

T.C.
İstanbul Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Çalışma Ekonomisi Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

**SERVETİN OLUŞUMUNDA ve
YAYGINLAŞTIRILMASINDA
MENKUL KIYMETLER BORSASI**

Nazlı Gamze AKSU
2501080347

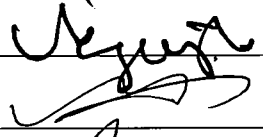
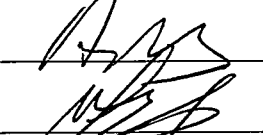
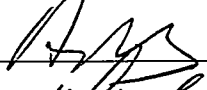
Tez Danışmanı: Doç. Dr. Arif Yavuz

İstanbul 2010

T.C
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüz **ÇALIŞMA EKONOMİSİ** Bilim Dalında 2501080347 numaralı **NAZLI GAMZE AKSU'NUN** hazırladığı “**SERVETİN OLUŞUMUNDA VE YAYGINLAŞTIRILMASINDA MENKUL KIYMETLER BORSASI**” konulu **YÜKSEK LİSANS/ DOKTORA TEZİ** ile ilgili **TEZ SAVUNMA SINAVI**, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15.Maddesi uyarınca **21/06/2010 PAZARTESİ** günü **Saat: 15:00'da** yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin**KABUL**.....'ne* **OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞU**LA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ(*)	İMZA
PROF.DR.SEDAT MURAT	Kabul	
PROF.DR.TEKİN AKGEYİK	Kabul	
PROF.DR.AHMET İNCEKARA	Kabul	
DOÇ.DR.ARİF YAVUZ	kabul	
YRD.DOÇ.DR.SAHİN YORGUN	Kabul	

ÖZ

Yirminci yüzyılın sonlarına kadar çok ortaklı anonim şirketler ve sermaye piyasaları hakkında sayısız kitap ve makale yazılmıştır. Bu tür çalışmalar halkın tasarruflarının yönlendirilmesinde bugüne kadar önemli işlevlere sahip olmuştur. Ancak ne var ki, 2008 küresel dünya krizi ile ABD sermaye piyasalarında hırslı para kazancı yüzünden özellikle de toksinli kâğıtlar olarak adlandırılan fonların yönetiminde artık işlerin iyi gitmediği görülmüştür. Bu durum, Batılı kapitalist ekonomiye zarar vererek, sistemin yeniden yargılanmasına yol açmıştır. Ancak sistemin hatasının nerede olduğu tartışılırken, yine birçok akademisyen ve yazar önemli bir meseleyi atlamıştır. Atlandığı düşünülen bu önemli konu “servetin oluşumu ve yaygınlaştırılması politikalarında sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasının yeri ve rolü” olmuştur.

Bu bağlamda, bu çalışmada servetin oluşumu ve yaygınlaştırılmasında menkul kıymetler borsasının rolü ve önemi incelenmeye çalışılmıştır. Konu ile ilgili çeşitli kaynaklar, akademik çalışmalar, resmi araştırma sonuçları ve ilgili göstergeler araştırılmıştır. Bu doğrultuda, öncelikle toplumda gelir ve dağılımının yol açtığı tasarrufların, anonim şirketlere sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsaları vasıtasıyla Amerika ve Avrupa kıtalarında nasıl değerlendirildiği ve tarihi süreç içerisinde gösterdiği gelişim hakkında bilgiler verilmiştir. Sermaye piyasalarının bir yandan bankalara alternatif olarak gelişip, şirketlerin öz finansman aracı olduğu, diğer yandan da servetin kitlelere yayılmasını sağlamak amacıyla “Halk Kapitalizmi” adı ile yola çıktığı bilinmektedir. Bu çalışmada sermaye piyasasının menkul kıymetler borsaları aracılığı ile bu amacı ne dereceye kadar sağladığı açıklanmaya çalışılmıştır. Henüz çok ortaklı anonim şirketlerin, sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasının daha başlarında sayılan Türkiye için dersler çıkarılması bu çalışmanın başlıca amacıdır.

Sonuç olarak, çalışmanın elde ettiği bilgiler ışığında, menkul kıymetler borsasının, servetin oluşum ve yayılım süreçlerinde belli rollere sahip olduğu bir gerçektir. Ancak piyasada yaygınlaştırılması düşünülen hisselerin çoğunluğunun

giderek fonlar şeklinde belli bir azınlık elinde toplanmaya devam ettiği ve şirketlerin halka açılmasına rağmen yönetimi ve kontrolünün de temelde yine bu azınlığın elinde bulunduğu görölmüştür.

Anahtar Kelimeler: Servet, gelir dağılımı, sermaye piyasaları, hisse senedi

ABSTRACT

Until the end of the twentieth century, many books and countless articles have been written about the stock market. Most notably, these studies are technical (especially in the US) and about earning money easy way from the stock markets. Nevertheless it is a fact that these books and articles are useful for the public to assess their savings efficiently. Again, considerable amount of these studies focus (correctly) on the dramatic impact to the process having on countries and populations around the world. In 2008 with the global financial crisis, it is witnessed that things are not going well in the US capital markets, mainly in the management of the funds, which are called “toxic.” This situation has wounded the western capitalist system and shake the confidence. While the errors in the system are argued by the critics, an important issue has been skipped: “the role and the place of the stock markets in the creation and dispersion of wealth.”

In this context, the subject of the role and the place of the stock markets in the creation and dispersion of wealth is tried to be studied in this paper. Related with the subject, various sources; official researches, academic studies, and related statistics are explored. Accordingly in the paper, history of the creation and the development of the wealth in the U.S. and Europe are firstly explained. Furthermore, it is pointed out that stock markets are initially developed as an alternative to the banks for creating finance to businesses and aiming for dispersion of wealth to the large masses.

As a result, in the light of the information gathered from the study, it is concluded that stock markets have a notable role in the creation and dispersion of the wealth, on the other hand, stocks in the capital markets are collected by a minority group in the form of funds, and, again despite of the public offerings, the management and the control of the companies are still on the hand of the same minority group.

Keywords: Wealth, income distribution, capital markets, equity

ÖNSÖZ

Batı’da özellikle sanayileşme süreci ile başlayan sermaye piyasası, menkul kıymetler borsaları ve çok ortaklı anonim şirketlerin birlikte organize bir şekil alması 1790’lardır. Oysa Osmanlı sanayileşmeyi ıskaladığı için Batı ile mukayese edebileceğimiz böyle bir yapı ülkemizde ancak 1960’lardan sonra oluşmuştur.

Ülkemizde sermaye piyasası ile ilgili yasa çalışmaları 1960’lı yıllardan itibaren sürdürülmesine rağmen 1981 yılına kadar bu çalışmalar sonuçlandırılmamıştır. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’nun kabulüyle piyasanın organize bir yapıya kavuşturulması mümkün olabilmıştır. Bu yıldan sonra sermaye piyasasında önemli gelişmeler sağlanmıştır. Bu gelişmeler ise aynı zamanda özelleştirme ve halka açılma konularının gündeme gelmesini sağlamış ve tasarruf sahipleri için de tasarrufların değerlendirilebileceği bir yatırım alanı oluşturmuştur. Böylece sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsası ekonomik ve sosyal etkileri nedeniyle bazı fonksiyonları üstlenebilecek duruma gelmiştir.

Türkiye’de Batı tipi bir sürecin oluşmasında hiç şüphesiz en önemli olgu, ekonominin özel sektördeki gelişmesini takip etmesidir. Bu süreç ise çok yenidir. Türkiye’de henüz aile şirketleri hâkimdir. Dünyadaki uygulamalardan görüldüğü kadarıyla şirketlerin halka açılmaları olayı kaçınılmaz olarak üçüncü veya dördüncü nesilden sonra olmaktadır. Oysa Türkiye’de hala en kıdemli olan şirketlerde bile üçüncü nesle daha yeni girilmiştir. Ailelerin kalabalıklığına göre de şirketlerin halka arzının hızlanması kaçınılmaz olmaktadır. Ülkemizde bunun ilk işareti Sabancı ailesinde görülmüştür. Esasen Türkiye, Batı’nın geçirdiği tecrübelerden faydalanarak kendine en doğru yolu ve modeli seçmelidir. Bu çalışma böyle bir düşüncenin ürünüdür.

Sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasının yukarıda sözü edilen fonksiyonlarının en önemlilerinden birisi de hiç şüphesiz dengeli bir gelir ve servet dağılımının sağlanmasıdır. Özellikle menkul kıymetler borsasının, bu fonksiyonu

yerine getirmekle hem ekonomik kalkınmaya hizmet edeceği hem de toplumda siyasi ve sosyal dengelerin kurulmasını kolaylaştıracağı öngörülmektedir.

Bu çalışmada ise, sermaye piyasası-menkul kıymetler borsası ile halka açılmış çok ortaklı anonim şirketlerin bu fonksiyonu özellikle incelenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla genel olarak servet, oluşumu ve yaygınlaştırılması, daha sonra menkul kıymetler borsası ve servetin yaygınlaştırılmasında menkul kıymetler borsasının söz konusu rolleri incelenmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmanın ortaya çıkmasını, lisans öğrenciliğimin başından beri, büyük bir özveriyle bana çalışma ortamı hazırlayan sevgili aileme borçlu olduğumu belirtmek isterim. Tezimin hazırlanmasında değerli fikir ve katkılarıyla bana yol gösteren, tez danışmanın Sayın hocam Doç. Dr. Arif Yavuz ve bölümümdeki tüm hocalarıma teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca tezimin araştırma ve yazma aşamasında bana desteklerini esirgemeyen tüm arkadaşlarıma teşekkür ederim. Bu çalışmanın, konu ile ilgili kişi ve kurumlara yararlı olmasını temenni ederim.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	v
ÖNSÖZ.....	vi
TABLO LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GELİR ve SERVETİN OLUŞUMU - YAYGINLAŞTIRILMASI İLE İLGİLİ GENEL KAVRAMLAR VE GÖSTERGELER

1.1. Gelir ve Servet Kavramının Tanımı.....	7-14
1.1.1. Gelir ve Dağılımı.....	7
1.1.2. Mülkiyet.....	9
1.1.3. Servet.....	9
1.1.4. Sermaye Birikimi.....	13
1.2. Gelir ve Servetin Oluşumu ve Yaygınlaştırılması.....	14-23
1.2.1. Fonksiyonel Gelir Dağılımı	15
1.2.2. Kişisel Gelir Dağılımı.....	19
1.3. Gelir ve Servetin Yaygınlaştırılmasının Gerekçeleri.....	23-30
1.3.1. Sosyo-Politik Gerekçeler.....	23
1.3.2. Ekonomik Gerekçeler.....	28
1.4. Dünyada ve Türkiye’de Başlıca Gelir Dağılımı Göstergeleri.....	30-35

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLER BORSASININ TARİHİ GELİŞİMİ

2.1. Dünya’da Sermaye Piyasaları ve Menkul Kıymetler Borsaları	36-45
2.1.1. Avrupa’da Başlıca Menkul Kıymetler Borsaları.....	37
2.1.1.1. Büyük Britanya	38
2.1.1.2. Almanya.....	40
2.1.2. Amerika Birleşik Devletleri’nde Menkul Kıymetler Borsası....	43
2.2. Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Tarihi Gelişimi	45-55
2.2.1. Osmanlı Dönemi	45
2.2.2. Cumhuriyet Dönemi.....	47
2.2.3. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB).....	50

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BATI EKONOMİLERİNDE MÜLKİYETİN (SERVETİN) OLUŞUMU ve YAYGINLAŞTIRILMASINDA GÖRÜLEN ANA DEĞİŞİM EĞİLİMLERİ

3.1. Batı Ekonomilerindeki Değişim.....	56-60
3.1.1. Batı Avrupa’daki Değişim.....	56
3.1.2. ABD’deki Değişim.....	59
3.2. Batı Ekonomileri ve Modern Şirket Evriminin Sonuçları.....	60-77
3.2.1. Modern Şirket ve Evrimi	61
3.2.2. Servet (Mülkiyet) Anlayışında Görülen Değişim.....	63
3.2.3. Hisse Senedi Sahipliğinin Yaygınlaşması.....	66
3.2.4. Menkul Kıymetler Borsası Kanalıyla Çok Ortaklı Şirketlerin Yaygınlaşması.....	68
3.2.5. Menkul Kıymetler Borsası’nda Kurumsal Hissedarlığın Yaygınlaşması.....	70
3.2.6. Mülkiyet Sahipliği ile Yönetimin Giderek Birbirinden Ayrılması.....	73
3.2.7. Yaygınlaştırılması İstenen Hisse Senetlerinin Tekrar Belirli Kurumlarda Toplanması.....	75

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
GÜNÜMÜZDE SERVETİN OLUŞUMUNDA VE
YAYGINLAŞTIRILMASINDA MENKUL KIYMETLER
BORSASININ ROLÜ VE ÖNEMİ

	Sayfa No
4.1. Menkul Kıymetler Borsasının Yapısı, İşleyişi ve Şirketler Açısından Önemi.....	78–87
4.2. Menkul Kıymetler Borsasının Ekonomik İşlevleri.....	88-94
4.2.1. Likidite Sağlama	88
4.2.2. Piyasada Tek Fiyat Oluşturma.....	89
4.2.3. Güvence.....	91
4.2.4. Makro Ekonomik Etkileri.....	93
4.2.5. Sermayeye Hareketlilik Sağlama.....	93
4.2.6. Mülkiyeti Tabana Yayma.....	94
4.3. Sermaye Piyasası ve Çok Ortaklı Şirketler Açısından Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Unsurları.....	94–96
4.4. Türkiye’de Menkul Kıymetler Gelirlerinin Toplam Gelirler içindeki Payı.....	96–98
4.5. Türkiye’de Yatırım Araçları ve Getiri Karşılaştırmaları.....	98–100
SONUÇ	101
KAYNAKÇA	107

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1 Türkiye'nin Fonksiyonel Gelir Dağılımı (1968–1994)	18
Tablo 2 Türkiye'de Kişisel-Hane Halkı Gelir Dağılımı Araştırma Sonuçları	21
Tablo 3 OECD Ülkelerinde Gini Katsayıları ve Kişi Başına GSMH (\$)	31
Tablo 4 Seçilmiş Bazı Ülkelerde Gini Katsayıları ve Kişi Başına GSMH (\$)	32
Tablo 5 Seçilmiş Bazı Ülkelerdeki En Fakir %20 ve En Zengin %20'lik Dilimlerin Aldığı Gelir (Harcama) Payları ve Kişi Başına GSMH (\$)	33
Tablo 6 En Büyük 10 Hisse Senedi Piyasalarının Piyasa Değerleri (2007–2008)	43
Tablo 7 ABD'de Hisse Senetlerinin Nüfusa Olan Oranı 1927–56	67
Tablo 8 Varlık Teminatlarının Tahmini Kurumsal Sahipliklileri, 1954 (m\$)	72
Tablo 9 2001–2007 Yılları Arası ABD'de Hisse Senedi Sahiplerinin Zenginlik Yapısı	75
Tablo 10 2001- 2007 Yılları Arası ABD'de Hisse Senedi Sahiplerinin Zenginlik Yapısı	76
Tablo 11 Yüzde 20'lik Grupların Gelirden Aldığı Paylar: 2006–2007	97
Tablo 12 Eşdeğer hane halkı kullanılabilir gelirine göre sıralı yüzde 20'lik gruplar ve gelir türlerine göre yıllık gelirlerin oransal dağılımı (Yatay %), 2006–2007	98
Tablo 13 Yurtiçi Tasarrufların Dağılımı 2004–2006	99

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BED	Bireysel Emeklilik Düzenlemesi
Bknz	Bakınız
DİE	Devlet İstatistik Enstitüsü
FED	Amerikan Federal Merkez Bankası
GSMH	Gayri Safi Milli Hâsıla
KHK	Kamu Hizmet Komisyonu
KGK	Kıymetini Koruma Hakkında Kanun
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüs
MKB	Menkul Kıymetler Borsası
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
OECD	İktisadi Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TUIK	Türkiye İstatistik Kurumu
TL	Türk Lirası
TSKB	Türkiye Sınâî Kalkınma Bankası
TTK	Türkiye Ticaret Kanunu
USD	Amerikan Para Birimi

GİRİŞ

1980'lerden sonra dünya'da küreselleşme ve özelleştirme birbirinden ayrılmaz birer kavram halini almış ve birlikte gelişmiştir. Küreselleşme-özelleştirme konusu bazı yazarlar tarafından, bir yönü ile ABD emperyalizminin bir yansıması olarak kabul edilmiş ve yargılanmış, fakat bu görüşteki yazarların konuyu ideolojik açıdan ele aldıkları ve değerlendirdikleri öne sürülmüştür. Bunun nedeni, 1980'li yıllarda ABD'nin liderliğinde Türkiye'nin de içine girdiği Liberal Ekonomik dalganın, bazıları her ne kadar bunun geçici olduğunu söylese de, en şaşalı günlerini yaşamış olmasıdır. Özellikle 1990'dan sonra SSCB de devre dışı kalınca, dünya tek kutuplu hale gelmiş ve liberal ekonomik sistem tek hâkim düzen halini almıştır. Daha sonraki yıllarda; Rusya, Uzak Doğu ve Brezilya gibi çevre ülkelerde meydana gelen 2001 krizi ve 2008 yılında ABD merkezli olarak ortaya çıkan dünya krizi ile liberal ekonomide de işlerin iyi gitmediği görülünce, küreselleşme karşıtlarının sesi tekrar yükselmeye başlamıştır.

2008 krizi sonrası artık şartlar değişmiş, liberal ekonomi ve ABD'nin ekonomik sistemi tekrar yargılanmaya başlamıştır. 1980'lerden günümüze kadar olan Liberal Kapitalizmin (küreselleşme ve özelleştirme) karşıtlarının savları 2008 yılındaki küresel kriz nedeniyle tekrar gündeme gelmiştir. Karşıtların en uç deyimi ile bir yandan özelleştirmeler ile “Devletlerin ellerindeki servetlerin yağmalanmasının, 2008 krizi ile de bu sefer Sermaye Piyasalarında “ halkın elindeki servetlerin de yağmlandığı savları giderek daha fazla tartışılmaya başlamıştır. Bugün de “Devlet Borçları” krizi kapıdadır. Avrupa Birliği içinde Yunanistan ile başlayıp, Portekiz, İspanya ve İtalya ile devam edeceği öngörülmektedir.

Bugün bu ideolojik sloganlar yerine bu tartışmaların dayandığı gerçekleri araştırmak gerekmektedir. 2008 dünya krizinin ekonominin motoru olan sermaye piyasalarını derinden sarstığı bir gerçektir. Ancak bu çalışma doğrudan yaşanan krizi değil, belki yansımalarının görüldüğü sermaye piyasası sisteminin araştırılmasına yönelik olmuştur. Bu çerçevede, Sermaye Piyasaları içinde yer alan

Menkul Kıymet Borsası ile çok ortaklı anonim şirket hisselerinin halka açılması ile oluşan karşılıklı etkileşim ele alınmaktadır. Yani bir yanda servetlerin oluştuğu, öte yanda da servetlerin dağıtıldığı bir piyasa incelenmektedir.

Bu sebeple, sermaye piyasası ile ilgili uç görüşleri de bir kenara bırakıp, örneklemelerde gerçeğin yaşandığı en büyük piyasa olan ve dünyayı etkileyen ABD ve diğer Avrupa ülkelerindeki sermaye piyasaları ve gelişmeleri ele alınacaktır. Burada amaç, dünyaya örnek olan ABD sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsası sisteminin özellikle ve öncelikle daha henüz işin başında bulunan Türkiye'nin bu sistemi yakından tanınmasına yöneliktir. Bu nedenle de gerektiğinde örneklemelerde sıkça Türkiye ile mukayeselere atıfta bulunulacaktır.

Başta ABD olmak üzere, batılı kapitalist ülkelerin 1970'lerden sonra Küreselleşme yönünde nasıl bir değişim gösterdiğinin tespiti önem taşımaktadır. Sonra da bugün geline nokta, öncelikle çok ortaklı modern şirketlerde ortaya çıkan değişimin ekonomiye yansımalarının değerlendirilmesi gerekmektedir. Özellikle de devasa boyutlardaki uluslararası çok ortaklı şirketlerde kendini gösteren, tekelleşen yönetici (manager) hâkimiyetinin veya diğer bir deyimle diktatörlüğünün eriştiği konum dikkat çekmektedir. Toplumlarda ideal yapı siyasi demokrasi kadar iktisadi demokrasinin de gelişmesine bağlıdır. Oysa ABD'deki iktisadi alandaki gelişmeler, maalesef iktisadi demokrasiden uzaklaşıp, yönetici diktatörlüğüne doğru yol alındığını 2008 dünya krizi ile iyice kanıtlanmıştır. Bu durum gitgide halkın tepkisini çekmiş, Obama hükümetinin de el attığı bir sorun haline gelmiştir. Özellikle ABD'deki çok ortaklı büyük anonim şirketlerin CEO veya yöneticilerinin Senato Soruşturma komisyonlarındaki soruşturulmasıyla açıkça bu tepki kanıtlamıştır.

Bugüne kadar bu konular çeşitli şekillerde ele alınıp, irdelenmiştir. Batı, başta ABD ekonomisi olmak üzere, 1970'li yıllardan sonra belirleyici ve sürükleyici bir küresel ekonomi karakterine bürünmüştür. Bazı yazarlar ABD ve dünya ekonomisindeki gelişmelerin ve yansımalarının olumsuzluğuna dikkatleri çekmişlerdir. Hatta bazılarına göre bu gelişimin, ABD'li yöneticiler tarafından adeta görmezlikten geldiği iddia edilmiştir. Fakat bu tür tenkitler ancak 2008 krizi ve bu

krizin de küreselleşmesiyle kendini haklı kılmış, bugün Batılı kapitalist sistem yargılanır hale gelmiştir. Bu sorgulamada konunun can alıcı noktası; özellikle 2008 krizi ile yoğun bir şekilde tartışılmaya başlanan reel ekonominin finans sektörü veya diğer adı ile toksinli kâğıt sektörü tarafından kuşatılması, yozlaştırılması ve yutulması noktasıdır. Bu sebeple, ekonomik sisteminin motoru veya kalpgahı haline gelen sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasının yeniden gözden geçirilmesi zorunlu olmuştur. Bu durum özellikle Türk sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsası için ders alınması açısından çok önemlidir.

Bu bağlamda, servetin oluşumu ve yaygınlaştırılmasında menkul kıymetler borsasının rolü ve önemi böyle bir ortamda ele alınmaktadır. Konu ile ilgili çeşitli kaynaklar, akademik çalışmalar, resmi araştırma sonuçları ve ilgili göstergeler üzerinde çalışılmıştır. Bu çalışma, menkul kıymetler piyasaları vasıtasıyla servetin Amerika ve Avrupa kıtalarında nasıl oluştuğu ve tarihi süreç içerisinde nasıl bir gelişim gösterdiğini araştırmaya yöneliktir.

