAZMAN, M. Ögüt : **Türkiye’nin Ekonomik Meselesi**,
Tisa Matbaacılık Sanayi, Ankara, 1973
- YÜKSEL/RODOPLU, Ali Sait/Gültekin : **Sermaye Piyasası**, Filiz Kitabevi,
İstanbul 1980
- ZEYTİNOĞLU, Erol : **Ekonomik Doktrinler**, Der Yayınevi,
İstanbul, 1980
- A.Ü. İ.İ.B.F Dergisi, Ocak 1984, Sayı 1
- Bankacılar Dergisi, Bankacılar Birliği Yayınları, Şubat 1996, Sayı-16
- Capital Dergisi, Eylül 1997, Sayı: 9
- Ekonomik ve Sosyal Göstergeler(1950-1997), Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları,
Ankara, 1997
- Ekonomist Dergisi, Eylül 1996, Sayı 9
- Finans Dergisi, Ocak 1997, Sayı 1
- İktisadi Analiz, Anadolu Üniversitesi A.Ö.F. Yayınları No:12, Eskişehir, 1992

- İstanbul Menkul Kıymetler Merkezi Uygulayıcı Notu, VakıfBank Yat. Ban. Yayınları, İstanbul, 1995
- Menkul Kıymetler Eğitim Programları, VakıfBank Yat. Ban. Yayınlar, Ankara, 1993
- Milliyet Gazetesi, 28 Nisan 1997
- Panorama Dergisi, Eylül 1990, Sayı-30
- Piyasaların Tanımı ve Menkul Kıymetlerin Çeşitleri, VakıfBank Yat. Ban. Yayınları, İstanbul, 1994
- Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İ.M.K.B. Yayınları, İstanbul, 1996
- Tasarrufların Yatırıma Dönüştürülmesinde Borsanın Rolü, İ. A. V. Seminer Tebliği İstanbul, 1995
- Türkiye'de Aitın Varlığının Ekonomik Sürece Katılması, İ. A. V. Seminer Tebliği İstanbul, 1993
- Yatırım Bankacılığı İzahnamesi, VakıfBank Yat. Ban. Yayınları, Ankara, 1997
- Yatırım Bankacılığı El Kitabı, VakıfBank Yat. Ban. Yayınları, Ankara, 1996
- 1997 Yılında Finans Kesiminde Muhtemel Gelişmeler, İ. A. V. Seminer Tebliği, İstanbul, 1996