Sermaye piyasalarının şirketlere fon bulma çalışmalarında yatırım bankalarının alternatifleri olarak devreye girdiği bilinen bir gerçektir. Yani sermaye piyasaları, şirketlerin öz finansman ihtiyacının karşılanmasında en önemli araç olarak ortaya çıkmıştır. Bu çalışmada ayrıca ve özellikle sermaye piyasaları ve menkul kıymetler borsası kanalıyla servetin geniş kitlelere yayılması da ayrı bir önem taşımaktadır. ABD’de bu durum başlangıçta “Halk Kapitalizmi” adıyla servetin sermaye piyasası kanalı ile geniş halk kitlelerine yayılması öngörülmüştür. Ancak bugün gelinen nokta tam bir hayal kırıklığıdır.

ABD ekonomisinin motoru olan sermaye piyasalarının durumu ve özellikle 2000’li yıllardan sonraki gelişmeleri kendi içlerinde de çok tartışılmaktadır. Mesela Mayıs 2000’de Amerikan Federal Merkez Bankası FED’in kurul başkanı Alan Greenspan ile bir yardımcısının konuşması Wall Street Journal gazetesinde yayınlanmış, Greenspan’ın hisse senedi piyasasıyla yakından meşguliyeti ve piyasanın FED politikalarına yansıyan güçlü etkisi tartışılmıştır. “Piyasalar hakkında konuşmayı gerçekten durdurabilirim,” diyen FED başkanı, yardımcısına “ Fakat

durdurursam, sürecin nasıl işlediğini insanlara açıklayamam... Hisse senedi fiyatlarını referans olarak kullanmadan, ekonomide olan biteni anlamak imkânsız” demiştir.¹

Alan Greenspan bu konu hakkındaki düşüncelerinde yalnız değildir. Yirminci yüzyılın sonuna doğru dünyadaki tüm işadamları ve politika liderleri kökten değişen, önceden kestirilemeyen ve çoğunlukla değişken, hisse senedi piyasasının çabuklukla hasar verebildiği ekonomik ortamı kavramakta zorluk çekmişlerdir. Sadece bir nesil önce bir ekonomik su birikintisi olarak görünen sermaye piyasaları, çoğunlukla önemsenmeyip küçümsenmiştir. Şimdi ise aniden piyasalar ulusal ekonomilerde belirleyici rolü olan, güçlü kurumlar haline gelmişlerdir.² Kayda değer miktarda doğrudan veya (yatırım fonları olarak) dolaylı hisse senedi elde eden milyonlarca yeni yatırımcı için, hisse senedi piyasası finansal güvenlik ve rahat emeklilik umudunu taşımaktadır. Finansman arayan **kurnaz yatırımcılar** için ise piyasa birkaç seneye kadar bulamadıkları ve büyük zenginlik vadeden bereketli, verimli bir seçenek haline gelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler için piyasa, birçok kez ekonomik krize yol açmış olan tehlikeli borç bağımlılığından kaçınılmasını sağlayarak kalıcı yatırım kazancı kaynağı ihtiyacını karşılamaktadır.³

Fakat yeni ve kuvvetli küresel hisse senedi piyasası çok farklı bir şekilde de karşımıza çıkabilmektedir. Çoğunlukla acemi yatırımcıların emeklilik tasarruflarını yok etmekle tehdit eden, geleneksel uygulamaların ve meslek icrasının kuyusunu kazan ve toplumları yüzyıllarca yöneten sosyal görüşleri parçalara ayırıp söken vahşi bir canavar olarak görülmüştür.

Sonuç olarak, yirminci yüzyılın sonlarında sermaye piyasaları ve hisse senedi piyasaları hakkında sayısız birçok kitap ve makale yazılmıştır. Birçoğu, haklı olarak bu sürecin ülkeler ve toplumlar üzerindeki önemli etkisi üzerinde yoğunlaşmıştır. Ancak ne var ki “servetin oluşumu ve yaygınlaştırılması politikalarında Menkul

¹ B. Mark Smith, **A History of Global Stock Market, From Ancient Rome to Silicon Valley**, Chicago, University of Chicago Pres, 2004, p.3.

² B. Mark Smith, **a.g.e.**,p.3.

³ **A.e.**,p.4.

Kıymetler Borsasının yeri ve rolü’’ nün özellikle orta sınıf ve iktisadi demokrasi açısından da önem arz eden yönünün gerektiği şekilde ele alınmadığı da görülmüştür. Bu çalışma ile özellikle konunun bu yönüne de ışık tutulmaya çalışılacaktır.

Birinci bölümde, mülkiyet ve servet ve sermaye kavramlarının tanımları verilerek ekonomik gelişme ile mülkiyet ve servet dağılımı ilişkisi üzerinde durulmaktadır. Ayrıca gelir ve servetin oluşumu ve yaygınlaştırılmasında gelir oluşumu ve dağılımının fonksiyonlarından kişisel gelir dağılımı ve fonksiyonel gelir dağılımı başlıklarına değinilecektir. Yine burada gelir ve servetin yaygınlaştırılmasının gerekçelerine vurgu yapılacaktır. Nihayet dünya’da ve Türkiye’de başlıca gelir dağılımı göstergeleri üzerinden yorumlar yapılacaktır.

İkinci bölümde Dünyada menkul kıymetler borsalarının dünden bugüne geçirdiği evreler anlatılmaya çalışılmıştır. Konumuza giriş niteliği taşıyan Dünyada Menkul Kıymetler borsalarının tarihi, çeşitleri ve işlevleri fazla ayrıntıya girmeden irdelenmektedir. Burada özellikle ABD ile Kara Avrupa’sındaki farklılıkları belirtmeye çalışacaktır. Nihayet Osmanlıdan günümüze sermaye piyasasını kuş bakışı geçerek, günümüzde Türk ekonomisinde Batı standartlarında yeni bir kuruluş olan ve güzelde bir gelişim gösteren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ele alınacaktır.

Üçüncü bölümde de, esasında menkul kıymetler borsasının ana iskeletini oluşturan ve onu besleyen çok ortaklı anonim şirketlerle yaygınlaşan hisse senedinin, özellikle ABD ekonomisinde gösterdiği gelişim incelenecektir. Batı ekonomilerinin modern çok ortaklı anonim şirketlere doğru geçirdiği evrim ve sonuçta ekonominin motoru olan ve bankalara alternatif olarak kaynak yaratan menkul kıymet borsalarının günümüze kadar olan gelişimi irdelenecektir. Burada esas önemli olan nokta, daha işin başında bulunan Türkiye’ye sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasının gelişimi için önemli bir tecrübeyi aktarmaya çalışacaktır.

Dördüncü ve son bölümde ise, esasen tezin de ana konusu olan Servetin Oluşumunda ve Yaygınlaştırılmasında sadece Menkul Kıymetler Borsasının yeri ve

rolü incelenecektir. Burada tarihi gelişimi içinde günümüze kadar alınan sonuçlar nelerdir onlar tespit edilmeye çalışılacaktır. Menkul Kıymetler Borsasının kullandığı enstrümanlar özellikle bu bölümde ele alınacaktır. Buraya kadar menkul kıymet borsası hep ekonomik yansımaları içinde ve onlarla karşılıklı etkileşimi açısında ele alınmıştır. Bu bölümde ise sadece sermaye piyasası bir kurum olarak ve işlevleri açısından ele alınacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

GELİR VE SERVETİN OLUŞUMU - YAYGINLAŞTIRILMASI İLE İLGİLİ GENEL KAVRAMLAR VE GÖSTERGELER

1.1. Gelir ve Servet Kavramının Tanımı

İktisat, genelde insan ihtiyaçlarının fayda amaçlı üretimle karşılanması olarak belirtilmektedir. Üretim ise, üretime katılan faktörler yani doğal kaynaklar, emek, sermaye, müteşebbisten oluşmaktadır. Üretime katılan bu faktörler, üretim sürecinde karşılığını gelir olarak elde etmektedir. İşte aldıkları bu gelirlere de faktör gelirleri denmektedir. Bunlar da rant, ücret, faiz ve kar olarak ele alınmaktadır. Bu faktör gelirleri de, fonksiyonel gelir ve dağılımı olarak adlandırılmaktadır.

1.1.1. Gelir ve Dağılımı

Esasında üretim süreci ve bu süreçte üretime katılan faktör gelirleri kişisel temellidir. Ancak öte yandan “ kişisel gelir, üretim bazında tanımlanan bir kavram” da değildir.⁴ Ama yine de gelirin nasıl elde edildiğinden ziyade nasıl kullanıldığına bakılırsa o zaman harcanabilir kişisel gelire ulaşılmaktadır. Buradan da Maliye açısından kişisel gelirin bir tanımı vardır. O da bir ülkede o ülke vatandaşlarının bir yılda gelir vergisi öncesi eline geçen toplam geliri kişisel gelir olarak tanımlamaktadır. Böylece kişisel tüketim ile kişisel tasarruftan oluşan harcanabilir kişisel gelire ulaşılmaktadır.⁵

İktisatçılar geliri, klasik iktisattan günümüze kadar üretim faktörleri ve faktör gelirleri şeklinde yani hep bu fonksiyonel gelir şeklinde kullanı gelmişlerdir. Üretim faktörü gelirleri önceleri yani klasiklerde gelir, ücret, rant, ve faiz olarak üçlü model

⁴ Erdal M. Ünsal, **Makro İktisada Giriş**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2004, s.80.

⁵ A.e.

şeklinde kullanılmıştır. Kar gelir grubu ise müstakil olarak modele sonraları J.A Schumpeter ile girmiştir.⁶

İktisatçılar üretim faktörü gelirlerinin toplamını hep milli gelir olarak kullanmaktadır. Milli gelirin tarifi de “Bir milleti meydana getiren fertlerin belli bir dönemde (genellikle bir yıl içinde) yarattıkları mal ve hizmetlerin toplam değeri” dir.⁷

Böylece ortaya çıkan Milli gelir de, o ülkenin gelişmişlik düzeyinden siyasi gücüne kadar pek çok olgunun etkeni ve belirleyicisi olmaktadır. Unutulmamalıdır ki, gelir ve dağılımı, servet dağılımının da giriş kapısıdır. Servet dağılımını etkileyen en önemli evre fonksiyonel yani faktör gelirleri şeklindeki birincil gelir dağılımıdır. Gelir dağılımının birincil kısmındaki adaletsizlikleri gidermede devletin ikincil gelir dağılımını devreye sokması bilinen en klasik yoldur.

Burada ayrıca bir hususa da dikkat etmek gerekmektedir. O da göstergelerde kullanılan fert başına düşen milli gelir kavramı ve rakamlarıdır. Milli geliri yüksek olan ülkelerin aynı zamanda kişilerin tümünün hayat seviyesinin ve tasarruf gücünün yüksekliğini ve sosyal adaletin tam oluştuğunu göstermemektedir. Bu sebeple bir ülkenin milli gelirinin ülke nüfusuna bölünerek elde edilen fert başına düşen milli gelir ile ülke milli gelirinin ve tasarruf gücünün yüksekliği her zaman bir paralellik göstermemektedir. Bunun en çarpıcı örnekleri petrol zengini ülkelerde ve hatta dünyanın en güçlü ekonomisine sahip olan ABD’de bile yoksulluğun geniş bir kitleye yayılması örnekleridir. Ancak yine de milli geliri yüksek olan ülkeler genelde gelişmiş ülkeler olarak nitelendirilmektedir. Bu gelişmişlik de sadece tabiatın çalışmadan bahsettiği türden bir zenginlik değilse, o zaman iktisadi gelişmişlik ister istemez kültürel ve sosyal etkileşim ve gelişmeyi de beraberinde getirmektedir. Ancak burada bu etkileşimi ve gelişmeyi sağlayan husus ise hiç şüphesiz demokrasi olmuştur. Bu sebeple toplumda dengeler bozulsa da zaman zaman git geller

⁶ Ömer A. Aksu, **Gelir ve Servet Dağılımı**, İstanbul, İktisat Fakültesi Yayını, 1993, s.10.

⁷ Sabri Ülgener, **Milli Gelir, İstihdam ve Büyüme**, İstanbul, Der Yayınevi, 6. baskı, 1990, s.20.

yaşanarak yeni dengelere ulaşılmaktadır. Burada önemli olan siyasi demokrasinin olduğu toplumlarda bir orta sınıfın oluşumu kaçınılmaz olmaktadır.

1.1.2. Mülkiyet

Mülkiyet, üzerinde uzun tartışmaların yapıldığı bir kavramdır. Farklı dönemlerde farklı tanımlar yapılmış, çeşitli toplumlara ve zamana göre değişim göstermesi, herkesin üzerinde birleştiği bir mülkiyet tanımı yapılmasını güçleştirmiştir.⁸ Mülkiyetin toplum yapısına ve zamana göre farklılıklar gösterdiği çeşitli yazarlar tarafından ifade edilmiştir. Bunun yanında, mülkiyet hakkı her toplumda, kişilere mallar üzerinde tanınan en geniş kapsamlı haktır.⁹ Mülkiyet, kişinin eşya ile arasındaki doğrudan kurulan ilişkinin diğer kişilere karşı hukuken korunup düzenlenmesidir. Mülkiyet hakkı ile kişiler, eşya üzerinde herkese karşı ileri sürülebilen (mutlak), doğrudan doğruya bir hâkimiyet kurmaktadır.¹⁰

Mülkiyet hakkının içeriği ve bu içeriğin gelişimi toplumların ekonomik yaşantısını ve hukuk düzenini önemli ölçüde etkilemiştir. Bu gelişimin odak noktası, mülkiyetin ekonomik boyutu olan servettir.

1.1.3. Servet

Servet kavramı çok eski zamandan beri ilgi çeken bir konudur. Örneğin Aristo para ile ölçülebilen bütün şeyleri servet kabul etmiş ve servet edinme yollarını açıklamıştır.¹¹ Ancak servet üzerinde ilk sistematik düşünce merkantilistlerindir. Merkantilistler, serveti yalnızca kıymetli maden olarak düşünmüşler, buna karşılık

⁸ Mülkiyet teorisinin zaman içinde gelişimi hakkında geniş bilgi için bkz.; A. Güriz, **Teorik Açıdan Mülkiyet Sorunu**, Ankara, Sevinç Matbaası, A.Ü.H.F. Yayınları No:253, 1969.

⁹ Jale Akipek, “Mülkiyet Kavramı Üzerinde Bir İnceleme”, **Banka ve Ticaret Dergisi**, Cilt:5 (1), 1969, s.3.

¹⁰ F. Eren, “Mülkiyet Kavramı”, **Dr. Recai Seçkin’e Armağan**, Ankara, AÜ.HF. Yayınları No:351, Sevinç Matbaası, 1974, s.795; O. Karadeniz-Çelebican, “Çağdaş Mülkiyet Anlayışı Dolayısıyla Roma Mülkiyetinin Yeniden Değerlendirilmesi Zorunluluğu”, **Banka ve Ticaret Dergisi**, Cilt:13, Sayı3-4, Aralık 1986, s.157-184.

¹¹ A. Ersoy, **İktisadi Teoriler ve Düşüncelerin Gelişme Tarihi**, İzmir, Akevler Akdeniz Bilimsel Araştırma Merkezi Yayınları, No:6, 1990, s.35.

fizyokratlar serveti insan ihtiyaclarının giderilmesine hizmet eden ilkel maddelerin miktarıyla ölçmüşlerdir.¹² Daha sonra birçok iktisatçı servet üzerinde durmuştur. A.Smith, J.B.Say, J.S.Mill, K.Marx, L.Walras gibi birçok ünlü iktisatçı servet kavramının tanımını yapmışlardır.¹³

Bu tanımlarda bazı farklılıklar olmasına karşın ortak olan nokta, kişilerin sahip olabilecekleri ve ekonomik değeri olan şeylerin servet kapsamına alınmasıdır. Merkantilizmden başlayıp klasik okul ile birlikte ileri sürülmüş bulunan bütün kuramların esası, kişilerin servetlerini çoğaltma ilkesi üzerine yönelmiştir.¹⁴

Servet kelimesi aslında çok çeşitli anlamlarda kullanıldığı için çok yönlü bir kavramdır. Gündelik konuşmalarda kullanılan servet kavramı ile iktisatta kullanılan servet kavramları farklıdır. Servet kelimesinin hukuki tanımı ise, bir gerçek veya tüzel kişinin belirli bir zamanda sahibi bulunduğu para ile ifade olunan bütün iktisadi değerlerin toplamıdır.¹⁵ “Servet, biriktirilmiş gelir olarak, servet artışı için bir kaynak vazifesi görmektedir. Bu nedenle gelir ve servet birbirlerine bağlı olarak, servetin dağılımı gelirin dağılımına gelirin dağılımı da servetin dağılımına bağlı bulunmaktadır. Böylece gelir dağılımının aldığı şekil servet dağılımına etki etmekte ve buradan da iktidarın dağılımına ve kişilerin tüketimine ve tasarruflarına yansımaktadır”.¹⁶

Konumuzu yakından ilgilendiren Servet kavramı, doğal olarak gelirden kaynaklanmaktadır. Servet kavramı çoğu kez mülkiyet kavramı ile de eş anlamlı kullanılmakta, ancak genelde servet iktisadi, mülkiyet ise hukuki bir tanım olarak nitelendirilmektedir.

Burada söz konusu edilen mülkiyet veya servetin temeli bu açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, gelire dayanmaktadır. Burada Gelir= Tüketim +Tasarruf + - alacak

¹² S. Tuncer, “İktisadi Servet Mevhumu”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt:22, No.3-4, 1961, s.93.

¹³ **A.e.**, s.93-98

¹⁴ Cahit Talas, **Ekonomik Sistemler**, Ankara, 4. Baskı, S Yayınları, 1980, s.56.

¹⁵ Salih Turhan, **Vergi Teorisi ve Politikası**, Beşinci Baskı, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1993, s.170.

¹⁶ Aksu, **a.g.e.**, s.69.

veya borç şeklinde de belirtilmektedir. İşte burada servet dediğimiz olay gelirin tüketilmeyip tasarruf edilen kısmının yatırıma dönüşmesiyle ortaya çıkmaktadır. Böylece yatırım-servet kavramını belirleyen tasarruflar ise, gelir seviyesine bağlı olmaktadır.

“İster bir özel aile bütçesi, ister bir işletme ve isterse devlet söz konusu olsun, bir iktisadi birimce servet, sağlanan gelirlerin belirli bölümlerinin aynı dönemde tüketim harcamalarında kullanılmaması ve karşılıksız olarak elden çıkarılmaması yoluyla oluşturulmaktadır. Özel aile bütçeleri açısından bakıldığında bu olayın tasarrufta bulunan ya da tasarruf oluşturmaktan başka bir şey olmadığı görülmektedir.”¹⁷

Servet kelimesi aslında çok çeşitli anlamlarda kullanıldığı için çok yönlü bir kavramdır. Gündelik konuşmalarda kullanılan servet kavramı ile iktisatta kullanılan servet kavramları farklıdır. Servet kelimesinin hukuki tanımı ise, bir gerçek veya tüzel kişinin belirli bir zamanda sahibi bulunduğu para ile ifade olunan bütün iktisadi değerlerin toplamıdır.¹⁸

Kapitalist serbest piyasa ekonomisinde servet'in (mülkiyet'in) üç şekilde ortaya çıktığı görülmektedir. Bunlar da, özel mülkiyet, müşterek mülkiyet ve devlet mülkiyetidir. Burada özel kişisel mülkiyet bir gerçek kişinin sahip olduğu servetidir. Mülkiyetin en yaygın biçimi de özel kişisel mülkiyettir. Özel kişisel veya biraz daha büyük şekli ile aile mülkiyeti başta çok ortaklı şirketlerde genellikle Batı'da görüldüğü gibi, ailelerin büyümesi ve dağılmasıyla üçüncü nesilden sonra **müşterek mülkiyete** dönüşmektedir. Dolayısıyla günümüzde özellikle çok ortaklı şirketlerdeki mülkiyet şekli birlikte veya müşterek mülkiyettir. Bu müşterek mülkiyet özellikle ABD'deki devasa boyutlardaki binlerce hatta milyonlarca kişinin ortak olduğu şirketlerde ise, artık kamu özelliği de taşıyan bir mülkiyet şekline dönüşmektedir. Bu sebeple, çok ortaklı şirketlerin halka açılmasıyla, hem müşterek mülkiyet, hem de kamusal bir yapı kazandığı için sermaye piyasalarındaki kamu kurullarınca da

¹⁷ Sait Dilik; **Servetin Geniş Kitlelere yayılması**, Ankara, SBF Yayını, Yayın no: 391, 1976, s.10.

¹⁸ Turhan, **a.g.e.**, s.170.

denetlenmektedir. Devlet mülkiyeti ise ağırlıklı olarak toprak ve madenler yanında, vergilerden gelen gelirle oluşturulan iktisadi devlet teşekkülleridir. Ancak günümüzde genel eğilim devlet mülkiyetindeki varlıklar özelleştirilmektedir.

Onun içindir ki, kapitalist piyasa ekonomilerinde esas olan bireysel özel mülkiyettir. Dolayısıyla mülkiyet-servet artışı, bireylerin elde ettikleri gelir yanında gelirlerin harcanış şekliyle de yakından ilgilidir. Kişi başına düşen gelir seviyesinin tasarruf oranında pozitif etkisi olduğu varsayılmaktadır. Çünkü zenginlerin, gelecekteki tüketimlerini güvence altına almak için lüks tasarruflara güçleri yetebilmektedir. Fakirlerde ise daha çok cari tüketim biyolojik ya da sosyal olarak minimum seviyesinde olmaktadır. Bu, tüm yıllarda fakirler için hiç tasarruf olmadığı anlamına gelmez, çünkü fakirler cari gelir dalgalanmalarına karşı kendilerini korumaya çalışmaktadır.¹⁹

Bir ülkede gelir dağılımı dengesiz ise o ülkedeki yeni oluşan servetin tümüne yakın bir bölümü yüksek gelirlielerin elinde toplanması anlamına gelmektedir. Düşük gelirlielerin yeni servetten alacakları pay ise çok küçük ya da sıfırdır.²⁰ Aslında servet birikiminin kaynağı gelirdir, çünkü gelir dağılımı, servet dağılımının esasını teşkil etmektedir. Bu nedenle ekonomideki birincil gelir dağılımı büyük önem taşımaktadır. Devletin birincil gelir dağılımındaki adaletsizleri giderebilmek için ikincil gelir dağılımına yönelmesi gereklidir ancak çözüm olmamaktadır. Bunun için de servetin yaygınlaştırılması politikalarından özellikle hisse senedi sahipliğinin yaygınlaştırılması gerekmektedir. Bunun içinde ekonomide ilave servetin, yalnızca tasarruflar vasıtasıyla gelirden oluştuğu unutulmamalıdır. Bunun için özellikle orta sınıfın gelirinin artırılması gerekmektedir.

Bir ülkedeki gelir dağılımı tüketimi, tasarruf hacmini ve tüketimin bileşimini etkilemekte ve gelir dağılımının veya gelir dağılımındaki bozulmanın derecesinin ve

¹⁹Klaus Schmidt-Hebbel, B.Webb, G. Corsetti, "Household Saving in Developing Countries: First Cross-Country Evidence", **The World Bank Economic Review**, Vol.6, No.3, 1992, p.531.

²⁰ Dilik, **a.g.e.**, s.95.

nereden kaynaklandığının bilinmesi gerekmektedir.²¹ Etkin bir gelir dağılımı politikasının uygulanması da bu şekilde mümkündür. Bölüşüm sorunu yalnızca var olanı paylaşmak olarak görülmemeli, ülkede toplam kaynakların dengeli dağılması sonucunda piyasa genişlemesinin sağlanacağı, ekonomide üretim potansiyelinin artacağı unutulmamalıdır. Bu açıdan gelir dağılımı konusunu her yönüyle ortaya koyacak nitelikte sürekliliği ve karşılaştırılabilirliği olan veri ve göstergelere olan gereksinim devam etmektedir.

1.1.4. Sermaye Birikimi

Nihayet servet, mülkiyet kavramları ile çoğu kez yine hem eş anlamda kullanılan hem de karıştırılan bir diğer bir kavram da sermaye-kapitaldir. Üretim faktör gelirinden biri olan sermaye, insan tarafından üretilmiş olan üretim mallarını temsil etmektedir. Sermaye iktisadi analizde günlük kullanımdan çok farklı bir anlama sahiptir. İktisadi analizde sermaye kavramının mal bazında reel bir büyüklüğü temsil etmesine karşılık, günlük kullanımda sermaye kavramı para, tahvil, hisse senedi gibi mali varlıklar bazında parasal bir büyüklüğü temsil etmektedir. Bu sebeple günlük kullanımda sermaye para, tahvil, hisse senedi gibi mali varlıklar, iktisadi analizde mali sermaye olarak nitelendirilmektedir. Sermayenin üretim sürecinde elde ettiği gelir, faiz olarak adlandırılmaktadır.²²

Oysa servet kar, rant, faiz gelirlerinin hepsini kapsamaktadır. Yani servet ile sermaye-kapital kavramları her ne kadar eş anlamlı gibi görünse de aralarında çok fark vardır. Öte yandan günümüzde sermayenin tanımı da değişmiştir. Çünkü eskiden genelde sermaye ile müteşebbis aynı kategoride incelenirken bugün artık bu tanımlar da çok farklıdır. Örneğin bugün çok ortaklı bir anonim şirkette sermaye sahibi hissedarların aldıkları gelir, kar geliridir, faiz geliri değildir. Günümüzde faiz

²¹ Yeşim Kuştepe ve Umut Halaç , “Türkiye’de Genel Gelir Dağılımının Analizi ve İyileştirilmesi”, Dokuz Eylül Üniversitesi, (Çevirimiçi) www.nuveforum.net/attachments/4174d1214325568-gelir-sbe-pdf, 25 Mayıs 2010, s.18.

²² Erdal M. Ünsal, **Makro İktisada Giriş**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2004, s.8.

geliri kredi-borçlanma işleminde ortaya çıkmaktadır. Bu durum genellikle de bankalardan alınan kredilerde gözlemlenmektedir.

Piyasaları ve özellikle de Menkul Kıymetler Borsaları, bankaların kredi –borç ilişkisinin oluşturduğu faiz geliri yerine hisse senedi ile bunu kar gelir grubuna dönüştürmüştür. Yani diğer bir ifade ile Menkul kıymetler borsası işletmelere kredi sağlarken bankaların rakibi olmuş ve işletmelere sağladığı kredi işlemi ile faiz geliri yerine kar gelirini ikame etmiştir. Bu durum ise günümüz ekonomilerinde çok önemli bir değişime ve gelişime yol açmıştır.

1.2. Gelir ve Servetin Oluşumu ve Yaygınlaştırılması

Ekonomi, üretime katılan üretim faktörleri ile faktör gelirleri arasındaki dengeli bir ilişkidir. Sonuçta faktör gelirleri, ücret, kar, faiz ve rant olarak ortaya çıkmakta, bu faktörler gelir kalemlerini oluşturmaktadır. Bu gelir grupları, kemiyet ve keyfiyet bakımından ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre de farklılıklar göstermektedir. Ayrıca gelir gruplarının hem yapıları hem de işlevleri de bir değişim içindedir. Kaldı ki bu değişim ülkelerin sosyal devlet veya refah devleti anlayışı açısından da farklılıklar göstermektedir. Bu durum ise, ister istemez ekonomik ve sosyal yapının düzenlenmesinde etkili olmaktadır. Böylece başta ABD ve Kıta Avrupa'sında gelirler politikaları ve uygulamaları farklıdır. Gerçi küreselleşme ile bütün dünya tek modele doğru sürüklense de bugüne kadar ki gelişimin farklılığı kendini göstermektedir.

Ancak temelde gelirin oluşumu serveti ve servetin kullanımı da tekrar gelirlerin oluşumunu ve yeniden gelir farklılıklarının oluşmasına yol açmaktadır. Bu farklılıkların belirtilmesine yönelik olan gelir dağılımı, bir ekonomide belli bir dönemde yaratılan gelirin kişiler, toplumsal gruplar ve üretim faktörleri arasında bölüşülmesini ifade etmektedir.

Gelir dağılımı araştırmaları, istatistikleri, içinde yaşanılan toplumun sosyal ve politik yapısını anlama ve açıklama imkânı vermektedir. Gelir dağılımı, gelir eşiitsizlikleri ile sosyal ve ekonomik kurumlar arasında nasıl bir ilişi olduğunu, zengin ve yoksul arasındaki gelir farklılığının zaman içindeki değişimini, gelir eşiitsizliğindeki değişikliklerin servet, sermaye birikimi ve büyüme üzerindeki etkilerini ve kaynak dağılımını ortaya koymaktadır. Gelir dağılımı politikasının en önemli amacı sadece gelirin araştırılması değil, aynı zamanda milli geliri meydana getiren üretim faaliyeti içindeki sosyal ilişkilerin ve bölüşüm ilişkilerinin bilinmesidir. Gelir dağılımıyla ilgili yaklaşımlar iki ana grupta incelenmektedir:

1.2.1. Fonksiyonel Gelir Dağılımı

Fonksiyonel gelir dağılımı, üretim sürecinde ortaya çıkan gelirin, üretim faktörleri ve sosyo-ekonomik gruplar arasındaki dağılımını gösteren bir yaklaşımdır. Ayrıca çeşitli üretim faktörlerinin milli gelirden aldıkları payları da inceleyen bir kavram olan fonksiyonel gelir dağılımı, milli gelir içindeki ücret, faiz, rant ve kar payları hakkında bilgi vermesi açısından da başka bir öneme sahiptir.

Gelirin faktörel dağılımı olarak da adlandırılan bu yaklaşımda, gelirin nasıl dağıtılacağına karar veren mekanizmayı üretim faktörlerinin arz ve talep yapısı ve piyasada belirlenen fiyatları oluşturmaktadır. Her bir üretim faktörü üretimdeki marjinal verimlilikleri çerçevesinde üretimden pay alacak, dolayısıyla üretim teknolojisi ve tekniği üretim faktörlerinin gelirden alacakları payı da belirlenecektir.²³

Fonksiyonel gelir dağılımında, ülke içinde yaratılan milli gelirin, dört temel üretim faktörü olan işgücü, sermaye, müteşebbis ve toprak sahipleri arasında nasıl bölüşüldüğü gösterilmektedir. Bu bölüşümde, üretimin ne kadarının emek sahiplerine ücret, sermayedarlara faiz, toprak sahiplerine rant olarak dağıtıldığı ve ne kadarının müteşebbislere kar olarak kaldığı incelenmektedir.

²³ Ömer Faruk Çolak, **İktisada Giriş**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2007, s.47.

Fonksiyonel gelir dağılımını, gelirin emek gelirleri ile emek dışı gelirler arasındaki bölüşümü olarak nitelendiren başka bir tanımlamada; üretim süreci sonucunda ortaya çıkan gelirin üretim faktörleri ve sosyo-ekonomik gruplar arasındaki bölüşümün önem taşıdığı belirtilmektedir. Gelirin fonksiyonel dağılımı, bir ülkenin gelişmişlik seviyesi hakkında da bilgi vermesi bakımından önemlidir. Gelişmiş ülke ekonomileri incelendiğinde, kalkınmalarının başlangıç dönemlerinde tarım kesimi milli gelirden en yüksek payı alırken, gelişme düzeyi yükseldikçe, ücretlilerin payının arttığı görülmektedir.²⁴ Yani gelişmiş ülkelerde hem çalışan nüfus içinde ücret ve maaşla çalışanların oranı, hem de milli gelir içindeki payları çok yüksektir. Bu nedenle toplumda siyasi, iktisadi ve sosyal dengelerin korunmasında bu çoğunluğun dikkate alınması, hem siyasi demokrasi hem de iktisadi demokrasinin gelişmesi için gereklidir.

Gelişmiş ülkeler kalkınmalarının ilk aşamalarında tarım hammaddeli ürünlerde uzmanlaştıkları için tarım kesimi milli gelirden yüksek pay almaktadır. Kalkınmalarının sonraki aşamalarında beşeri sermaye kavramının öneminin de artmasıyla ücretli kesimin milli gelirden aldığı pay artmaktadır. Zaten bu nedenledir ki bu ülkelerde tabana yayılan bir milli gelir vardır ve ücretli kesime daha çok gelir aktarıldığından gelir dağılımı gelişmekte olan ülkelere nispeten daha düzgün oluşmuştur. Gelişmiş ülkelerde emek gelirlerinin milli gelir içindeki payı %70'e kadar çıkarken, gelişmekte olan ülkelere %30 gibi düşük bir düzeyde bulunmaktadır. Örneğin ABD'de kişisel gelirlerin içindeki ücret ve maaş gelirlerinin payı %75'in üzerindedir.²⁵

Gelişmekte olan ülkeler, ekonomik yapıları itibarıyla düşük katma değerli ürünler üretmektedir. Bu ürünler genellikle tarım hammaddeli ürünler olabilirken, ara mal niteliğindeki yan sanayi ürünleri de olabilmektedir. Emek faktörü olan ücretli kesim dolayısıyla bu ülkeler için de önem teşkil etmektedir. Ancak gerek kaynak yetersizliği, gerekse yatırıma yönlendirilebilecek tasarruflar az olduğundan çok fazla

²⁴ İbrahim Yumuşak, Mahmut Bilen, "Gelir Dağılımı-Beşeri Sermaye İlişkisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilgiler Dergisi**, Sayı.1, 2002, s.79.

²⁵ **A.g.e.**, s.79.

yatırım yapılamamakta, bu yüzden de işsizlik yoğun olarak görülmektedir. İşsizlik alım gücü zorluğu yaratmakta bu zincirleme bir etki yaratarak toplam talebi düşük gelirli ücretli kesim kolundan düşürmektedir. İşsiz kesim yüksek işsizlik koşulları altında kayıt dışı çalışmaya razı olmakta, bu nedenle de düşük ücretle, sosyal güvencesiz olarak üretim yapmaktadır.

Burada görüleceği gibi, özellikle gelişmekte olan ülkelerde çalışan işçi kesiminin gelirlerinin düşüklüğü gelirin tamamının tüketime gitmesine yol açmaktadır. Öte yandan işçi kesiminin milli gelir içindeki payı da düşüktür. Oysa gelişmiş ülkelerde çalışan işçi kesimin hem milli gelir içindeki payı yüksek hem de az da olsa sermaye piyasalarından hisse senedi alımı yapabilecek güçtedir. Hatta ABD bu işi 1900'lerin başında Halk Kapitalizmine dönüştürecek düşüncelerden hareketle çalışanların da hisse senedi alabilmelerini teşvik için hisse senedi fiyatını bir dolar olarak belirlemiştir.

Tablo 1: Türkiye'nin Fonksiyonel Gelir Dağılımı (1968–1994)

Süleyman Özmucur'un Hesaplamaları				Adil Temel ve Mehmet Ali Kelleci Hesaplamaları		
Yıllar	Tarımın Payı	Tarım Dışı Maaş ve Ücretler Payı (%)	Tarım Dışı Diğer (%)	Tarım	Maaş ve Ücretler	Kâr, Faiz, Rant
1968	41,1	26,3	29,4	-	-	-
1973	33,1	30,4	33,5	-	-	-
1978	30,3	30,2	36,6	-	-	-
1983	20,1	22,6	55,1	21.84	21.74	56.42
1984	20,0	20,4	57,1	22.18	19.4	58.43
1985	18,4	20,4	58,5	20.92	17.26	61.82
1986	19,9	23,4	55,0	20.81	17.02	62.16
1987	18,2	26,8	53,1	18.81	20.26	60.93
1988	17,6	24,3	56,3	18.84	20.91	60.95
1989	17,6	24,6	56,5	17.87	24.86	57.27
1990	18,1	30,2	49,5	18.78	28.91	52.31
1991	15,5	34,6	47,6	16.13	35.49	48.37
1992	15,0	34,4	48,2	15.65	34.82	49.54
1993	14,8	32,8	50,1	15.87	35.57	49.76
1994	15,9	25,1	57,6	15.9	25.38	58.72

Kaynak: İbrahim Güran Yumuşak, Mahmut Bilen, “Gelir Dağılımı – Beşeri Sermaye İlişkisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, <http://iibf.kou.edu.tr/iktisat/iyumusak/gelda.doc>. (Çevrimiçi)24 Mart 2010

Fonksiyonel gelir dağılımı için örnek gösterge olarak ele alınan Tablo 1 Türkiye’den verilmiştir. Maalesef böyle bir göstergiyi 1994’e kadar uzatabilme konusunda sıkıntı çekilmiştir. Çünkü fonksiyonel gelir dağılımı çalışmalarında, sadece Türkiye’de değil tüm uluslararası kuruluşlarda da bir gevşeme olduğu gözlemlenmektedir.

Gerçi gelir dağılımı analizlerinde Fonksiyonel gelir dağılımı yerine daha ziyade hane halkı ve kişisel gelir dağılımı %20’lik dilimlerin kullanılması revaçta ise de yine bu dağılımın esası fonksiyonel gelir dağılımı kaynaklı olduğu da unutulmamalıdır.

Tablo 1’de görüldüğü gibi Türkiye’de yukarıda bahsedilen fonksiyonel gelir dağılımı eşitsizliğine sahne olduğu açıkça görülmektedir. Tablo’da görünen şudur ki; yıllar itibariyle tarımın milli gelirden aldığı pay düşmüştür. 24 Ocak kararları sonrası tarımın milli gelirden aldığı pay bilinçli olarak bir hükümet politikası şeklinde düşürülmüştür. 1973–1991 arasındaki farka bakıldığında tarımın milli gelirden aldığı payın kısa bir süre zarfı içerisinde yarıya düşürüldüğünü görebilmekteyiz. Tarım dışı faiz-kar-rant gelirleri ölçümün başladığı 1968 yılından itibaren düzenli olarak bir artış yakalamış, 90’lı yılların başında %47.6’ya düşmüş ve nihayet 1994 yılında milli gelirin %57.6’sını oluşturmuştur. Maaş ve ücretler bu yıl aralığı içinde oldukça istikrarsız bir değişim izlemiş 1991 yılında %35.49 oranında bir paya sahipken 1994’de yaşanan ekonomik kriz ile tekrar %25.38’e düşmüştür. Tablo 1’de, fonksiyonel gelir dağılımı ölçümünün başladığı yıldan bu yana faiz-kar-rant gelirlerinin milli gelirin %60’ına yaklaşan bir kısma sahip olduğu görülmektedir. 1990’ların başındaki düşüş dışında yaklaşık 30 yıllık süre zarfında yapılan ölçümlere göre faiz-kar-rant kesiminin milli gelirden aldığı pay çok değişiklik göstermemiştir. Türkiye İstatistik Kurumu’nun (TÜİK) 2002 yılındaki ölçümüne göre ücretli kesimin gelirleri %38.75 düzeyinde olmasına rağmen, bu oran gelişmiş ülkeler ölçüsüne yaklaşmamaktadır.

1.2.2. Kişisel Gelir Dağılımı

Gelir dağılımındaki ikinci ölçüm şekli ise, kişisel gelir dağılımıdır. Kişisel gelir dağılımı, toplam gelirin toplumu meydana getiren bireyler, aileler ve gruplar arasındaki dağılımını ifade etmektedir. Kişisel gelir dağılımında gelirin fertler ya da haneler arasındaki dağılımı ön plandadır. Kişiler veya hane halkları arasındaki gelir dağılımının ve farklılıklarının zaman içindeki değişiminin ekonomik ve sosyal yansımaları büyük bir önem taşımaktadır. Bu durum bir yandan servet birikimi ve dağılımını etkileyerek iktisadi büyüme, kaynak dağılımı gibi ekonomik yansımaları yanında, öte yandan da eş anlı olarak toplumun sosyal sorunlarına yansımalarını da göstermektedir. Bu göstergeler sözü edilen kişisel gelir dağılımı göstergeleri yoluyla ölçülür. Ancak Türkiye’de gelir dağılımı araştırmalarında örneklem yöntemi

kullanılarak hesaplanmaktadır. Oysa bu konuda örnekleme yöntemi yerine gelişmiş ülkelerde kullanılan etkin gelir beyannamelerine dayanan verilerin kullanılması daha yerinde olacaktır.

İstatistikî yetersizlikler sebebiyle doğrudan kişisel yani her bir kişinin gelirin ve bunun dağılımına ulaşamaması örnekleme ile hane halkı şeklinde ele alınmasına yol açmıştır. Ekonomik eşitsizliklerin oldukça iyi bir göstergesi olan kişisel gelir dağılımında amaç hane halkları arasındaki gelir eşitsizliklerinin belirlenmesidir. Kişisel gelir dağılımı bireysel ve statiktir. Ancak etkin gelir beyannamelerine Türkiye’de de geçilmesi daha dinamik bir yapı oluşumu anlamına gelmektedir. Kişisel gelir dağılımında gelir eşitsizlikleri, fertlerin ya da hanelerin gelirlerinin büyüklüğüne göre belirlenmektedir. Hane ya da kişisel gelirin dağılımı, gelir büyüklüğü dışında gelirin türüne, sosyo-ekonomik gruplara, mesleklere, sektörler, bölgelere, yaş ve cinsiyete, eğitim durumlarına vb. göre sınıflandırılmaktadır. Kişisel gelir dağılımı araştırmalarının, bir ülkede belirli bir sürede yaratılan tüm gelirin haneler veya kişiler arasında nasıl bölüştüğüne ortaya konulması, hanelerin sosyal ve ekonomik yapılarında zaman içinde meydana gelen değişikliklerin belirlenmesi açısından önemli çalışmalar olma özelliği de bulunmaktadır.

Hane halkı gelir dağılımı araştırmaları, belirli bir sürede yaratılan gelirin, haneler veya kişiler arasında nasıl bölüştüğüne ortaya konulması, hanelerin sosyal ve ekonomik yapısında zaman içerisinde meydana gelen değişikliklerin belirlenmesinde kullanılan önemli bir kaynaktır. Kişisel gelir dağılımında bireylerin veya tüketici birimlerin belirli bir süre boyunca elde ettikleri gelir miktarları göz önünde tutulduğunda, kişisel gelir dağılımı bireyler arası gelir eşitsizlikleri araştırmalarında kullanılan bir kavramdır.²⁶

Kişisel gelir dağılımında gelirin nasıl elde edildiği analize dâhil edilmemektedir. Ekonomi literatüründe genel olarak kişisel gelir dağılımı daha yaygın kullanılan bir yaklaşım olmuştur. Fonksiyonel gelir dağılımı daha sınıf

²⁶ Coşkun Can Aktan, **Yoksullukla Mücadele Stratejileri**, Ankara, Hak-İş Konfederasyonu Yayınları, 2002 s.2.

temelli analizlerde kullanılırken, kişisel gelir dağılımı bir ekonominin küresel performansını ölçmek için ve uluslararası karşılaştırmalarda sıklıkla kullanılmaktadır. Ayrıca kişisel gelir dağılımı, gelir dağılımı eşitsizliklerinin kaynaklarını araştırma amaçlı olarak da kullanılmaktadır. Kişisel ve hane halkı gelir dağılımı değerlendirmeleri genelde milli gelirden en çok pay alanlardan en az pay alanlara doğru % 20’lik dilimler halinde ölçülerek yapılır.

Tablo 2: Türkiye’de Kişisel-Hane Halkı Gelir Dağılımı Araştırma Sonuçları

	1963	1968	1973	1986	1987	1994	2002	2006	2007
TOPLAM	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Birinci % 20	4.5	3.0	3.5	3.9	5.2	4.9	5.3	5.1	5.8
İkinci % 20	8.5	7.0	8.0	8.4	9.6	8.6	9.8	9.9	10.6
Üçüncü % 20	11.5	10.0	12.5	12.6	14.1	12.6	14.0	14.8	15.2
Dördüncü %20	18.5	20.0	19.5	19.2	21.2	19.0	20.8	21.9	21.5
Beşinci %20	57.0	60.0	56.5	55.9	49.9	54.9	50.1	48.4	46.9
GİNİ KATSAYISI	0.55	0.56	0.51	0.46	0.43	0.49	0.44	0.43	0.41

Kaynak:(1) 1963–2002 Zafer Yükseler, “Hanehalkı Bütçe Anketi:Gelir Dağılımı ve Tüketim ve Tüketim Harcamalarına İlişkin Sonuçların Değerlendirilmesi,” Aralık, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.tek.org.tr>, 25 Mayıs 2010
(2) 2006–2007 TÜİK, **Gelir ve Yaşam koşulları Araştırması sonuçları** 2006–2007, sayı: 221, Aralık, 2009.

Tablo 2’den de görüldüğü gibi, 2007 yılında Türkiye’de nüfusun en zengin %20’si gelirin %46.9’unu, en yoksul %20’lik kesim ise %5.8’ine sahiptir. Öte yandan bir mukayese oluşturması bakımından mesela Brezilya’da nüfusun, en zengin %20’lik kesimi, milli gelirin %68’ine sahipken, en yoksul %20’lik kesim de gelirin %2’sine sahiptir. ABD’de ise nüfusun en zengin %20’si, milli gelirin %42’sine, en yoksul %20’lik kesimde milli gelirin %5’ine sahiptir. (Tablo 5) Avrupa ülkelerindeki durum ise, sosyal devlet anlayışını güdenlerde orta sınıf daha gelişmiş ve en alt ile en üst sınıf arasındaki gelir farklılığı 10 katın üstüne çıkmamaktadır.

Sonuç olarak, %20'lik dilimler şeklinde 5 grup açısından milli gelirden aldıkları payların mukayesesi sermaye piyasası analizleri için de gerekmektedir. Özellikle en alt gelir grubu ile en üst %20'lik dilim arasında bulunan ikinci, üçüncü ve dördüncü %20'lik kesimler bir yerde orta sınıf olarak da adlandırılan tasarruf edebilen kesimdir. Bu orta sınıf hem ekonomik büyümenin hem de toplumda sosyal dengenin dinamik unsuru ve göstergesidir. Bu gruplar arasındaki dağılımın derecesi, tasarruflar ve sermaye piyasasını besleyen kaynaklar açısından yorumlar yapılmasını sağlamaktadır. Bu tür yorumlar da, daha ziyade toplumda tasarruf imkânı olanların oranlarını göstermede ve sermaye piyasasının motoru olan hisse senedi alımı satımı işlemlerinin hacmini bilmede önemli bir göstergedir. Zaten servet kavramı da makro ekonomik ölçümler yerine, yani fonksiyonel dağılımdan ziyade, günümüzde özellikle toplumda değişimin ve gelişimin dinamik unsuru olan orta sınıf politikasının ayırıcı özelliği olan gelir ve servetin geniş kitlelere yayılması politikalarında artık bireysel açıdan servet ve gelir kavramı ve ölçümü şeklinde kullanılmaktadır.

Türkiye'de gelir dağılımının gerek fonksiyonlarına göre gerekse kişilere (veya hane halklarına) göre adil dağıldığını söylemek mümkün değildir. Bu tespiti yani adil dağılım amacını gerçekleştirirken, diğer amaçlarla da uyumu gerekmektedir. Ancak sosyal ve ekonomik dengelerin oluşturulmasında her iki yöne de hizmet veren birbirleri ile çatışmayan amaç tespiti hem çok hassas ve hem de çok önemlidir. İşte bu hassas konuların başında da gelir ve servetin yaygınlaştırılması gelmektedir. Servetin yaygınlaştırılması ile orta sınıfın ve demokrasinin vazgeçilmez dinamizmini veren, toplumu değişime ve gelişime taşıyarak, kitlelere özgürlük, gelir, güvence, itibar ve gelir getiren bu amacın, ekonomik amaçla da uyumu mutlaka sağlanmalıdır. Ekonominin öngördüğü piyasa mekanizması ve yetişmiş bir yönetici simgesinin devamını sağlayan yapıların oluşturulduğu ve bunun da sermaye piyasasının çoğulcu bir yapı içerisinde halk kapitalizmi olarak da ifade edildiği bilinen bir gerçektir. 20. yüzyıl'ın başlarında Amerikan ekonomik modelini büyük bir süper güç konumuna getiren de bu modeldir. Ancak bu modelin bugün ABD'de tekrar bir tekелci yapıya dönüşmesi de ilgi çekici bir konudur. Bu noktaya neden ve nasıl gelindiği de ayrıca araştırma konusu niteliğindedir. Bugün ABD ekonomisinde ortaya çıkan krizin nedeninin bu tekelleşmenin doğurduğu ekonomik ve sosyal

amaçlarda ortaya çıkan çatışmalar olduğu konusu tartışılmaktadır. ABD başkanı Obama, zengin kesimin karşı koymaları sonucu bugüne kadar çıkarılamayan sağlık reformunu yasalaştırması bu çatışmanın bir işareti olarak görülmektedir.

Buradan hareketle ABD'nin deneyiminden de ders alarak, ekonomik ve sosyal amaçların uyumlu bir model içinde uygulanması esas olmalıdır. Türkiye, özellikle 1980'lerden sonra süratli ve tartışılır bir özelleştirme süreci yaşamıştır. Bugün gelinen noktada Türkiye'de orta sınıfın giderek eridiği ama dolar milyarderlerindeki görülen artışın ve gelir dağılımındaki dengesizliğin giderek şiddetlendiği görülmektedir. Bu durum, 2008 küresel kriz sonrası Forbes dergisinin en zenginler listesinde Türkiye'den 13 yeni isim listeye girmesi ve Türk milyarder sayısının 35'e çıkmasıyla doğrulanmaktadır.²⁷ Özellikle 1980 sonrası liberal piyasa ekonomisi modeli içinde, Türkiye'nin ekonomik kalkınmanın daha hemen başlarında iken bir tekelleşme ve çatışma sürecine doğru sürüklenmesi dikkatlice değerlendirmelidir.

1.3. Gelirin ve Servetin Yaygınlaşmasının Gerekçeleri

1.3.1 Sosyo-Politik Gerekçeler

Toplumda uygulanan ekonomik politikalar tekelleşmelere, tekellerin iktidarına ve dolayısıyla da sosyal, ekonomik ve hatta politik sorunlara yol açmamalıdır. Bunun için de önce toplumda politik olarak tekellerin iktidarı yerine demokrasinin güçlendirilmesi, sosyal ve ekonomik sistemin istikrarı sağlanmalıdır. Günümüzde servet ayrıca, amaçları ve fonksiyonları açısından da gelişime ve değişime uğramıştır. Servetin bilinen beş önemli fonksiyonu²⁸ yani, iktidar, özgürlük, güvenlik, itibar ve nihayet gelir getirme fonksiyonları da büyük bir değişim ve gelişim yaşamıştır. Bu yüzden bugün artık servet sahibi olmaksızın servetin fonksiyonlarından istifade eden geniş bir kitle oluşmuştur. Ayrıca ekonomide de

²⁷ “Dolar milyarderleri listesinde 35 Türk,” **NTV-MSNBC**, 7 Mart 2008 Cuma, (Çevrimiçi) <http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/438147.asp>, 23 Nisan 2010.

²⁸ Daha fazla bilgi için bakınız; Aksu; **a.g.e.**, s.100–124

servetten bağımsız ancak servetin fonksiyonlarından yararlanan yeni bir profesyonel yönetici sınıf da ortaya çıkmıştır.

Toplumda, öncelikle gelir ve servetin yaygınlaştırılmasına bağlı olarak geniş bir orta sınıf ve buna dayalı katılımcı demokrasi politik, ekonomik ve sosyal bir amaç veya diğer bir deyişle kişisel özgürlük, güvenlik, adalet ve refah için bir araç olmalıdır. Bir toplumda her şeyden önce, gelir ve servet sahibi olan kişilerin çokluğu yani orta sınıfın güçlü oluşu, kişilerde hem vatandaşlık hem de demokrasi bilincini geliştireceği unutulmamalıdır.

Öte yandan toplumda kişiler arasındaki fırsat eşitliği de çok önemlidir. Böylece özgürlüklerin önü açılıp toplumsal barış sağlanmalıdır. Dolayısıyla ekonomide kaynak dağılımında rasyonellikten, tasarrufların arttırılmasına kadar olan diğer hususlar, gelir ve servet dağılımında politik, sosyal, ekonomik ve kişisel dengenin sağlanmasını getirmektedir. Zira bir toplum, çok fakirlerle çok zenginler arasında kalmışsa durağanlaşır ve gelişme gösterememektedir. Gerçekten her iki grupta dinamizmi değil durağanlığı sembolize etmektedir. Toplumda dinamizmin, gelişme ve değişimin özlemine orta sınıftakiler duyup ve yaşamaktadır. Bu nedenle bir toplum; en alttaki yoksullar ile en üstteki zenginlerden oluşmamalıdır. Bu iki kutup, toplumda çatışmanın kaynağı olmaktadır. Bu yüzden, demokrasi için toplumda mutlaka orta sınıfa, orta sınıf içinde katılımcı çoğulcu demokrasiye ihtiyaç vardır.

Bu amaçlarla uygulanacak üretim ve dağılım politikalarının temel hedefinin, toplumda gelir ve servetin mutlak anlamda eşit dağıtılması olmayıp, bireyler arasındaki statü, beceri vb. farklılıkları gözeterek şekilde rasyonel bir dağılımın sağlanması olmalıdır. Bu rasyonel dağılım, toplumsal barışı, fırsat eşitliğini, bireysel özgürlüğü sağlayacak ve karar alma mekanizmasıyla toplumsal katılımı gerçekleştirecek şekilde dengeli ve adil olmalıdır. Ayrıca bu dağılım, piyasa ekonomilerinin temel işlevlerinden olan rekabet ile çalışma ve başarı ilkelerinin gerçekleşmesini sağlayacak ölçüde eşitsizliği içermelidir. Sonuç olarak bu dağılım, mutlak anlamda eşit olmayan ancak adil ve rasyonel bir dağılım olmalıdır.

Söz konusu üretim ve dağılım politikalarının amaç ve gerekçeleri, gelir ve servetin yaygınlaştırılmasının politik, sosyal ve ekonomik gerekçelerden kaynaklandığı bilinmelidir. Bu gerekçeler birbirlerinden bağımsız da değildirler. Yani sistemin bir bütün olarak çarklarının birbirlerini tamamlayarak hareket etmesi ve bir denge ve ahengin oluşması şarttır. Politik, sosyal ve ekonomik olayların esasında, odak noktasını insan oluşturmaktadır. Bu bahsedilen politik, sosyal ve ekonomik olayların amacı da ister istemez insanla ilişkilidir. Böyle olunca her şeyin başı, esas olan insanların öncelikle özgür olması, iyi bir eğitim alması, sosyal güvence içinde olması ve nihayet bir gelir ve servet sahibi olması durumu olarak öne çıkmaktadır.

İnsanların bireysel özgürlüklerinin başında bir gelire veya servete sahip olması gelmektedir. Yeterli gelir ve servet sahibi olmayan bireyler ekonomik, siyasi ve sosyal özgürlükleri kullanma olanağından yoksun kalmaktadır.

“İktisadi alanda zayıf ve tabi durumda olan geniş halk tabakalarının yaşamak için zaruri olan ihtiyaçları yerine getirilmedikçe; milyonlarca insan, çalıştığı ve çalışmaya amade olduğu halde, insan gibi yaşama şartlarına sahip olmadıkça, Amerikan ve Fransız İnsan Hakları Beyannamelerinden bu yana demokratik hayatta bayrak haline gelmiş olan klasik hürriyetler kâğıt üstünde kalmaya mahkûmdur.”²⁹

Yukarıda sözü edilen zaruri ihtiyaçların karşılanması için uygun ortamın yaratılması “sosyal devlet”in görevleri arasında sayılmaktadır. Bu ortam ise çalışabilecek durumda olanların çalışma özgürlüğünden yararlanmasını gerektirmektedir. Çalışma ve sözleşme özgürlüğü 1789 Evrensel İnsan Hakları Bildirgesinde ve Dünyanın birçok ülkesiyle birlikte Türkiye Cumhuriyeti Anayasasında yer almaktadır.

²⁹ Ayferi Göze, **Sosyal Devlet Sistemi**, İstanbul, Fakülteler Matbaası, İ.Ü.H.F. Yayınları, No:488, 1976, s.111.

Ancak kapitalizmin başlangıç yılları göstermiştir ki serbest sözleşme özgürlüğü zaman içinde güçsüzün güçlü tarafından ezilmesine yol açmıştır. Bireyler için temel hak ve özgürlükler arasında sayılan çalışma ve sözleşme özgürlüğünün yaşama geçirilebilmesi için bireyin günlük kazancıyla geçinmek zorunda olmaması yani belli ölçülerde servet ve mülkiyete sahip olması gerekmektedir.

Çalışma ve sözleşme özgürlüğü yanında eğitim ve öğretim hakkı, sağlıklı bir çerçevede yaşama hakkı, bilim ve sanat özgürlüğü, seyahat özgürlüğü vb. hak ve özgürlüklerin tamamı bireylerin yeterli bir servet ve mülkiyete sahip olmasıyla yaşama geçirilebilmektedir. Sonuç olarak, temel olarak ve özgürlüklerin kullanılabilmesi yoluyla bireyin gerçek anlamda özgür olmasının sağlanması, mülkiyet ve servetin yaygınlaştırılmasının bir başka gerekçesi olmaktadır.

Bu konumdaki kişilerin çokluğu toplumdaki yerini belirlerken, toplumdaki baskı gruplarını da belirlemektedir. Bunların devlet ve diğer tekelleşmeler karşısında bir baskı grubu olarak ortaya çıkabilmeleri, kişilerin ya da grupların sahip oldukları eğitim, ekonomik güç ya da örgütlülük düzeyine bağlıdır. Meslek örgütlenmelerinin önemli boyutlara ulaştığı günümüzün gelişmiş batı toplumları dışında, ekonomik güç, baskı grubu olmada hala önemini sürdürmektedir. Özellikle az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde baskı grubu olmanın temelinde kişilerin eğitimi değil ekonomik güçleri yatmaktadır. Bu nedenle gelir ve servet dağılımının bozuk olduğu toplumlarda yönetimler, genellikle dar bir grup ya da sınıfın çıkarlarını gözetmektedir. Toplumun daha geniş kesiminin yönetimlerde söz sahibi olması yani çoğulcu demokrasinin işlerlik kazanabilmesi için mülkiyet ve servetin yaygınlaştırılması şarttır. Bu bir yerde, siyasal demokrasinin gelişimi için, öncelikle ekonomide iktisadi demokrasinin (yani servetin hisse senetleri şeklinde halka yaygınlaştırılmasının) gelişmesi gerektiği anlamını taşımaktadır.

Toplumda dengeli bir gelir ve servet dağılımı toplumsal barışın sağlanması ve korunmasına hizmet edecektir. Özellikle toplumda dengeli gelir ve servet dağılımı, aynı zamanda bütün bireylerin servet ve servet gelirlerine kavuşmasını sağlayacak ve böylece mülkiyet topluma mal edilecektir. Böylece mülkiyet ve servet düşmanlığı

şeklinde rasyonellikten uzak, çatışmacı davranışlar olabildiğince engellenecektir. Herkes payı oranında toplumsal mülkiyetin sahibi olacak dolayısıyla mülkiyet ve servet nedeniyle insanların birbirini sömürmesi olabildiğince engellenmektedir.

Mülkiyetin topluma mal edilmesi amacıyla mülkiyet ve servetin yaygınlaştırılması, bir anlamda herkesin kapitalist olduğu “halk kapitalizmi”, “halk sektörü”, “kapitalizm ve sosyalizm arasında üçüncü yol”, “sınıfsız bir toplum düzeninin gerçekleştirilmesi”, “demokratik temel ilkelerin devlet öncesi alana yayılması” gibi ifadelerle açıklanmaktadır.³⁰

Toplumda kişilere sağlanan özgürlüğü destekleyecek en önemli unsur da eğitimidir. Bu eğitim kişilere daha başlangıç şartlarında eşitliğe yakın biçimde herkese verilmelidir. Yani başlangıç şartlarında herkese eğitim eşitliğinin verilmesi politik, ekonomik ve sosyal amaçların yerine getirilmesinde en önemli etkidir. Çünkü gelir ve servet dağılımında denge sağlandığı ölçüde kişiler arasında başlangıç koşullarında eşitlik sağlanmaktadır. Bu ise bireyleri daha başarılı olma yolunda motive edecek ve başarı da rekabetin işlemlerini sağlamaktadır. ABD’de gelişen süreçte ortaya çıkan servetin, büyük anonim şirket yöneticilerinin (servetten bağımsız ancak en iyi eğitilmiş profesyonel yöneticilerin) eline geçmesi ise buna güzel bir örnek oluşturmaktadır.

Özellikle kalkınma çabasında olan ülkelerin, bu hedeflerine ulaşması her şeyden önce yeterli niteliklerle donatılmış insan gücünün varlığına bağlıdır. Bu ise eğitim ve sağlık gibi insana yapılan yatırımların yapılmasını gerektirir. Oysa gelir ve servet dağılımının bozuk olduğu bir toplumda bireylerin eğitim ve sağlık harcamalarında bulunmaları güçleşmektedir.

³⁰ Dilik, a.g.e., s.141.

1.3.2 Ekonomik Gerekçeler

Buraya kadar genelde hep sosyal ağırlıklı hususlar belirtilmiştir. Oysa sosyal şartların oluşması için ekonomik durumun da gelişmesi gerekmektedir çünkü bu iki unsur birbirini desteklemelidir. Olayın diğer yüzü de, piyasa ekonomisinin işleyişi, büyümesi ve sermaye birikiminin gerçekleştirilmesine bağlıdır. Sermaye birikiminin sağlanmasında tasarruf ve yatırımların önemi büyüktür. Genelde tasarrufun sadece girişimci sınıf tarafından yapıldığı, işçi ve rant geliri elde edenlerin hiç tasarruf yapmadığı varsayımından hareket ederek, sermaye birikiminin tek kaynağının kar olduğu söylenmektedir. Oysa günümüzde ne girişimci sınıfın gelirinin tamamını tasarruf ettiği ne de emek geliri ile çalışanların gelirinin tamamını tüketimine ayırdığı savunulmamaktadır.

Yine genelde yüksek gelirli gruplardan düşük gelirli gruplara yapılacak transferlerin ekonomide toplam tasarruf düzeyini düşüreceği görüşüyle dağılım politikalarının ekonomik gelişmeyi engelleyeceği savunulmaktadır. Fakat marjinal tasarruf eğilimlerinin, yalnız gelirinin kaynağına göre değiştiği varsayımının her zaman gerçeği yansıttığını söylemek mümkün değildir. Kişinin elde ettiği gelirin miktarı tasarruf eğilimi üzerinde çok önemli olmakla birlikte, sübjektif değer yargıları, toplumun tüketim alışkanlıkları, kişinin sosyal statüsü vb. değişkenler de tasarruf eğiliminin belirleyicileri arasında yer almaktadır. Kaldı ki gelir düzeyinin tek belirleyici unsur olduğu düşünüldüğünde de dağılım politikalarının sermaye birikimini engellediği görüşüne katılmak gerçekçi görünmemektedir.

Bu bağlamda dağılım politikalarının uygulanması sonucunda ek mülkiyet ve servete kavuşturulan kişiler daha önce bulundukları gelir ve servet düzeyinin değil, o anda bulundukları gelir ve servet düzeyinin gerektirdiği gibi davranmaktadır. Bu ise tasarruf eğilimlerinin yükselmesi anlamını taşımaktadır. Ayrıca bu uygulamalar sonucunda kendilerine yarar sağlandığını gören kitleler, tasarrufa daha çok istekli olmaktadır. Böylece hem mülkiyet ve servet sahibi olacaklar, hem de tasarrufları artmaktadır.

Bütün bunların dışında, marjinal fayda teorisine göre kişinin sahip olduğu varlıkların miktarı arttıkça bu değerlerin son birimlerinden elde ettiği fayda azalmaktadır. Buna göre mülkiyet ve servet piramidinin yukarılarında bulunan kişilerin herhangi bir servet unsurundan elde ettiği fayda dolayısıyla bu servet unsuruna atfettiği değer, daha az mülkiyet ve servet sahibi olanın vereceği değerden daha az olmaktadır. Bu durumda mülkiyet ve servet piramidinin alt kısımlarından yer alan kişi elindeki serveti koruma ve tasarruflarıyla arttırma konusunda daha güçlü dürtülere sahip olmaktadır. Gelir ve servetin orta sınıfta oluşması ve kişilerin elindeki serveti koruma ve artırma dürtüsü piyasada rekabetin de güçlenmesine yol açmaktadır.

Dengeli bir servet dağılımının sağlanmasının bir başka etkisi de kişilerin elindeki servetin olabildiğince iyi işleyen bir ekonomik rekabetin oluşturması ve güçlendirilmesi olmaktadır.³¹ Dengesiz dağılım nedeniyle büyük ölçüde mülkiyet ve servet sahibi olanlar ellerindeki gücü, normal koşullarda kendi aleyhlerine işleyebilecek olan rekabet mekanizmasını etkilemek amacıyla kullanabilmekte, sonuç olarak piyasada monopolleşme (tekelleşme) eğilimleri güçlenmekte ve rekabet aksamaktadır. Bu yolla rekabetin aksaması, piyasalarda rekabet mekanizmasından beklenen fonksiyonların gerçekleşmesini engellemektedir. Böylece kaynak dağılımının rasyonellikten uzaklaşması, piyasada başarılı olanın değil güçlü olanın yaşaması gibi olumsuz sonuçlar çıkartmaktadır.³²

Politik, sosyal ve ekonomik gerekçeler, gelir ve servet dağılımının dengeli olması durumunda toplumsal ve ekonomik yaşantıda sağlanacak genel katkıları içermektedir. Bunların yanında gelir ve servet dağılımı politikalarının uygulama yöntemlerine göre farklı etkiler de ortaya çıkmaktadır. Örneğin kapalı anonim ortakların halka açılmaları, şirketlere taze kaynak sağlayacak ve şirketlerin pahalı kredilerle finansmanı zorunluluğu ortadan kalkacağından maliyetlerin düşürülmesi mümkün olmakta, yine çalışanların işlerini benimsemesi ve işgücü verimliliğinin

³¹ A.e., s.145.

³² Rekabetin Piyasalardaki Önemi ve Fonksiyonları konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. Hüsnü Erkan, **Sosyal Piyasa Ekonomisi**, İzmir, K. Adanauer Vakfı Yayını, 1987, s.120–200.

artmasını sağlamaktadır. Bunun ABD’de 1900’lerden itibaren, ekonomik gelişimini toplumun çoğunluğunu sermaye piyasasına çekerek, hisse senedi sahibi yapması ile başardığı görülmüştür. Böylece gelirin ve servetin yaygınlaştırılmasında yeni bir yol olan çok ortaklı şirketlerin hisselerinin toplumda yaygınlaştırılması, hem ekonominin hem de sosyal politikanın temel amacı olduğu görülmüştür.

1.4. Dünya’da ve Türkiye’de Başlıca Gelir Dağılımı Göstergeleri

Küreselleşmenin hedeflendiği günümüz koşullarında gelir dağılımındaki eşitsizliklerin ulusal boyutta ortaya konulması, çeşitli gelişmişlik düzeylerinde bulunan ülkelerdeki dağılım yapısının karşılaştırmalı olarak incelenmesi, gelir dağılımındaki adaletsizliklerin ve bu konuda uygulanacak politikaların belirlenmesinde büyük önem taşımaktadır.

OECD ülkeleri içinde Gini eşitsizlik ölçütü en yüksek olan, buna karşın kişi başına GSMH değeri en düşük olan ülke, 1987 ve 2002 yıllarında Türkiye’dir. Gini katsayısı açısından ABD, İrlanda, İsviçre ve İtalya yüksek sayılabilecek eşitsizlik oranına sahiptir. Ancak, ABD’nin kişi başına GSMH değeri 17480 Dolar ile OECD ülkeleri içinde en yüksek olandır ve Türkiye’nin 2002 yılındaki değerinin yaklaşık olarak 8 katıdır. İrlanda’nın kişi başına GSMH değeri Türkiye’nin yaklaşık 4 katı; İsviçre’nin kişi başına GSMH değeri ise Türkiye’nin yaklaşık 7.7 katıdır. İtalya’nın Gini katsayısı 0.310 ile diğer ülkelere göre yüksek olmakla beraber kişi başına GSMH değeri Türkiye değerinin yaklaşık 4 katıdır (Tablo 4)

Tablo 3: OECD Ülkelerinde Gini Katsayıları³³ ve Kişi Başına GSMH (\$)

Ülkeler	Gini Katsayısı	Kişi başına GSMH (\$)
ABD-86	0.341	17480
Kanada-87	0.289	15160
İngiltere-86	0.304	8870
İtalya-86	0.310	8550
Fransa-84	0.296	9760
Hollanda-87	0.268	11860
Avustralya-85	0.295	10830
Belçika-88	0.235	14490
Norveç-86	0.234	15400
İsveç-87	0.220	15550
İsviçre-82	0.323	17010
Türkiye-87	0.430	1210
Türkiye-94	0.490	2193
Finlandiya-87	0.207	14470
Almanya-84	0.250	11130
İrlanda-87	0.330	6120

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, “Gelir Dağılımının İyileştirilmesi ve Yoksullukla Mücadele Özel İhtisas Komisyonu Raporu” Ankara 2001, s.10. * Tablolarda ülke isimleri yanında yer alan rakamlar yılları göstermektedir.

Diğer ülkeler içerisinde gerek Gini katsayısı gerekse kişi başına GSMH değeri açısından Türkiye’ye en yakın olan ülke Malezya’dır. Bu ülkelerden sadece Kolombiya, Venezüella, Brezilya ve Meksika’nın Gini katsayıları Türkiye’den yüksektir, ancak Venezüella, Brezilya ve Meksika’nın kişi başına GSMH değerleri de Türkiye’den oldukça yüksektir. Örneğin Meksika’nın Gini katsayısı 0.503’tür ancak kişi başına GSMH değeri (3,470 ABD doları), Türkiye’nin 1.6 katıdır. Bu ülkelerden sadece Kolombiya’nın kişi başına GSMH değeri Türkiye’den düşüktür. Polonya’nın Gini katsayısı Türkiye’den oldukça düşüktür; bu nedenle gelirin daha

³³ Gini Katsayısı: Gelir eşitsizliğini tek bir değerle özetleyen Gini katsayısı, kişisel gelir dağılımını ölçmede en çok kullanılan ölçülerden biridir. Gini katsayısı '0' ile '1' arasında değişen bir katsayı olma özelliğine sahiptir.

eşit paylaşıldığı söylenebilir. Ancak, Türkiye'nin kişi başına GSMH değeri, Polonya'dan 283 ABD doları daha yüksektir. Ancak bu ülkelerde verilerin ait olduğu dönemin oldukça eski olduğu da göz önünde bulundurulmalıdır. (Tablo 5.)

Örneğin, bu ülkelerden Bangladeş, Hindistan ve Çin'in Gini katsayısı Türkiye'den oldukça düşüktür. Türkiye'deki kişi başına GSMH değeri, Bangladeş'in yaklaşık olarak 10 katı; Hindistan'ın 7 katı ve Çin'in 5 katıdır. (Tablo 4.)

Tablo 4: Seçilmiş Bazı Ülkelerde Gini Katsayıları ve Kişi Başına GSMH (\$)

Ülkeler	Gini Katsayısı	Kişi başına GSMH (\$)
Bangladeş-92	0.283	220
Hindistan-92	0.338	310
Çin-92	0.376	470
Sri Lanka-90	0.301	470
Mısır-91	0.320	610
Endonezya-93	0.317	740
Kolombiya-91	0.513	1260
Tunus-90	0.402	1440
Polonya-92	0.272	1910
Türkiye-87	0.430	1210
Türkiye-94	0.490	2193
Venezuela-90	0.538	2560
Brezilya-89	0.634	2540
Malezya-89	0.484	2160
Meksika-92	0.503	3470

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, “Gelir Dağılımının İyileştirilmesi ve Yoksullukla Mücadele Özel İhtisas Komisyonu Raporu” Ankara 2001, s.10.

Yüzdelik hane halkı dilimleri açısından inceleme yapıldığında; birinci %20'lik dilimin aldığı gelir payı en düşük olan ülkelerin % 2 ile Brezilya, % 4 ile Venezüella, Meksika ve Avustralya; en yüksek olduğu ülkelerin ise Bangladeş, Endonezya ve Polonya olduğu görülmektedir ancak bu ülkelerin kişi başına GSMH değerleri Türkiye'den oldukça düşüktür. ABD, Kanada, Almanya, Fransa, Hollanda gibi gelişmiş ülkelerde birinci % 20'lik dilimin aldığı gelir payı % 5 ile % 7 arasında

değişmektedir. En zengin % 20'lik grubun aldığı gelir payının en yüksek olduğu ülkeler Brezilya, Venezüella, Meksika ve Türkiye'dir. Bu ülkelerde en zengin % 20'lik grup, ülkede yaratılan toplam gelirin yarısından fazlasını almaktadır.

Tablo 5: Seçilmiş Bazı Ülkelerdeki En Fakir %20 ve En Zengin %20'lik Dilimlerin Aldığı Gelir (Harcama) Payları ve Kişi Başına GSMH (\$)

Ülkeler	En fakir %20	En zengin %20	Kişi başına GSMH (\$)
Endonezya-93	0.09	0.41	740
Polonya-92	0.09	0.37	1910
Türkiye-87	0.05	0.50	1210
Türkiye-94	0.05	0.55	2193
Venezuela-90	0.04	0.58	2560
Brezilya-89	0.02	0.68	2540
Meksika-92	0.04	0.55	3470
ABD-85	0.05	0.42	16690
Kanada-87	0.06	0.40	15160
Almanya-88	0.07	0.40	18480
İngiltere-88	0.05	0.44	12810
Japonya-79	0.09	0.38	9050
İtalya-86	0.07	0.41	8550
Fransa-89	0.06	0.42	17820
Hollanda-88	0.08	0.37	14520
Danimarka-81	0.05	0.39	13120
İsveç-81	0.08	0.37	14870
İsviçre-82	0.05	0.45	17010
İspanya-88	0.08	0.37	7740

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Gelir Dağılımının İyileştirilmesi ve Yoksullukla Mücadele Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara, 2001, s.11.

Gelişmiş ülkelerde kişi başına GSMH değerleri de 10,000 ile 18,000 ABD doları arasında değişmektedir. Buna karşın Türkiye, Venezüella, Meksika, Brezilya gibi ülkelerde 2,000–4,000 ABD doları arasında; kişi başına GSMH'nın en düşük olduğu Bangladeş, Endonezya ve Polonya'da ise 2,000 ABD dolarının altındadır.³⁴

³⁴ Devlet Planlama Teşkilatı, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Gelir Dağılımının İyileştirilmesi ve Yoksullukla Mücadele Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara 2001, s.11.

1980’li yıllarda gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkileyen borç krizleri, özellikle Afrika ve Latin Amerika ülkelerinde yoğunlaşmış ve bu bölgelerdeki gelir dağılımını oldukça bozmuştur. Bu anlamda, finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler, küreselleşme sürecinin sağladığı yararların belirli bölgelerde ve belirli kesimlerde toplanmasını sağlarken, dünya nüfusunun büyük bir bölümünün bundan yararlanmasına olanak tanımamaktadır.³⁵

1960–2000 yılları arasında gelir dağılımında en zengin yirmi ülke ile en yoksul yirmi ülke arasındaki fark, 1960 yılında 18 kata, son 40 yıl içinde ise ikiye katlanarak 37 kata ulaşmıştır.³⁶

Dünya nüfusunun % 10’u, mal ve hizmetlerin %70’ini üretmekte ve dünya toplam gelirinin yüzde 70’ini almaktadır. Dünya nüfusunun yaklaşık yarısı ise günde 2 dolardan daha az bir gelirle yaşamaktadır (satın alma gücü paritesi ile yılda 700 ABD doları). Dünya nüfusunun yüzde 50’sini oluşturan bu 3 milyar insanın dünya üretimindeki payı sadece yüzde 6’dır.³⁷

Küreselleşme olarak bilinen ekonomik liberalizasyon ve teknolojik gelişmelerin bir sonucu olarak ülkelerin ve insanların gittikçe birbirlerine yakınlaşmasına rağmen gelir farklılıkları dünyanın en göze çarpan gerçeklerinden biri olmuştur. Bazı çevrelere göre küreselleşme eşitsizliğe neden olmuş, zenginlerin daha da zengin olmasına yardımcı olmuştur.

Dünya nüfusunun 1/5’i, yani yaklaşık 1.2 milyar kişi günde 1 dolardan daha az bir gelire sahip bulunmaktadır. Dünya Bankası’na göre sadece dünya nüfusunun yarısı günde 2 dolardan daha az bir gelirle yaşamamakta, buna ilaveten dünya nüfusunun 1/5’i, yani yaklaşık 1.2 milyar kişi 1 dolardan daha az bir gelire sahip bulunmaktadır. İkinci grubun sayısı 1987 yılındaki ile yaklaşık aynı olmasına rağmen

³⁵Hasan Ejder Temiz, **Küreselleşmenin Sosyal Boyutları ve Türkiye Açısından Etkileri**, Ankara, DİSK Birleşik Metal İşçileri Sendikası, 2004, s.128.

³⁶Devlet Planlama Teşkilatı, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Gelir Dağılımının İyileştirilmesi ve Yoksullukla Mücadele Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara 2001, s.11.

³⁷“Küreselleşme ve Gelir Dağılımı,” (Çevrimiçi) www.foruz.org/akademi/siyasalbilimler/39.doc 25 Mart 2010.

dünya nüfusuna oranı yüzde 24'den yüzde 20'ye düşmüştür. Doğu Asya'da aşırı yoksulların oranı yüzde 27'den yüzde 15'e ani bir düşüş göstermiştir. Güney Asya'da da oran yüzde 45'den yüzde 40'a düşmüş, fakat Sub-Saharan Afrika'da yüzde 46 ile yüzde 47 arasında sabit kalmıştır.³⁸

Gerçekte, sürekli büyümeyi yaratmada başarısız olan ülkeler, küresel bütünleşmeye (entegrasyona) sırtlarını dönmüş ülkeler ile çoğunluğu Sahraaltı (sub-Saharan) Afrika'da yer alan ve küreselleşmenin sunduğu fırsatlardan yararlanmak için gerekli önkoşullara sahip olmayan ülkelerdir. Yoksulluğu azaltmanın ve gelir farklılıklarını kapatmanın yolu bu tür engelleri ortadan kaldırmaktır. Fakir ülkelerin büyüme oranları ve gelir seviyeleri küresel bütünleşme yoluyla yükseltilebilirse, bu ülkelerin gelişmiş ülkelerle olan gelir farklılıklarının azaltılması mümkün olabilecektir

³⁸ A.e.

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLER BORSASININ TARİHİ GELİŞİMİ

2.1. Dünya’da Sermaye Piyasaları ve Menkul Kıymetler Borsaları

Tarihte Borsaların başlangıcı çok eskiye dayanmaktadır. İlk borsa türü işlemler, pazar ve panayırlerde kıymetli madenlerin alım ve satımı ile başlamıştır. Borsaların başlangıcının pazar ve panayırlara dayandığı ifade edilmektedir. Dolayısıyla borsaların bir ihtiyaçtan kaynaklandığı ve kendi mecrasını bu ihtiyacın oluşturduğu görülür. Mesela New York’ta iş adamları meşhur bir ağacın altında belirli bir saatte toplanırlarmış. Ancak açık hava olduğu için soğuk ve yağışlı havada bu buluşmaların zorluğu katılımcıları bir yer tutmaya zorlamış. Böylece ilk borsa oluşmuştur. Londra da ise bu iş ilk önce bir kahvehanede başlamıştır.³⁹

İlk aşamada kıymetli madenlerin alım-satımı gerçekleştirilmiş ve bu alım satım ilişkisi sarraflık şeklinde gelişimini sürdürmüştür. Daha sonraları, kıymetli madenlerin alım-satımı, araçların da devreye girmesiyle kredi belgeleri ile ticari senetlerin alınıp satıldığı bir piyasa haline gelmiştir.

Dünya’da tek model menkul kıymetler borsası bulunmamakta, genelde borsalar; devlet borsaları, özel borsalar ve karma borsalar olarak üç gruba ayrılmışlardır. Devlet borsaları çoğunlukla bir kanunla kurulmakta ve bu tur borsaların yönetimi resmi kurumların oluşturduğu kurallarca olmaktadır. Bu modeli benimsemiş borsalar arasında Kara Avrupa’sındaki menkul kıymetler borsaları bulunmaktadır.⁴⁰

Başka bir model olan özel borsalarda ise borsa, üyeleri tarafından kurulan özel bir anonim şirket statüsünde, kâr amacı olmamasına karşın mesleki bir kuruluş niteliği taşımaktadır. Bu tur borsalara daha sonra hükümetler kanun veya kararname

³⁹ SPAM, Meban Sermaye Piyasası Araştırma Merkezi; Sermaye Piyasasında Borsa Sisteminin Oluşturulması Semineri, Lebib Yalkın Yayını, 1982, s. 9.

⁴⁰ A.e., s.10.

gibi yasal düzenlemelerle bir resmiyet kazandırmaktadır. Amerikan ve İngiliz borsaları ve bu borsaları örnek olarak kurulmuş bütün menkul kıymetler borsaları bu türün örnekleri sayılabilmektedir.

Son olarak karma özellikte borsalar bulunmaktadır. Bu tür borsalar, hem devlet borsası gibi resmi, hem de özel borsalar gibi yarı resmi özelliklere sahiptir. Örneğin İtalya'daki menkul kıymetler borsası bir kanunla kurulmuş olmasına rağmen, idari açıdan ticaret odasına bağlanmak suretiyle mesleki bir kuruluş hüviyetini almıştır.⁴¹

Borsacılık açısından bu modeller incelendiğinde, Avrupa'da kurulan borsaların, İngiliz ve Amerikan borsalarından farklı olarak, kendilerine has bir model oluşturdukları görülmektedir. Bilindiği üzere Avrupa ekonomik sistemine bankaların hâkimiyeti söz konusudur, fakat Amerikan sisteminde bu durum çok farklıdır. Bu sistemde ise çeşitli bölgesel borsaların yanı sıra, teşkilatlanmış ve denetime tabii olan 4000 kadar kuruluş bulunmakta, bu kurumlar gayri resmi bir borsa oluşturmaktadır. Hatta görülen o dur ki, bu resmi olmayan borsa, resmi borsalardan daha çok işlem hacmine sahip olmakta birlikte resmi borsalarda işlem gören birçok menkul değer de bu gayri resmi borsalarda, komisyon tutarlarının daha düşük olmasından dolayı, işlem görmektedir.⁴²

2.1.1. Avrupa'da Başlıca Menkul Kıymetler Borsaları

Avrupa'da ilk borsanın 1487 yılında Anvers şehrinde kurulduğu bilinmektedir. 16. yüzyılda Anvers borsasının yerini Amsterdam Borsası almış ve bu yüzyılın sonlarına doğru Lyon'da ve bunu takiben diğer Fransız şehirlerinde borsaların kurulduğu görülmüştür⁴³.

⁴¹ İMKB Eğitim Seti, "Sermaye Piyasaları ve Borsaların Tarihi", **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul, 2008, s. 4.

⁴² SPAM, **a.g.e.**, s. 9-10.

⁴³ Targan Ünal, **Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul, İ.T.Ü, Yayını, 1991, s.28.

Bu bölümde Avrupa'nın güçlü ekonomileri olan ve menkul kıymetler borsalarının Avrupa'daki gelişimi açısından sadece örnek olarak Büyük Britanya ve Almanya'daki tarihi gelişimler incelenmeye çalışılacaktır.

2.1.1.1. Büyük Britanya

Bu bölümde öncelikle Büyük Britanya'da erken dönemde menkul kıymet borsalarının temelleri ve gelişim süreci ele alınacak ve daha sonra 20.yüzyılın başlarında ve 70'li ve 80'li yıllardaki gelişmeleri incelenecektir. Ayrıca menkul kıymetler borsasının 90'lı yıllardaki gelişmeleri de değerlendirilmeye çalışılacaktır.

19.yy.dan önceki dönemde; Büyük Britanya'da ana endüstriyi oluşturan demiryolları aynı zamanda bu ülkede kurulan ve (ilk) kamu tesisleridir. Bu dönemde tekstil daha küçük boyutludur ve büyük sermayelere ulaşmamıştır. İngiliz firmaları temelde borçla finanse edilmiş, 19 yy.da bu borç genellikle özel değil kamu borcu şeklinde olmuştur. Bu yüzyılda Londra piyasası dünyadaki en gelişmiş olanıdır. Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın yasal kuruluşu ise 1875 yılında olmuştur. Glasgow Bankası'nın iflasından sonra ise İngiliz bankaları 1878'de büyük nakit sıkıntısı çekmişler, bunun sonucu olarak da varlık gibi likit olmayan yatırımlarla ilgilenmemişlerdir.⁴⁴

20 yy. ilk yarısı boyunca ve özellikle savaş döneminde, büyük bir şirket birleşme hareketleri olmuştur. Bu eğilim dışarıdaki varlıklar üzerinde önemli bir etki yapmış, hisse sahipliğin dağılmasını sağlamış ve kontrolün büyük firmaların eline geçmesine neden olmuştur. 1945 yılına gelindiğinde ise Londra'daki borsanın denetim organı olarak yasal bir konsey kurulmuş ve 36 üyesi atanmıştır. İlgili yasalara göre de, Konsey üyeleri, borsaya kayıtlı üyeler arasından 5 yıl süreliğine seçilmektedir.⁴⁵

⁴⁴ Brian R. Cheffins, **Dividends as a Substitute for Corporate Law: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom**, 63 Washington. & Lee Law Review, 2006, p.76.

⁴⁵ John Armour and Jeffrey N. Gordon, "The Berle-Means Corporation in the 21 st Century", Prepared for the U Penn Law School Seminar, October 24, 2008, p.26.

Öte yandan İngiliz ekonomisinde İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra mülkiyet dağılımı daha çok dikkat çekmeye başlamıştır. 1948 tarihinde yürürlüğe giren Şirketler Kanunu da büyük ölçüde buna cevaz vermiştir. Böylece, talep karşılama için zorunlu pay hakları kurul tarafından kaldırılmış ve bazı (limited) hesaplarda artarak düzenlemeye açılmıştır. Bu dönemde, ayrıca, dağılık mülkiyetli firmalarının şirket kontrol mekanizması olarak kullandıkları temettüler önemli olmuştur. Ancak, büyük temettülere yeterli ödeme yapılamaması devirler ile sonuçlanmış, onları ödeme sorunu yöneticilerin ellerini piyasaya bağlı kılmıştır.⁴⁶

1947–1957 yıllarında ise İngiltere'de emeklilik fonlarındaki temettü gelirlerinde vergilendirme olmadığı için o zamanki sigorta şirketleri vergi avantajlarından yararlandığı görünmektedir. Bunun tam tersi olarak da aynı dönemde bireysel yatırım gelirlerinde ise son derece yüksek sıra dışı vergi oranları uygulanmaktaydı. Sonuç olarak, bu dönemde kurumsal yatırımcılar dramatik bir adımla bireysel hissedarlarla yer değişim trendi başlamıştır.⁴⁷

İngiltere'de 1960'lara gelindiğinde büyük devir patlamasıyla mülkiyet dağılıklığı tamamlanmıştır. Bu süreç Devir Panel'inin keşfini getirmiştir, kuruluş, operasyon ve yönetim genellikle kurumsal yatırımcıların tercihlerine göre olmuştur. Hissedarlar kendilerinin rekabetçi tekliflerden korumak için oyu olmayan hisseleri kullanmışlardır. Ancak, bu çabalar kurumsal yatırımcılar tarafından gelen baskılarla tasfiye edilmiştir.⁴⁸

1980'lerde Teminatlar ve Yatırımlar Kurulu kurulmuş ve teminat piyasaları için genel denetim görevi bu kuruma devredilmiştir. Oluşturulan Devir Paneli, genel olarak kurumlardan gelen personelden teşkil edilmiştir; dâhili ticaret yasağı getirilmiş, lobi faaliyetleri Panelden yürütülmüş ve kurumlar açık oylama kurallarını değişik konulara da genişletmiş, bunlardan biri de ön alım hakları olmuştur.⁴⁹

⁴⁶ A.e.

⁴⁷ A.e.

⁴⁸ A.e., p.27.

⁴⁹ A.e.

1992’de Cadbury Kanunu çıkmış ve bunu kurumsal yatırımcı tercihleri izlemiştir. Daha sonra 1995 ve 1998’de bu kanun üzerinde güncellemeler yapılmıştır. 1993 yılından itibaren ise daha katı iç ticaret kanunları çıkarılmıştır. Finansal durum açıklamalarını denetlemek için, 1991’de Finansal Raporlama Konseyi kurulmuş, düzenleyici model ise tekrar Panel’e göre yapılmıştır. 1997’de kurumlar için temettü vergi kredisi iptal edilmiş ve emeklilik fonlarında azalma başlamıştır.⁵⁰

Kuruluşu çok eskiye dayanan Londra Borsası Amerikan piyasalarına örnek teşkil etmiş, günümüzde ise New York (NYSE ve NASDAQ) ve Tokyo borsalarından sonra dünyanın en çok piyasa değerine sahip beşinci borsa olmuştur. (Bkz. Tablo 6)

2.1.1.2. Almanya

Gelişmiş ülkeler arasında ön sıralarda bulunan, Avrupa sanayisinin lideri Almanya’da güçlü borsaların bulunmaması ilk bakışta oldukça şaşırtıcıdır. Görülen o dur ki; Amerika ve İngiltere’den farklı olarak Alman borsalarının hepsi (Frankfurt Borsası hariç): Düsseldorf, Berlin, Hamburg ve Münih, orta çapta borsalardır. Alman borsalarının içlerinde en büyük işlem hacmine sahip olan Frankfurt Borsası (Deutsche Börse) bile New York, Londra ve Tokyo Borsalarının içinde bulunduğu mega borsalar listesine girememiştir.⁵¹ Bu durum beklenmedik bir sonuç olarak görünmesine karşın Alman bankacılık sistemi incelendiğinde anlaşılabilmektedir.

Öncelikle, Alman sistemi olan “Umumi Banka” (Universal Bank) nasıl ve neden güçlü hisse senedi marketinin yerini aldığını anlamadan, Almanya’daki hisse senedi piyasasının şimdiye kadar büyümesine neyin engel olduğunu anlamak mümkün değildir. Belki de en önemlisi, Alman halkının modern “Hisse Senedi Piyasası Kapitalizmi’ne” duyduğu, mantuktan ziyade duygulara dayanan, antipatinin

⁵⁰ Julian Franks, Colin Mayer, **Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK**, London, Econ. Policy 189, London Business School and City University Business School, 1990, p. 17.

⁵¹ Muharrem Karşlı; **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, Genişletilmiş 5. Baskı, İstanbul 2004, s:231.

nedenini, ilgili politik ve kültürel paketi gerektiren Hisse Senedi Piyasası Kapitalizmi'nin, tarihsel olarak bir Anglo-Amerikan kavramı olduğunu kabul etmeden de anlamak imkânsızdır.

Almanya, İngiltere ve Amerika ile karşılaştırıldığında görülen şudur ki; Almanya her yönden çok farklı bir ülkedir. Örneğin; Amerikan halkı kuruluşundan beri liberal kapitalizme inanmış bir halk olmasına karşın, Almanya'da halk, Komünizm'den Liberalizm'e kadar her türlü ekonomik sistemi benimsemiş ve tartışmıştır. Amerikalılar için borsa ekonominin sermaye sağlayan çok önemli bir parçası iken; Alman geleneği ekonominin merkezden yönetilmesini savunmakta, aynı görevi güçlü bankacılık sistemine vermektedir. Farklı ölçülerde olmakla birlikte, bütün dönemlerde Alman finans sistemi merkezden yönetilmiştir. Aynı zamanda Almanya'da ekonomik kaynaklar ulusal çıkarları koruyacak şekilde yönlendirilmiştir.

Alman bankacılık sistemi, Amerikan ve İngiliz bankalarından farklı olarak, ekonominin direği ve lokomotifi durumunda konumlanmıştır. Alman bankalarının kuruluş amacı endüstriye finansman sağlamaktır, kamuya kredi sağlamak ise önceliklerin çok gerisinde yer almaktadır. Yani bankalar sahip oldukları hisse senetleri ve bonolar aracılığı ile sanayi kuruluşlarına ortaklardır. Birbirlerinin yönetim kurullarına katıldıklarından, işletmede de söz sahibidirler. Aynı zamanda, Amerikan bankalarının aksine, Alman bankaları yasalara tabidirler. Amerika'da ise Büyük Buhran'a kadar bankalar tamamen bağımsız olmuştur. Bu yüzden Büyük Buhran zamanında günde iki banka batarken, Alman bankaları birleşerek büyümüşlerdir. Meselâ; "D" bankaları olarak bilinen iki ünlü banka, Deutsche Bank ile Disconto Gesellschaft 1929'da birleşmiş, 1931 yılında ise Dresdner Bank, Darmstadter Bankasını satın almıştır. Böylece Almanya'da "umumi banka" sistemi güçlenmiş, sadece altı tane bankadan oluşan bir tekel oluşmuştur.⁵²

⁵² Deutsche Bank, Deutsche Bank History, Şubat 1 2010, (Çevrimiçi) <http://www.db.com/en/content/company/history.htm>, 15 Nisan 2010.

Alman sisteminin İngiliz ve Amerikan finans sisteminden farklı olmasından rahatsızlık duyan, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra da zafer kazanmış oldukları için gücü elinde tutan Müttefik Kuvvetler, Alman finansal sistemini büyük bir ölçüde Amerikan çizgisine getirmeye zorlamışlardır. Bu amaçla savaştan önce Almanya'ya egemen olan üç büyük bankayı: Deutsche Bank, Dresdner Bank ve Commerzbank'ı Nazi hükümetiyle iş birliği yapmaktan suçlamış ve sonuç olarak bölgesel bankalara parçalamışlardır. İşgalci kuvvetler Almanya'yı terk ettikten sonra ise, hükümet tarafından yeniden bankacılık sistemi güçlendirilmiş, büyük bankalara kendilerini yenilemek için müsaade verilmiştir. Eski sistemden farklı olarak sadece hisse senedi ve taahhütlü aracılığının ticari bankacılık işlemlerinden ayrılması için hiçbir çaba harcanmamıştır.⁵³

Günümüze kadar “Umumi Banka”(Universal Bank) kavramı, Almanya'nın başlıca finansal mekanizması olarak kalmaya el sürülmeden devam etmiştir. 1972 yılında sadece bir Alman şirketi halka açılmasına karşın Amerika'da yüzlerce şirket halka açılmıştır. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, Müttefik Kuvvetlerin gitmesiyle “Umumi Banka” (Universal Bank) kavramının çabuk gerçekleşen yeniden canlanması, umumi bankacılık geleneğinin Almanya'da ne kadar derin işlendiğinin bir göstergesidir. Buna karşın, büyümesine engel olunan Alman hisse senedi piyasasının, Alman bankacılık sistemine karşın ekonomideki yüzeysel önemi günümüze kadar devam etmiştir.⁵⁴

Bunu kanıtlamak üzere aşağıdaki tablo incelendiğinde (2007–2008 yılı en büyük on hisse senedi piyasalarının piyasa değerleri karşılaştırıldığında) Alman borsası Deutsche Börse'nin, 2008 yılı sonu 1.033 milyar dolarlık piyasa değeriyle Amerika borsaları (New York ve NASDAQ), Tokyo, Londra, Şanghay ve Hong Kong borsalarından sonra dünya sıralamasında sekizinci olarak yer aldığı görülmektedir.

⁵³ Smith, **A.g.e.**, pp. 151–154

⁵⁴ **A.g.e.**, pp.100-104

Tablo 6: En Büyük 10 Hisse Senedi Piyasalarının Piyasa Değerleri (2007-2008)

	Milyar Dolar (\$)	Milyar Dolar (\$)	% değışiklik (milyar Dolar)
	2008 sonu	2007 sonu	
NYSE Euronext (ABD)	9,209	15,651	% -41.2
Tokyo Borsası	3,116	4,331	% -28.1
NASDAQ OMX (ABD)	2,396	4,014	%-40.3
NYSE Euronext(Avrupa)	2,102	4,223	% -50.2
Londra Borsası	1,868	3,852	% -51.5
Şanghai Borsası (Çin)	1,425	3,694	% -61.4
Hong Kong Borsası	1,329	2,654	% -49.9
Deutsche Börse (Almanya)	1,111	2,105	% -47.2
TMX Group	1,033	2,187	% -52.7
BME İspanya Borsası (İspanya)	948	1,781	% -46.8

Kaynak: Dünya Borsalar Birliğı Federasyonu, 2008 Faaliyet Raporu, “World Federation of Exchanges,” (Çevirimiçi) www.world-exchanges.org/, 26 Nisan 2010

2.1.2 Amerika Birleşik Devletleri’nde Menkul Kıymetler Borsası

Bağımsızlık savaşıından sonra kurulan yeni Amerikan federal hükümeti kendini hassas bir finansal evrenin içinde bulmuştur. Savaş sonrası, savaşın getirdiğı büyük bir mali külfet ve eski kolonilerin borçları yeni hükümetin üstüne kalmış, fakat yeni kurulan hükümette bu borçları ödeyecek gelir oluşmamıştı. Para kaynağı arayışına giren, yeni hükümetin eski borçlarına sadık kalmaması halinde, güvenilirlik sağlayamadığı için kredi bulması da zorlaşacaktı. Bunun sonucu olarak ABD hükümeti tarihinde ilk defa New York’ta 80 milyon dolar değerinde federal hükümet bonusu çıkartmış ve satışa sunmuştur. Böylece bir ihtiyaç yeni bir oluşumu başlatmış, Amerika’da ilk sermaye piyasasının temeli atılmış olmuştur.⁵⁵

⁵⁵ Geisst Charles, **Wall Street: From Its Beginnings to the Fall of Enron**, New York, Oxford University Press, 2004, p.10.

Fakat savaştan sonra sermaye arayışına giren tek kurum hükümet olmamıştır. Savaş sonrası gelişmekte olan Amerikan ekonomisinin özellikle ana sanayi alanlarındaki şirketlerin de büyük bir sermaye rekabeti de başlamıştır. Bu şirketlerin birçoğu savaştan önce herkesçe bilinen İngiliz ticaret şirketlerinin ve finansal kurumların Amerikan versiyonu olduğundan, yatırımcılar ve tüccarlar tarafından yeni kurulan hükümetten bile daha çok güvenilir olmuşlardır. Sonuç olarak, federal hükümet bonoları yüksek faiz oranı ile yüksek getiri vaat ettiyse de, yeni hükümete olan güvenin az olmasından dolayı sadece az bir kısmı satılabilmektedir.⁵⁶

Hükümet bonoları Amerika'nın batı kıyısındaki üç büyük şehirde; New York, Boston ve Philadelphia'da, satışa çıkmasına karşın, sadece gelişmekte olan şirketler için bono ve hisse senedi alım satımının yapıldığı ilk aktif piyasanın oluştuğu şehir New York olmuştur. Yerli tüccarlar ve borsa simsarları Manhattan'da Wall Street'in çeşitli bölgelerinde bir araya gelip hisse senedi ve bono alım satım işlemlerini sokaklarda yapmaya başlamıştır. Bu son derece ilkel olan ilk piyasa isleyişi Amerikan piyasalarının daha sonraki iki yüzyılının temelini oluşturmuştur.⁵⁷ Daha sonra 17 Mayıs 1792'de **Buttonwood Anlaşmasını** imzalanarak New York Stock & Exchange Komisyonu'nu kurulmuştur.⁵⁸

19.yy. sonlarına kadar, Bankalar halkçı politikalardan dolayı bölünmüş ve ABD borsalarında büyük çaplı işlem olmamıştır. Demiryolları için gereken sermaye yatırımının büyüklüğü sonucunda Amerika'da sermaye piyasasına ihtiyaç artmış ve bu yüzden Amerikan borsası büyümeye başlamıştır. Çoğu büyük firma 1900'lerde hissedar kontrollü olarak varlığını sürdürmüştür.⁵⁹

20. yy. erken döneminde, 1897–1907 yılları arasında şirket birleşmelerin sayısının artmasından ve 1920'lerdeki borsadaki son derece fazla artış nedeniyle hissedar zengini aileler ellerindeki hisseleri satmıştır. Aynı zamanlarda, ABD finansal piyasaları poundun altın standardından çıkmasından dolayı hızla

⁵⁶ A.e.

⁵⁷ A.e., p.11.

⁵⁸ A.e., p.20.

⁵⁹ Michael C. Jensen, *The Eclipse of the Public Corporation*, 67 Harv. Bus. Rev. 61, 1989, p. 13.

büyümüştür. Fiyat kontrol mekanizmalarının çoğu resmi değil sadece güvene dayalı olmuştur. Buradaki kontrol Wall Street toplumunun elinde kalmış, fakat alıcılar genellikle kurumlardan ziyade bireyler olmuştur.⁶⁰

1929'dan sonra, güvenlik aracı olarak güvene dayalı mekanizmalardaki şüphe, yatırımcıları perakendeciliğe itmiştir. Bu nedenle düzenleyici mekanizmalara ihtiyaç duyulmuştur. Önceleri gönüllü olarak kurulmuş olan New York Borsası bu ihtiyaçtan sonra üyelerin meydana getirdiği şirketleşmemiş bir kuruluş şekline dönüştürülmüş, yönetim kurallarını kendi belirlemek üzere 1934 yılında SEC' in (Securities Exchange Commission) denetimine tabi olmuştur. Böylece, kurumsal yatırımcıların, şirket yönetiminde önemli güç olmaları engellenmiştir.⁶¹

İkinci dünya savaşı sonrası ve 1980'lerde ise, Amerikan tarzı hissedarlık (vekil kavgaları, ihale teklifleri, şirket baskıncıları) kurumlardan ziyade bireyler tarafından idare edilmiştir. Kurumlarca sınırlandırılmamış yöneticiler kendi çıkarları doğrultusunda şirket yönetim kuralları gelişimlerini şekillendirebilmiş ve bu gelişme hissedarlığın yayılmasına neden olmuştur.⁶²

2.2. Türkiye'de Sermaye Piyasalarının Tarihi Gelişimi

2.2.1. Osmanlı Dönemi

Osmanlı sanayi devrimi ve bu devrimin getirdiği sömürgecilik hareketinde Avrupa devletlerinin gerisinde kalmıştır. Dolayısıyla Avrupa'da sanayi devrimi ve kıtalar arası kesiflerin neden olduğu sermaye arayışları, Osmanlı İmparatorluğu'nda yaşanmamaktaydı. Osmanlı, Türkiye'de yaşayan yabancı tacirler ve azınlıkların Avrupa'daki yabancı hisse senetleri ve tahvilleri ile ilgilenmesi sonucu tahvil ve hisse senetleriyle tanışmıştır. O dönemde, altın para kullanılması, kapitülasyonların

⁶⁰ A.e., p.14.

⁶¹ İMKB, **Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası**, 3. Basım, İstanbul, 2006, s.7.

⁶² Halis Yunus Ersöz vd., **Özelleştirme ve Çalışanların Mülkiyet Sahipliliği: Kardemir Örneği**, İstanbul, Alfa Yayınları, 2004, s.25.

sağladığı serbesti ve kambiyo kontrolünün bulunmaması nedeniyle bu tacirler dışarıya para çıkararak alım-satım yapmıştır.⁶³

Daha sonra 1839–1856 yıllarını kapsayan Tanzimat Hareketi’nin de etkisiyle Osmanlıda sermaye piyasalarına ilgi artmıştır. Çoğunlukla Avrupa’dan alınan kıymetlerin el değıştirmesi kısa zamanda Osmanlı’da da bir piyasa oluşturmuş, buna da Galata bankerleri ön ayak olmuşlardır. Diğer borsalarda olduğu gibi, gene sermaye ihtiyacından dolayı, 1854 Kırım Harbi dolayısıyla çıkarılan borçlanma tahvilleri ve daha sonra Osmanlı devletinin çeşitli nedenlerle çıkardığı tahviller, Osmanlı’da faaliyet gösteren yabancı şirketlerin (özellikle şimendifer, elektrik, gaz ve tramvay şirketlerinin) meşrutiyetten sonra da yerli şirketlerin tahvil ve hisse senetlerinin piyasada alınıp satılmasına yol açmıştır. Dolayısıyla, gene Avrupa ve Amerikan borsalarında görüldüğü gibi, ilk olarak sermaye piyasası kurma hareketi gönüllü olarak 1864’te Galata bankerlerinin bir dernek kurmasıyla başlamış; sonra da 1866’da hükümetçe ilk borsa İstanbul’da kurulmuştur. “Dersaadet Tahvilat Borsası” adı ile açılan bu borsa Fransız sistemine yakın bir şekilde düzenlenmiş ve denetimi için Maliye Nezaret’ince bir komiser ile 20 kişilik bir denetim komitesi tayin edilmiştir. Bu borsada faaliyet gösterenler, mübayaacılar (dealers), simsarlar (brokers), coberler (jobbers) diye gruplara ayrılmıştır. Hükümetçe kurulan yeni borsada yerli ve yabancı tahvil ve hisse senetleri Avrupa borsalarıyla telgraf irtibatı kurularak işlem görmüştür.⁶⁴

Dersaadet Tahvilat Borsası 1890’larda, iş hacmi ile Avrupa’nın büyük borsaları arasına girmiştir. Fakat daha sonra hileli borsa oyunları, bazı tahvillerin kupon bedelinin yarı yarıya indirimi ve bazı skandallar yüzünden borsanın güvenilirliği zedelenmiştir. Bunun üzerine 1906’da borsaya yeni düzenlemeler getirilmiş, yabancıların borsaya üye olmasını kısıtlayan hükümler getirilmiş ve borsanın ismi Esham ve Tahvilat Borsası olarak değıştirilmiştir.⁶⁵

⁶³ Barbaros Yalçınar, **Tezgañ Üstü Hisse Senedi Piyasaları**, İstanbul, S.P.K. Yayın No:34, 1996, s.89-90.

⁶⁴ Karşı, **a.g.e.**, s.290.

⁶⁵ **A.e.**, s. 292.

Fakat Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı birçok şeyi etkilediği gibi piyasayı etkilemiş ve Cumhuriyetin ilanından sonra serbest ekonominin kaldırılmasıyla beraber yabancı şirketler millileştirilmiş ve ayrıca kambiyo kontrolü getirilmiştir. Aynı zamanda, İstanbul Esham ve Tahvilat Borsası Ankara'ya taşınmış ve böylece bu durum ilk sermaye piyasasının sonu olmuştur.⁶⁶

2.2.2. Cumhuriyet Dönemi

Kurtuluş Savaşı ve Cumhuriyetin kuruluşundan sonra bilindiği gibi Türkiye kapalı bir ekonomiyi benimsemiştir. Bu durum sermaye piyasalarının ve menkul kıymetler piyasalarının oluşmasını engellemiş ve Amerika ve Avrupa'dakinin aksine bu piyasaların oluşmasını oldukça ertelemiştir.

Türkiye tarihinde 1923–1933 yılları arası Liberal Dönem, 1933-1980 yılları arası dönem Karma Ekonomik Sistemin uygulandığı dönem olarak bilinmektedir. Karma ekonomik sistemin temelleri 17 Şubat 1923 tarihli 1.İzmir İktisat Kongresinde atılmıştır.⁶⁷ 1929 yılında çıkarılan bir nizamname ile “İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası” kurulmuştur. Sermaye piyasalarının tekrar canlandırılmasını amaçlayan bu yeni kurum eski borsanın devamı olarak da görülmektedir.⁶⁸

Yeni kurulan borsa Osmanlı döneminde kurulan borsaya benzer bir şekilde Fransız sistemine yakın bir sistemi benimsemiş, Maliye Bakanlığı'nca görevlendirilen borsa acentaları (agents de change) eliyle yürütülmeye çalışılmıştır. Daha sonraları ise, coberlik kurumunun getirilmesi ile İngiliz sisteminden de esinlenilmiş, yeni kurulan borsa İngiliz-Fransız karması bir çalışma tarzı ile işlemeye başlamıştır. Ayrıca borsanın başına bir komiser getirilmesiyle de Alman borsacılık modelinden de yararlanılmıştır.⁶⁹

⁶⁶ A.e., s.294.

⁶⁷ Yaşar Aksoy, **Atatürk'ün Ekonomi Devrimi Kalpaklı Kalkınma**, Ümit Yayıncılık, Ankara-1998, s. 57.

⁶⁸ Karşı, a.g.e.,s.294.

⁶⁹ A.e.

1936 yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile uygulanan sermaye araçları kontrolü İstanbul Borsası için büyük bir darbe niteliğindedir. Bunun nedeni ise, borsanın daha çok Avrupa borsalarına bağlı olarak ve yabancı şirketlerin menkul kıymetleri üzerinde çalışmış olmasıdır. Kambiyo kontrolü Türk parasının konvertibl olmasını engellediği için doğal olarak bu durum İstanbul Borsası'nın sonunu getirmiştir. 1938 yılında borsanın finans merkezi olan İstanbul'dan, o zamanlar sanayinin hiç gelişmemiş olduğu Ankara'ya taşınması ise borsanın faaliyetine son darbeyi vurmuştur.⁷⁰

Sermaye piyasalarının yeniden doğuşu ancak 1960'lı yıllarda Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlamıştır. İkinci el piyasalarda gene ilk defa alıcıların, üstüne belli bir kâr koyarak tahvil ve tasarruf bonoları parasını değerlendirmek isteyenlere satmasıyla doğmuştur. Birinci el olarak devletçe çıkarılan tasarruf bonolarının faiz oranlarının cari piyasa faizinin çok altında olması (% 6) , ikinci el piyasanın doğuşunun önemli bir nedeni olmuştur. Bu dönemde cari faiz oranı ise %12'nin üzerindeydi ve ikinci el alım ve satımlarda fiyat, faiz randımanı %12 olacak şekilde ayarlanmaktaydı.⁷¹

Aynı tarihlerde görülen yurt dışına işçi akımı da Anadolu'nun çeşitli köşelerinde pek çok işçi şirketlerinin kuruluşunu beraberinde getirdi. Yazık ki bu şirketlerin bazıları mahalli esnaf ve eşrafın yönetiminde kalarak başarılı olamadılar. Fakat "bir holding + bir banka + 1000 küçük ortak" formülü genelde başarılı olmuş ve sermaye piyasasının bugünkü düzeyine gelmesine de yardımcı olmuştur.

24 Ocak 1980 kararları olarak bilinen ekonomik kararlar ise Türkiye'de Serbest Piyasa sistemine geçiş döneminin başlangıcını oluşturmaktadır. Türk Parasını Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı KHK'ya ilişkin tebliğ; serbest piyasa ekonomisine geçiş döneminde yapılmış en radikal düzenlemelerden biridir. Bundan sonraki uygulamalarda devletin ekonomideki rolü gittikçe azaltılmış, kamu iktisadi

⁷⁰ A.e.

⁷¹ Yalçiner, a.g.e., s.90.

teşebbüsleri ve iktisadi kamu teşekkülleri özelleştirilerek veya kapatılarak ekonomik hayatta özel sektörün hâkimiyetinin yolu açılmıştır.⁷²

1980’lerde tasarruf bonoları tamamen piyasadan çekilmiş, ancak bu dönemde menkul kıymetler piyasası artık kurulmuştur. Başlangıçta halka açık olarak kurulan ya da sonradan halka açılan şirketler başarı kazanıp güçlendikçe bunların hisse senetleri piyasada aynı esnaf tarafından alınıp satılmaya başlanmıştır. Daha önce kapalı aile şirketi olarak kurulan pek çok şirket de ölümler ve veraset yoluyla kapalı olmaktan çıkmıştır.⁷³

Diğer yandan, önemli bir etki de Türkiye Sınâî Kalkınma Bankası tarafından gerçekleşmiştir. Türkiye Sınâî Kalkınma Bankasının hisse senedi piyasasının oluşmasına önemli katkıları olmuştur. Bu banka, kuruluşta iştirak ettiği ve dış kredi sağladığı şirketler kuruluş dönemi tamamlanıp kâra geçtikten sonra, portföyündeki hisse senetlerini primli fakat makul bir fiyatla halka satmak suretiyle hem sermaye piyasasına kaynak sağlamış, ayrıca çoğu zaman likide ettiği fonlarla yeni kuruluşları desteklemiş ve kendisi kâr sağlamıştır.⁷⁴

Türkiye’de serbest piyasa sistemine geçişin ilk başlangıçları 1950’li yıllarda DP iktidarı uygulamalarına kadar indirilmektedir. Ancak ülke ekonomistleri 24 Ocak 1980 yılında dönemin iktidarı tarafından alınan ekonomik kararları bir milat olarak kabul etmektedir. 24 Ocak kararları olarak Türkiye ekonomisi literatürüne geçen bu kararlar diğer kararlardan farklı olarak reform niteliğindedir. Ancak ister 1950 DP iktidarının özel sektör ağırlıklı politikalarını, ister 1960’lı yıllarda tahvillerin yeniden ekonomik hayata girmesini, isterse 24 Ocak kararlarını serbest ekonomik sisteme geçişin başlangıcı olarak ele alsak bile gerçek olan şudur ki Türkiye halen bir geçiş dönemi yaşamaktadır. Ancak 2000’li yıllarda bu geçiş döneminin tamamlanmak üzere olduğunu görmek de mümkündür.⁷⁵

⁷² Aksoy, **a.g.e.**, s.57.

⁷³ Azmi Fertekligil, **Türkiye’de Borsanın Tarihçesi**, İstanbul, İMKB. Yayınları, Yayın No:3, 1993, s.43.

⁷⁴ **A.e.**

⁷⁵ Aksoy, **a.g.e.**, s.57.

“Türkiye’de sermaye piyasasının canlanmasında önemli rol oynayan gelişmeleri şu şekilde sıralamak mümkündür. Bunlar:⁷⁶

- Özel Sektör ve Devlet Tahvillerinin halka arzı
- Çok ortaklı şirketlerin holdinglerin kurulması
- Holdinglerin ve şirketlerin halka açılması
- TSKB’nın kurulması ve TSKB’nin desteği ile kurulan şirketlerin halka devri
- Bankerlik kurumlarının yeniden kurulması
- 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulunun kurulması
- 3094 sayılı kanunla Yeniden Değerleme Kanununun çıkarılması, bu yolla ortaklara bedelsiz hisse senedi verilmesinin yolunun açılması
- TPKK, Bankalar Kanunu, İMKB ve Aracı Kurumlar yasa ve yönetmeliklerinin çıkarılması
- Özelleştirme Kanunu
- İMKB’nin kurulması ve gelişmesi

2.2.3. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), 6 Ekim 1984’te yayınlanan Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve 18 Aralık 1985’de yayınlanan İMKB Yönetmeliği’ni takiben 26 Aralık 1985 tarihinde faaliyete geçmiş, 3 Ocak 1986’da ise ilk işlem yapılmıştır⁷⁷. İMKB’nin bünyesinde üç farklı piyasa bulunmaktadır. Bunlar; hisse senetleri piyasası, tahvil ve bono piyasası ve uluslar arası pazar olarak adlandırılmaktadır.

İMKB, 1986 yılından bu güne işlem hacmi, işlem gören şirket sayısı ve faaliyette bulunan aracı kurum sayısı bakımından büyük bir gelişme kaydetmiştir. 1986’da 80 şirketin hisse senetleri işlem görürken, 1999 yılında bu sayı 285’e

⁷⁶ A.e.

⁷⁷ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Tarihsel Gelişmeler, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr>, 25.04.2010.

yükselmiştir. Halka açılan yeni firma sayısı, 1999 yılında 10 iken, 2000 yılından itibaren 96 tane halka arz olmuştur. İMKB’de işlem gören şirket sayıları 2004’de 297, 2008 yılının sonunda 315, 2010’da ise 270’tir.⁷⁸

Çıkarılan 91 sayılı KHK ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın özel bütçeli ve tüzel kişiliğe sahip kamu kurumu niteliği muhafaza edilmiştir. Buna karşılık borsa, Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SPK) gözetim ve denetimine verilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, menkul kıymetler ve sermaye piyasası ile ilgili kuruluşlar hakkında kamunun aydınlatılmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, ortaklıklarda mülkiyetin yaygınlaşmasını, menkul kıymetler borsalarının çalışmasına, gelişmesine ve yaygınlaşmasına elverişli bir ortamın hazırlanmasını sağlayıcı düzenleme, denetleme, inceleme, araştırma ve açıklamalar yaparak, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılmasını özendirmek suretiyle halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını gerçekleştirmek amacıyla kurulmuştur.⁷⁹

İMKB’nin gelişimini incelemek amacıyla bugünkü piyasa verilerine bakıldığında, 2007 yılında başlayan ve reel kesimi de etkileyen küresel krizin etkilerinin azalmaya başlamasıyla, İMKB Hisse Senetleri Piyasası performansında olumlu gelişmeler kaydedilmiştir. 2009 piyasa verilerine göre, İMKB’nin dünya borsaları arasındaki rekabet gücünün artışı görülmüştür.⁸⁰

2009 yılında bir önceki yıla göre Hisse Senedi Piyasalarında ortalama günlük işlem hacmi % 45 artış kaydetmiş, 1,92 milyar TL’ye ulaşmıştır. Ortalama günlük sözleşme sayısı ise 2008 yılında 183 bin iken, 2009 yılında % 49 artarak 273 bine yükselmiştir.⁸¹

⁷⁸ Turhan Korkmaz, Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 4. Baskı, Bursa, Ekin Yayınevi, 2007, s.87.

⁷⁹ Karşlı, a.g.e., s.295-296.

⁸⁰ İMKB 2009 Yılı Faaliyet Raporu, Mayıs 2010, s.12.

⁸¹ A.e., s.16

Ortalama günlük işlem miktarı ise, 2009 yılında, bir önceki yıla göre, % 79 artışla 817 milyon TL'ye yükselmiştir. Günlük işlem hacmi, 2009 yılı içerisindeki en yüksek değerine 3 Aralık 2009 tarihinde 3,85 milyar TL ile ulaşmıştır.⁸²

Hisse Senetleri Piyasaları'nda 2009 yılı toplam işlem hacmi, bir önceki yıla göre % 45 artış göstermiş, 482,5 milyar TL (316 milyar ABD Doları) olarak kaydedilmiştir. İMKB-100 Endeksi ise 2009 yılının bir önceki yılsonuna göre % 97 artışla 2009 yılı rekoru olan 52.825 puanla kapatmıştır. Dünya Borsalar Federasyonu'nun 2009 yılı için en yüksek getiri sıralamasında İMKB 5. sırada olmuştur. Doları bazında hesaplanan İMKB-100 Endeksi ise aynı dönemde, %101'lik artışla 2009 yılı sonunda 2.068 puana yükselmiştir.⁸³

Global ekonomide yılsonuna doğru başlayan nekahet sürecinin artı etkisi ve halka arzlarda artışlara yol açmıştır. İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri, bir önceki yıla göre % 93 artmış, 351 milyar TL (% 97 artışla 236 milyar ABD Doları) seviyesine erişmiştir.⁸⁴

2009 yılında, İMKB Hisse Senetleri Piyasaları pazarlarına 4 yeni şirketin hisse senetleri ve 1 Borsa Yatırım Fonunun katılma belgeleri olmak üzere toplam 5 şirketin menkul kıymetleri katılmıştır. 2009 yılında Ulusal Pazar'da 233, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda 58 (10 borsa yatırım fonunun katılma belgeleri), İkinci Ulusal Pazar'da 20, Yeni Ekonomi Pazarı'nda 2 ve Gözaltı Pazarı'nda 12 olmak üzere toplam 325 şirketin hisse senetleri işlem görmüştür.⁸⁵

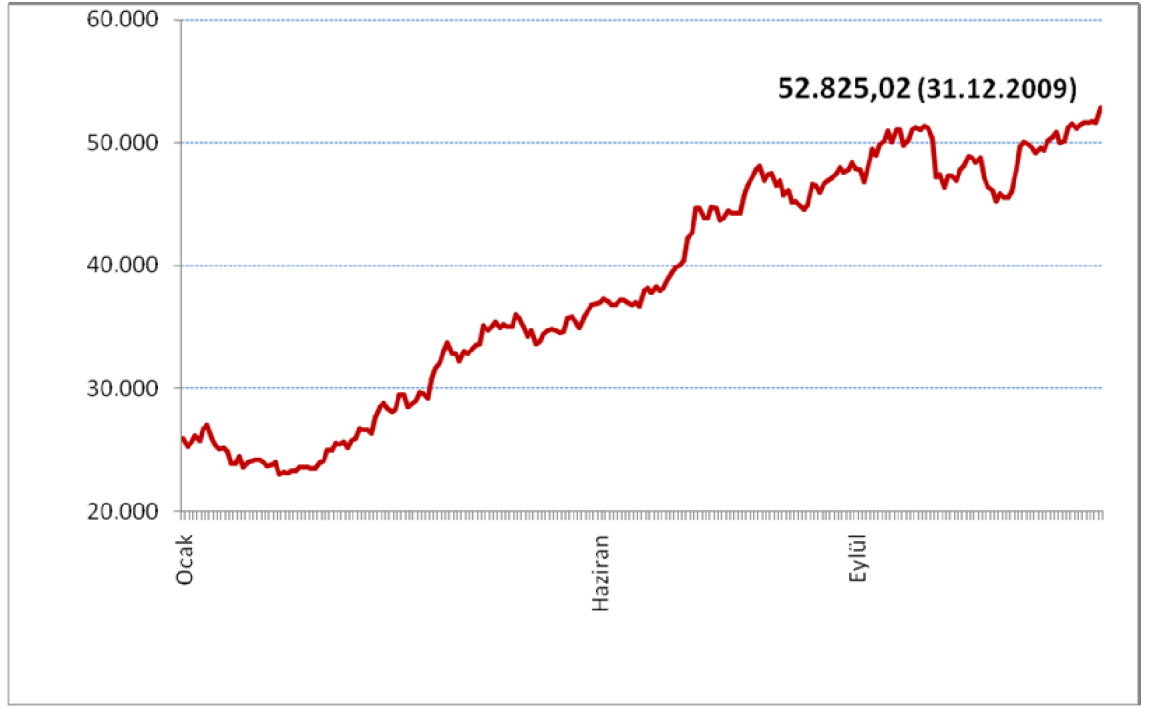
⁸²A.e., s. 17-19

⁸³A.e., s.12.

⁸⁴A.e.

⁸⁵A.e., s.13.

Grafik. 1 İMKB-100 Endeksi (2009 Yılı Grafiği)



Kaynak: İMKB, **İMKB 2009 Yılı Faaliyet Raporu**, Mayıs 2010, s.12.

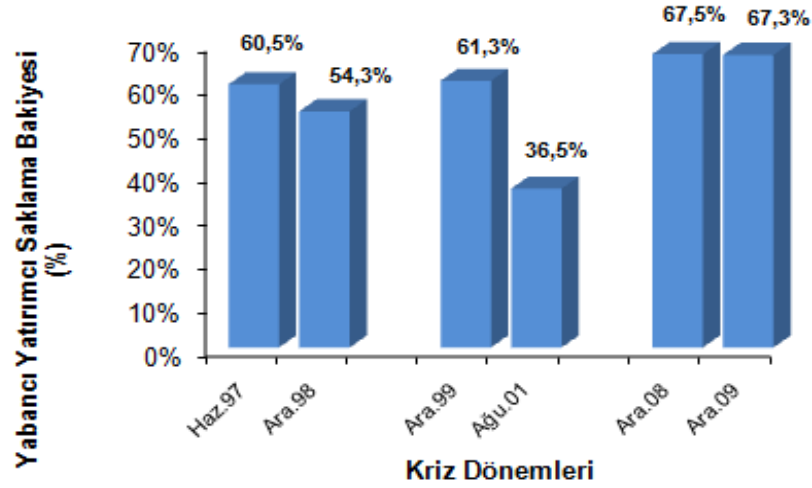
İMKB Ulusal Pazar'ın 2009 yılı toplam işlem hacmi 457 milyar TL olmuş, bu toplam, Hisse Senetleri Piyasası toplam işlem hacminin %95'ini oluşturmuştur. Aynı zamanda 2009 yılında, İMKB'de Kurumsal Ürünler Pazarı'nda 13,8 milyar TL'si borsa yatırım fonlarına ait olmak üzere 15,4 milyar TL, İkinci Ulusal Pazar'da 9,4 milyar TL, Yeni Ekonomi Pazarı'nda 0,4 milyar TL, Gözaltı Pazarı'nda ise 0,6 milyar TL tutarında işlem gerçekleştirilmiştir.⁸⁶

Yine 2009 yılı sonu verileri incelendiğinde; İMKB'de işlem gören şirketlerin halka açık bölümü içerisindeki payların % 67,3'ü yabancı yatırımcıların elinde bulunduğu kaydedilmiştir.⁸⁷

⁸⁶ A.e., s.13.

⁸⁷ A.e.

Grafik 2. İMKB’de Yabancı Yatırımcı Saklama Bakiyesi (%)



Kaynak: İMKB, **İMKB 2009 Yılı Faaliyet Raporu**, Mayıs 2010, s.12.

Menkul kıymet kavramı, ilk olarak “taşınabilir değerler” anlamını taşımaktadır. Ancak bu anlam, menkul malları ifade etmektedir. Menkul mal “kıymet ve mahiyetinde bir değişiklik olmaksızın nakledilebilen ve mülkiyete konu olabilen bütün maddi eşya ile bir mameleke giren bütün haklar” olarak tanımlanabilir. Menkul kıymetler bir menkul mal çeşidi olmakla birlikte, her menkul mal, bir menkul kıymet değildir. Bu sebeple, menkul mal olma özelliği, diğer bir deyimle menkul kıymetin taşınabilen ve mülkiyete konu olabilen mal olması, menkul kıymetlerin sahip olduğu özelliklerin sadece bir yönüdür.⁸⁸

Menkul kıymet kavramının bir başka anlamı da, “sahibine, herhangi bir suretle zilyedi olmadığı bir mal üzerinde bir hak ya da tüzel kişilerden bir alacak hakkı temin eden senetlerdir. Ancak bu tarif, menkul kıymet kavramını açık bir şekilde tanımlamamakla beraber, gerçek kişilerden bir alacak hakkı temin eden ya da aslî veya ferî zilyedi bulunduğu bir mal üzerinde hak tesis eden senetleri, menkul kıymet kavramı dışında bırakmaktadır.⁸⁹

⁸⁸ Karşlı, a.g.e., s.331.

⁸⁹ Oğuz Kürşat Ünal, **Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 226, 1987, s.14-15.

SPKn.md.3/b’de verilen tanım gereğince, “menkul kıymetler”, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları SPK tarafından belirlenen kıymetli evraktır. Bu tanımdan, menkul kıymetin unsurları; ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlamak, belli bir meblağı temsil etmek, yatırım aracı olarak kullanılmak, dönemsel gelir getirmek, misli nitelikte olmak, seri halde ve ibareleri aynı olarak ihraç edilmek ve kıymetli evrak niteliği taşımak şeklinde sayabiliriz.

Diğer yandan Türk hukukunda menkul kıymet sayılan kıymetli evraklar “Nama, bağlı nama ve hamiline yazılı hisse senetleri, tahviller, intifa senetleri, SPKn.’nun 40. maddesinde düzenlenen menkul kıymet yatırım fonu katılma belgeleri, ilmühaberler, temettü faiz kuponları, rüçhan haklarının tümünü veya bir kısmını ihtiva eden opsiyon senetleri, ipotekli borç senedi ve irad senedi, Devlet, vilayet ve belediyelerle hükümetin kefalet ettiği sair müesseseler tarafından çıkarılan tahviller ve esham ile mevduat sertifikaları ve kâr ortaklığı belgeleri”⁹⁰ olarak sayılmıştır. Menkul kıymet dışında kalan kıymetli evraklar, kitle senetlerinin karşısında bulunan, münferit senet özelliğine sahip kıymetli evrak olarak poliçe, bono, çek, konşimento ve sigorta poliçesi gibi senetlerdir⁹¹.

⁹⁰ Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, Vedat Kitapçılık - Hukuk Yayınları, 1982, s.17–19.

⁹¹ **A.e.**, s.19

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BATI EKONOMİLERİNDE MÜLKİYETİN (SERVETİN) OLUŞUMU ve YAYGINLAŞTIRILMASINDA GÖRÜLEN ANA DEĞİŞİM TRENDLERİ

3.1. Batı Ekonomilerindeki Değişim

Batı ekonomileri denilince, Avrupa ve ABD olmak üzere iki farklı gelişimden söz edilmektedir. Sanayileşme süreci ilk önce Avrupa’da görülür. Avrupa bu süreçte kapitalizmin sosyal çalkantılarını yaşayarak bir sınıf mücadelesinden geçmiş bir topluluktur. Oysa ABD geniş toprakları ve daha sanayileşmenin başlarında yani 1790’larda uygulamaya başladığı sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsası kanalıyla Halk Kapitalizmi sloganı ile büyük çok ortaklı anonim şirketleri sayesinde gelişen bir orta sınıfı oluşturmuş ve dolayısıyla sınıf mücadelesine ve sosyalizme kapılarını kapatarak yoluna devam etmiştir. Gerçi 1929 dünya ekonomik bunalımı ile bir sarsıntı geçirmiş ise de II. Dünya Savaşı imdadına yetişerek ve üstelik savaş sonrası da en büyük ekonomik ve siyasi güç olarak ortaya çıkmıştır. Böylece liberal serbest piyasa ekonomisi modelini de bütün dünyaya aşılamıştır. Ancak 2008 ekonomik krizi ile özellikle sermaye piyasasında toksinli kâğıtlar denilen menkul kıymetlerin güya kaldıraç etkisi diyerek balonun çok fazla şişirilmesi ile ekonomisinin patlaması sonucu, sistemi ilk defa ciddi bir biçimde sorgulanmaya başlamıştır.

3.1.1. Batı Avrupa’daki Değişim

Başta Almanya olmak üzere Kara Avrupa’sı, toplumda işçi ve işveren kesimi olarak sınıf mücadelesinin kalıntılarını II. Dünya Savaşı sonuna kadar taşımıştır. II. Dünya Savaşında yerle bir olan Almanya’nın 1950’lerden sonraki ekonomik kalkınması tamamen bir sosyal dayanışma çerçevesinde olmuştur. Buna en güzel örnekte Alman İşverenler Birliği Başkanı ve aynı zamanda Mercedes Benz şirketinin yönetim kurulu başkanı olan Hans Martin Schleyer’in yazdığı “ Soziale Model “

Sosyal Model kitabıdır.⁹² İşçi ve işveren kesimi Almanya’da “Servetin Yaygınlaştırılması Politikasında “ hem fikir olmuşlardır. Hatta uzun yıllar iktidarda kalan Hristiyan Demokrat hükümeti, işçi elinde servet teşkili, yani servet oluşturma politikalarını destekleyerek dolaylı servet sahibi olma ve ayrıca 2.000 üzerinde işçi çalıştıran bütün şirketlerde eşit şekilde işçilerin yönetime katılması kanunlarını çıkartmıştır. Buna rağmen işçi sendikaları bunları servete dolaylı katılma olarak algıladığından bunlarla yetinmemiştir ve Almanya’da şirketler açısından yaşananlar tam bir devrim niteliğindedir. Ama sendikalar işçi kesiminin bu servetlere dolaylı katılımı ile yetinmeyerek daha da ileri giderek, sendikalar bizzat kendi birikimlerini bizzat kurdukları şirketler aracılığı ile ücret dışında kar geliri temin etmenin yollarını aramışlardır.

Bu kapsamda Alman İşçi Sendikaları Birliği (Deutsche Gewerkschaft Bund) Bankacılık alanında Almanya’nın 3. büyük bankası seviyesine kadar çıkan Toplum Bankasını “Bank für Gemeinwirtschaft “ı, kurdular. Sonra Almanya’nın en büyük inşaat firması olan Yeni Vatan “Neue Heimat” ı, yine Avrupa’nın en büyük sigorta şirketi olan yaşlılık sigortası “ Alte für Sorge” yi, nihayet “co-op” olarak adlandırılan tüketim şirketini kurmuştur. Ancak baştan heyecanla kurulan bu sendika şirketleri ABD’nin 1980’lerden sonra başlayan küreselleşme rüzgârı önünde tutunamamıştır. Hatta 1990’lardan sonra başlayıp 2000’lerden sonra ABD’nin giderek artan finansal kasırgası tüm Avrupalı firmaları salladı. Bu durumu 2002’de Financial Times gazetesinde Fransa Başbakanı Lionel Jospin’in ekonomik danışmanı olan Patrick Artus’un “ Avrupa’nın Şirket Hisse Senedine dayalı Kapitalizm’i kuşatma altındadır” sözleri ile doğrulamıştır. “Boydan boya Avrupa kıtası, geleneksel tarafların rızasıyla gayri resmi alınan kararlarla, durdurulamayan Anglo-Sakson finans sektörü karşısında geri adım atmaktadır.” diyerek ikazda bulunmuştur.⁹³

Almanya’da Hissedar Kapitalizm’i veya bilinen tanımıyla Halk Kapitalizmi kanunlarla kutsal olarak kabul edilmiştir. Büyük Alman şirketlerinde yönetim ve işçi

⁹² Hans Martin Schleyer, **Das Soziale Model**, Buse-Seewald Verlag, 1982.

⁹³ Smith, **a.g.e.**, p. 289.

temsilinin zorunlu olduğu denetleme kurulları mevcuttur. Bazı ağır sanayi alanlarında (başlıca çelik ve kömür sanayisinde), işçi temsili denetleme kurulunun yarısını oluşturmaktadır. Diğer büyük şirketlerde ise, genel kurul eşit olarak ikiye bölünmüştür, fakat bir oylamada beraberlik olduğunda bu durumu bozacak oya sahip olan kurul başkanını hissedarlar seçmektedir. Orta ve küçük ölçekli şirketler ise genel kurulda işgücü temsili yerine bir İşçi Konseyi'nin kurmakla yükümlüdür. Alman kanunları hangi kararların bu konsey'in izniyle ve hangi kararların konsey'in izni gerekmeden sadece haberi dâhilinde alınabileceğini belirgin bir şekilde düzenlemiştir.⁹⁴

Alman sisteminin muhalifleri, şirket yönetiminin ve çapraz holding hissedarlarının (cross-holding shareholders), hisse senedi piyasasının rekabetçi baskısından izole edilmiş oldukları için, çoğu zaman sorumsuz ve bazı durumlarda yetersiz kaldıklarını savunmaktadır. Aralarında Schneider Grubunun iflasının ve Metallgesellschaft şirketinin çökmeye yakın halinin de bulunduğu 1990'lerdeki bir seri şirket krizi bu düşünceyi desteklediğini düşünmektedirler. Almanya'nın ekonomik problemlerinin nedenini Gunter Ogger Nitwits Pinstripes kitabında "yönetim hataları, şeffaf olmayan çarpık ilişkiler ve yerleşik büyük blok hissedarlık sisteminin" neden olduğunu belirtmektedir. Bu konuda değişiklikleri kapsayan reform baskısı yoğun olarak yabancı yatırımcılardan gelmiştir çünkü Almanya sermaye piyasasındaki yabancı yatırımcılar Alman şirketler sistemini fazla karmaşık ve yeterince şeffaf bulmamaktadır.⁹⁵

Alman Başbakanı Schröder, önemli bir reformun arkasında durup, devlet emeklilik sistemini, emeklilik planlarını, daha çok öz sermaye yatırımlarına ve emeklilik tasarruflarına, teşvik edecek şekilde yeniden yapılandırmıştır. 2002'den başlayarak, Alman birikimcilerine (tasarruf sahiplerine) vergisiz gelirlerinin %1'lik oranına kadar sigorta veya karşılıklı fon kaynaklı yatırım ürünlerinde yatırım yapmaya izin verilmiş, bu miktar 2008'de %4'e çıkmıştır. Anglo-Amerikan sermaye piyasaları ise emeklilik fonları tarafından yönlendirilmektedir. Bu varlıkların toplamı

⁹⁴ A.e., pp. 290–291

⁹⁵ A.e., p. 292.

2001’de Amerikan ve İngiliz Gayri Safi Yurtiçi Hâsılası’nın yarısından çoğunu oluştururken, bu miktar Fransa’da %4 ve İtalya’da ise sadece %2’dir. Aynı sene Amerika Birleşik Devletlerinde özel emeklilik varlıklarının kişi başına ortalama 23,780 dolardır. Bu sayı Almanya’da 3,800 dolar ve Fransa’da ise sadece 1,600 dolardır.⁹⁶ Birçok gözlemci bunu, Avrupalı ülkelerinin hisse senedine yatırım yapılabilecek geniş emeklilik para havuzları oluşturamamasını başarısızlık ve Avrupa Kapitalist Model’inin kritik bir güçsüzlüğü olarak görmüşlerdir. Ancak bugün gelinen noktada tenkit ettikleri Alman sistemin başarısızlığından dem vuranların bugün kendilerinin başarısızlığı kanıtlanmıştır. ABD’deki özellikle emeklilik ve ev fonlarının kaldıraç olarak tarif ettikleri bu para havuzlarının fazla şişirilerek sanal âlemde fazla kaldırdıkları veya bu balonu fazla şişirdikleri için patlattıkları görülmüştür.

3.1.2. ABD’deki Değişim

Son yıllardaki ABD’deki yükselen gelir dağılımı eşitsizliğine ilişkin önemli çalışmalar yapılmıştır. Bunların çoğunda araştırılan konu hangi grupların son değişimlerden kazançlı çıktığı veya kaybeden taraf olduğu ve zamanla değişimin nasıl gerçekleştiği konuları olmuştur.

Servet durumları ile ilgili olan çalışmalarda ise verilere ulaşma konusunda 1960’lar öncesinde sıkıntı yaşanmaktadır. Sadece vergi kayıtlarına rastlanılmaktadır. Örneğin ABD’de 1913’ten beri gelir vergisi istatistikleri sağlıklı tutulmaktadır, çünkü aynı yıl federal vergilendirme sistemi yürürlüğe girmiştir. Bu istatistikler vergi mükelleflerin sayısı ve toplam gelirleri hakkında bilgiler vermektedir.

ABD’deki servet kazanımı ile ilgili değişik çalışmalar yapılmıştır. Ancak bu konuda bir devrim niteliği taşıyan Berle ve Means’in “ Modern Şirketler ve Özel mülkiyet” adlı çalışmasıdır. Bu konuyu ayrıca Modern Şirket ve Evriminde tekrar ele alınacaktır. Ancak bu arada Wolff (1989) bu konu ile ilgili olarak, 1900–1983

⁹⁶ A.e., p.293-294.

dönemine ilişkin önemli bir çalışma yapmıştır.⁹⁷ Ona göre, 1900–1983 döneminde kişi başına düşen milli gelir yıllık reel değerler ile yüzde 1.46 artarken, gerçek servet ise hane halkı başına yüzde 0.81 artış göstermiştir. Ancak bu dönem için büyüme oranı istikrarlı olmamış; 1900–1929 ve 1949–1969 dönemlerinde çok hızlı olurken, diğer dönemlerde büyüme hızı yavaş olmuştur.

Yüzyıl boyunca kişi başına reel servet kişi başına reel gelir ve kişi başı milli gelirden daha fazla artış göstermiştir. Dahası 20. yüzyıl boyunca hane halkı servet yapısında önemli değişiklikler de meydana gelmiştir. Özellikle, mal varlıkları ve mülk varlıkları toplam varlıklara göre daha fazla artış gösterirken, öz kaynakların toplam varlıklar içindeki payı ise yarıdan çeyreğe kadar düşmüştür. Kendi evinde oturma oranı ise 1900’lerde yüzde 17 iken 1983’te ise yüzde 20 oranına yükselmiştir. Toplam varlıkların içindeki adi şirket varlıklarının oranı ise üçte bir seviyesinden %12’lere gerilemiştir. Finansal varlıklar içerisinde, en büyük artış finansal kurumlardaki yatırım ortaklıklarında meydana gelmiş, 1900’de yüzde 8 iken 1983’de ise %22 olmuştur. En değişken oranlara sahip olan değer ise şirket hisse sahipliği oranı olmuştur; toplam varlıklar içindeki oranı 1900’de yüzde 13, 1927’de yüzde 27 olmuş, daha sonra 1949’da yüzde 10’a gerilemiş, 1965’de yüzde 22 olurken, 1983’te ise tekrar yüzde 11’e kadar düşmüştür. Son olarak, emeklilik rezervleri ve sosyal güvenlik servetlerinin oranları ise 1900’de yüzde sıfır iken sırasıyla 1983’te yüzde 12 ve yüzde 48 oranlarına ulaşmıştır.⁹⁸

3.2. Batı Ekonomileri ve Modern Şirket Evriminin Sonuçları

ABD’de görülen Modern Şirket ve Evriminin gösterdiği değişimi ve ortaya çıkardığı yeni durumu öncelikle vurgulamakta yarar vardır. Çünkü bu modern şirketlerdeki evrimin ortaya çıkardığı değişim özellikle Servet (Mülkiyet) anlayışında köklü bir değişime yol açmıştır.

⁹⁷ Edward N Wolf, **Trends in Aggregate Household Wealth in the US, 1900-83**, Review of Income and Wealth, Series 34, Number 3, New York University, 1989. p. 5-7.

⁹⁸ A.e., s. 10.

3.2.1. Modern Şirket ve Evrimi

1932 yılında Berle ve Means'in çok ortaklı Şirketlerle ilgili yaptıkları çalışma, halk kapitalizmi denilen akımla ilgili süregelmekte olan değişikliklerin incelendiği ilk detaylı çalışma olarak, Amerika Birleşik Devletleri'nde büyük yankı yapmıştır. Berle ve Means araştırmalarında, şirket sistemlerinin evrimiyle, mülkiyetin değişen kapsamı arasında kuvvetli bir ilişkinin varlığını ilk defa açık bir şekilde ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre, şirket yapısındaki evrim, ilişkinin esas sebebini, buna bağlı olarak mülkiyetin değişen kapsamı ise ortaya çıkan etkiyi göstermektedir.

Amerikan iç savaş dönemi sonrasında, Amerikan ekonomik yapısında Şirket-mülkiyet sahipliği kavramı değişiklik içine girmiştir. Batıda çöken feodal yapı ve ortaya çıkan sanayi devrimi, Amerikan işletmelerinin sanayi sektöründe hayli cazip kar motifi ile büyümelerini teşvik etmiştir. 1990 yılından bu yana işletmelerin hacim ve ölçeklerindeki büyüme bugünün Modern Şirket sisteminin köşe taşlarını oluşturmuştur.⁹⁹

Dünün basit işletme tipi bugün sadece çok sınırlı bir alanda hayatiyetini devam ettirmektedir. Bugünün işletme tipi çok defa karışık bir konumdadır. Bugün işletmeler üretken mülkiyet ve "Corporate System" kapsamı içerisinde yeni bir hüviyete bürünmüştür. Bu tür mülkiyet anlayışı ile de sadece fiziki-eşya tipi bir mülkiyet düşünülmektedir. Bugünün mülkiyet anlayışında, üretim, ulaşım, dağıtım ve satış için gerekli her tür imkân ve vasıtalar düşünülmektedir. Onsuz, fiziksel yapının sadece bir hurda yığını olacağı bu sebeple Şirket ve modern mülkiyet anlayışında, tüm organizasyon kastedilmektedir. Bu ise, satıcı organizasyonundan, işçi-işveren ilişkilerine, yöneticiler hiyerarşisinden, teknik uzmanlara kadar uzanır. Bu durum yepyeni bir ekonomik düşünce ve yapıyı ortaya çıkarmaktadır.¹⁰⁰

⁹⁹ Mark S. Mizruchi, **Berle and Means Revisited: the Governance and Power of Large U.S. Corporations**, University of Michigan, Michigan 2004, p.2.

¹⁰⁰ Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, **The-Modern Corporation and Private Property**, New York, Harcourt Brace and World INC., 1967, p. 54.

Modern şirket mülkiyeti ile ilgili tavırda bir kayma, daha ziyade, finans kapitalin değişen kaynağından ortaya çıkmaktadır. Modern Şirketlerde oluşan servetler kişisel tüketimden daha çok üretime ayrılmaktadır. Ancak daha da önemlisi, oluşan servetler, artık kişisel çaba veya tercihin sonucu değil, bir organizasyon bütününe ve/veya değişen sistemin sonucu olmaktadır. Oturmuş modern bir şirketin büyük çoğunlukla dağıtılmamış karlar ve aşınma payı karşılıklarıyla finanse edilmektedir. Bu ise 1930'larda toplam fon kaynaklarının %60'ı, 1980'de ise dağıtılmamış karların %26,2'si, aşınma payı karşılıklarının %42.24'ünün yerini tutmaktadır.¹⁰¹ Bu da bize yönetici sınıflarının modern şirketlerde biriken işleminde ne denli önemli rol oynadıklarını ve mali karar alma mekanizmasında yöneticilerin gücünü göstermektedir. Şirketlerde biriken, dağıtılmayan karlar yeni kapital kaynağını oluşturmakta, bu fonlar yatırımlara ve üretime yönlendirilmektedir. Bu sebepten bankalara ve kişisel varlıklara duyulan ihtiyaç giderek azalmıştır. Tipik, modern ve oturmuş bir anonim şirket yatırım sermayesi için dış kaynaklara fazla ihtiyaç duymamaktadır. Hatta kendi dağıtılmayan karlarının ve karşılıklarının bu yeni yatırım sermayesi için yeterli gelmemesi halinde de şirket başarısını kanıtlamışsa, bu başarısının karşılığını sermaye piyasasına yöneldiğinde kolaylıkla görmektedir.¹⁰²

Modern Anonim Şirketler böylece toplanan sermayenin yasal sahibi olarak üzerinde tam bir karar verme yetkisini elinde tutmaktadırlar. Böylece modern anonim şirketler “Yeni sistem içerisinde kendi ekonomik akışı içerisinde büyümelerine devam etmektedir. Diğer yanda hisse sahipleri, artık eski konumunu yitirmişler, şimdi ise, ilk yatırımcıların torununun, torununun torunu, daha yaygın bir ifade ile binlerce defa el değiştiren (transfer free) aktiflerden ve birikmiş olan karlardan ve vergiden sonraki karlardan faydalanmayı (beneficiary owner) istemekte ve beklemektedir.” Böylece Modern Şirket Evrimi, canlı (nötr de olsa) bir alet ve araç ortaya çıkarmıştır. Şirket organizasyonun ve üretimin bir hâkim simgesi haline dönüşmüştür.

¹⁰¹ A.e., p.18 ve NIA, Federal Reserve, Flow of Funds Accounts and U.S. Department of Commerce NIA, Washington, 1983, p.15.

¹⁰² Mizruchi, a.g.e., p.25.

Bunun sonucunda Modern Şirkette Yönetim, garip bir şekilde sürekli birikim ayrıcalığına sahip, kontrol edilemeyen idareci olma güvenliğini taşımaya başlamıştır. Oysa hisse senedi sahipleri yeni sistemden sadece pasif yararlanan duruma düşmüş, bu durum ise yönetici (manager) hâkimiyeti gibi sakıncalı bir gelişmeye dönüştürmüştür.

Ancak bu dikkate değer olguyu korumak ve ele almak için bir yığın yasanın çıkarıldığını görülmektedir. Bu gerçek belki de süregelen bir eğilimden doğmaktadır. Bilhassa yöneticilerin ellerinde, üretime ayrılmış mülkiyetin (servetin) kullanılmasını gerektiren yasal kurallar, aşağı yukarı Amerikan toplumunun evrim gösteren beklentilerini karşılamakta olduğu da unutulmamalıdır. Ancak bu durum başta finansal sektörün 2008 yılında baş gösteren kriz ile gerek ABD, gerek tüm dünyayı sarstığı da unutulmamalıdır. Bu durum karşısında başta ABD ve bütün dünya ülkeleri yeniden sistemi ayağa kaldıracak yasalar çıkarma eğilimindedirler.

3.2.2. Servet (Mülkiyet) Anlayışında Görülen Değişim

Sanayi sektörünün büyümesiyle, ABD’de Çok Ortaklı Anonim Şirketler sisteminin ortaya çıkması sonucu, ekonomik sisteme hisse senedi ve tahvil sunulmasıyla, üretken mülkiyete (menkul yatırım servetine) geçiş sağlanmıştır. Böylece, ekonomik yapıda görülen ana değişim, Halk Kapitalizmi veya “Corporate System” yönünde olmuştur. Halka açık büyük anonim şirketlerin gelişiminde, hisse senetleri ve benzeri kıymetli evraklar (security) en yetkili birer araç olmuşlardır. Bu türden servetler ise doğrudan üretimi yönlendirmişlerdir. Esasında servet şekilleri önce üretim ve tüketim serveti diye ikiye ayrılmaktadır. Konumuzu ilgilendiren üretim serveti ise; tasarruf ve yatırım serveti diye tekrar kendi arasında ikiye ayrılmaktadır. Ayrıca yatırım serveti de tekrar gayrimenkul ve menkul diye ikiye ayrılmaktadır. Bu çalışmamızın kapsamında ele alınmakta olan servet türü ise menkul yatırım servetidir.¹⁰³

¹⁰³ (Çevrimiçi) http://www.turkcebilgi.com/iktisadi_sistemler/ansiklopedi, 10.Nisan.2010.

Mülkiyetin özünde yeni bir tür üretken varlığa, hisse senedi ve tahvile yönelme şeklindeki değişim yeni sistemin temelini oluşturmaktadır. Bu gelişmenin sonucu olarak da özellikle sanayi sektöründeki şirketlerde yeni yönetici sınıfı kaçınılmaz olarak ortaya çıkmaktadır. Şirket sisteminde yönetici sınıfı tercih eden kanun koyucu, şirket ve hisse sahipleri ile şirket yönetimini birbirinden ayırmıştır. Bunlar, ilki yönetsel üretken mülkiyet, diğeri de pasif mülkiyettir. Ayrıca pasif mülkiyet de kendi arasında 3 gruba ayrılmaktadır. Bunlar şahıs ya da ailelerde bulunan pasif mülkiyet şeklindeki hisse senetleri, ikincisi de aracı mutemet kurumlar (Emekli Sandıkları, Bankalar, müşterek fonlar) daki hisse senetleri sahipliği nihayet üçüncü gruptaki (sigorta şirketleri gibi) diğeri aracı kurumlardır.¹⁰⁴

Amerika’da hissedarların ya da pasif mülkiyet hisselerinin veya hissedarlarının sayısı giderek artmakta, ancak söz konusu büyük şirketlerde yönetimdeki kontrol gücü azalmaktadır. Zira şirketler büyüdükçe hissedarların yönetimdeki gücü azalmaktadır. Bununla birlikte kötü yönetim, şirkete sadakatsizlik, ya da yöneticilerin dürüst olmayan davranışları gibi durumlarda hala yönetimi etkileyebilecek güce sahiptirler. Esasen günümüzde üzerinde önemle durulan nokta, Anonim Şirketlerde yönetimin veya yöneticinin mutlak hâkimiyetine dönüşen gücünü sınırlamak amacıyla, bütün hissedarların katılımını sağlayan hissedarlar genel kurulunun oluşturulmasıdır.

ABD’de sermaye piyasasının çok erken oluşması, üretime yönelik menkul yatırım servetini organize etmesi, halka açık çok ortaklı şirketleri veya Halk Kapitalizmine gidişi önemli ve etkili bir biçimde hızlandırmıştır. Sermaye piyasasının gelişmesi ile birlikte servet anlayışında büyük değişiklikler ortaya çıkmıştır. Mülkiyet anlayışında, hisse senetleri ve kıymetli evraklar önemli yere sahip olmuştur. Mülkiyet hukuku da bu yeni gelişen şartlara göre yeniden düzenlenmiştir.

¹⁰⁴ Ali Sami Yüksel, Gültekin Rodoplu, **Sermaye Piyasası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 1980, s.6.

ABD’de mülkiyet sistemi ile ilgili değişikliklerin etkisi ilgi çekici bir aşamaya ulaşmıştır. Kişisel servetler giderek artmıştır. Menkul yatırım serveti ile ilgili istatistikler, kişisel serveti oluşturan servetlerin büyük bir bölümü, işletmelerde şirketlerin hisse senedi olarak görünmektedir. Bugün Amerikan vatandaşları artan bir oranda kendi evini, arabasını, geçimini temin etmiştir. Bu sebeple ellerinde oluşan gelirlerini hisse senedi almaya yönelik Amerikan ekonomisinde gelişmenin başarıya doğru gittiğini vurgulamaktadır.

Bugün ABD’de, hisse senedi sahipliği; Yönetimsel-üretken ve pasif-anlayışlı hisse senedi sahipliği şeklinde ortaya çıkmaktadır. Amerikan şirketlerinin artan büyüklük ve hâkimiyeti, eski mülkiyet kavramını oluşturan hak ve ayrıcalıklar paketini kendiliğinden parçalamıştır. Özellikle mülkiyetten yararlanan bireyin kişiliği- bu yeni modern şirket yapısı içerisinde- şirket yönetiminden tamamen ayrılmıştır.

Pasif mülkiyetten doğan hakların ve beklentilerin, bugün tasarruflarını bu tür mülkiyete yatan pek çok Amerikalıyı yeterince tatmin ettiği ilerde belirtilecek rakamlarla kanıtlanmış olmaktadır. 1929 yılında 4-5 milyon Amerikalının hisse senedi vardır. 1967’nin sonunda bu sayının 23 milyona ulaştığı görülmektedir. Bu hisseler, ABD’de özel kişilere ait servetin tahminen 1/3’ü kadardır. 2004 yılında ise hisse senedi sahibi olan Amerikalıların nüfusun neredeyse %50’sini oluşturmaktadır.¹⁰⁵

Ancak bu, pasif mülkiyet sahipliğinin en üst düzeyidir. Büyük miktarda hisse, kişilerin elinde değil, aracı mali kurumların kasalarında. Bu tür aracı kurumların en büyüklerinden ilki şirketlerde oluşturulan, çalışanlarının çıkarları için kurulan emekli sandıklarıdır. Bunlar çalışanlarından düzenli olarak topladıkları paraları sandıkta tutmaktadırlar. Bu tutma işlemi çoğu kez pasif mülkiyetle değerlendirme

¹⁰⁵ Zhu Xiao Di, “Growing Wealth Inequality, and Housing in the United States”, Joint Center for Housing Studies Harvard University, (Çevirimiçi) www.jchs.harvard.edu/publications/markets/w07-1.pdf, 25 Mayıs 2010, p. 19.

şeklinde olmaktadır. Sonradan üyelerine ödemede bulunmaktadır. İkincisi de “ortak fonlar” olarak bilinen, nispeten daha küçük kurumlardır.

Belirtilen bu iki gruba ilaveten, önemsiz de olsalar, bünyelerinde hisse senedi bulunduran hayat sigortası ile uğraşan şirketlerdir. Bu tür şirketler aktiflerinin yaklaşık %3’ünü hisse senetlerine yatırmaktadır. Ayrıca kaza ve yangınla uğraşan sigorta şirketleri de hatta %3’den daha da fazla bir oranda kasalarında hisse senedi bulundurmaktadır.¹⁰⁶

3.2.3. Hisse Senedi Sahipliğinin Yaygınlaşması

ABD’de ekonomik gücün birikimiyle (concentration) birlikte yaygın bir hisse senedi sahipliği ortaya çıkmıştır. Bu konu, kişiyle serveti arasındaki ilişkide, servetin değeri ve sahip olunan şeyin kendisi arasında yani servetin özelliğinde, temel bir değişim getirmiştir. Bu da bir yandan hisse senedi dağılırken öte yandan şirketlerde yönetim tamamen idaricilerin eline geçmektedir. 1932’de Berle Means “Modern Şirket ve Özel Mülkiyet” adlı kitabında ABD’deki büyük şirketlerin sahipliğinin yönetim kontrolünden ayrıldığını gözlemleyerek yeni bir çığır açmıştır. Amerika’nın çoğu büyük şirketinde hiçbir hissedar firmayı yönetebilecek kadar büyük bir hisse oranına sahip değildir. Böylece firmalarda yönetim kontrolünün odağında idareciler ve onların işe aldığı yöneticiler vardır.

Means ve Berle’nin de tespit ettiği gibi, 1920’lerden beri Amerikan ekonomisini “halk kapitalizmi” olarak adlandırmak moda olmuştur. Bu slogan yazarlar ve akademisyenler tarafından da benimsenmiştir. “Halk Kapitalizmi” özünde Amerikan sanayisinde, hisselerin halka dağılmasıyla birlikte demokratik bir karakter kazanmıştır.¹⁰⁷ Buna biz iktisadi demokrasi de demektediriz. Aşağıda

¹⁰⁶ Edward N. Wolff, **Recent Trends in Household Wealth in the United States: Rising Debt and the Middle-Class Squeeze**, New York, The Levy Economics Institute of Bard College and New York University, 2007, p.37.

¹⁰⁷ Victor Perlo, “People’s Capitalism and Stock-Ownership”, **The American Economic Review**, Vol. 48, No. 3, (Jun., 1958), p.333.

Tablo’da görüldüğü gibi, 1920–56 yılları arasında hisse senedi sahiplerinin sayısının 4 milyon’la 1930 yılındaki 11 milyon arasında değiştiği görülmektedir.

Tablo 7. ABD’de Hisse Senetlerinin Nüfusa Olan Oranı 1927–56

Yıl	Hisse Senedi Sahiplerinin Sayısı	Nüfus (milyon)	Hisse Senedi Sahiplerinin Nüfusa Oranı (%)
1927 (a)	4–6 milyon	119	3.4–5.0
1927 (b)	5–6 Milyon	119	4.2–5.0
1930	9–11 milyon	123	7.3- 8.9
1937	8–9 milyon	129	6.2- 7.0
1952	6,490,000	157	4.1
1954	7,500,000	162	4.6
1956	8,630,000	168	5.1

Kaynak:Victor Perlo, “People’s Capitalism and Stock-Ownership”, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, (Jun., 1958), p. 335.

1927 (a) A.A. Berle Jr.& G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932, p. 374.

1927 (b) ve 1930 N. R. Danielian and others, *The Security Markets*, New York, 1935, p. 49-50.

ABD’deki 1983–2004 yılları arasındaki hisse senedi sahibi hane halkı oranı ve hisse senedi sahibi olma oranları¹⁰⁸ incelendiğinde, 1983–1989 yılları arasında Amerika’da doğrudan hisse senedi sahibi hane halkı oranının biraz düştüğü görülmüştür.(%13.7’den %13.1’e) 1983–1989 dönemindeki bu durum, 1987’deki borsadaki aşırı düşüş nedeniyle olduğu düşünülmektedir.¹⁰⁹ Ancak burada en önemli gelişme 1980’lerde yaşanan LBO’ daki (Leveraged Buy Out – Kaldıraçlı Satın Alma) patlamadır. Eskiden halka açık olan birçok şirket, özel sermaye grupları tarafından özellikle finans sektörü tarafından satın alınmıştır. Böylece bu şirketler dağınık, yaygınlaşmış sahiplikten, yoğunlaşmış sahipliğe geçmişlerdir.¹¹⁰

¹⁰⁸ Hisse senedi sahibi hane halkı oranı bir ailedeki toplam hisse senedi sahipliğini göstermekte, hisse senedi sahibi olma oranı ise kişisel boyutta incelenmektedir.

¹⁰⁹ Wolff, *a.g.e.*, p.37.

¹¹⁰ John Armour and Jeffrey N. Gordon, *a.g.e.*, p.7.

Bunun tersine 1989'dan 2001 yılları arası hisse sahipliği oranında büyük bir artış olmuştur. Hanelerin doğrudan hisse sahipliği oranı 1989'daki %13,1'den 2001'de %21.3'e yükselmiştir. Hane halkı dolaylı hisse sahipliği oranı ikiye katlanmış, 1989'daki %23.5'lik oran, 2001'de %47.7 olmuştur.

Fakat daha sonraki 3 yılda (2001–2004) hisse sahipliğinde önemli bir azalma görülmektedir.¹¹¹ Bu eğilim 2000-2001'deki borsadaki ani düşüşü de yansıtır ve daha ziyade 2004'teki müdahalenin sonucu olarak da kabul edilmektedir. 2001–2004 senelerine bakıldığında, hisse sahipliği oranının sadece çok az bir oranda azaldığı görülmektedir.¹¹²

2004'de, doğrudan veya dolaylı hisse sahipliği oranı yarıya düşmüştür. Bu oran 1998'deki %48.6'lık oran seviyesiyle aynı, 2001'deki %51.9'luk zirve oranından aşağıdadır. Dahası, 2001'de bu ailelerin çoğunun %35 oranında hisse senedi sahipliği vardır ama \$ 5,000 veya daha fazla değerdeki hisse senedi sahipliği oranı %40'dan azdır. Sadece %30'u \$10,000'lık veya daha fazla hisse sahibidir ve sadece %22'si \$25,000'lık hisse sahibidir. Gene 2004 yılında doğrudan ve dolaylı hane halkı hisse sahipliği gelirlerindeki oranı ikiye katlanarak 1989'da %10.2 iken 2001'de %24.5 olmuştur. Bu artış o yıllardaki %171'lik hisse fiyat artışını da yansıtmaktadır. Ancak, 2001–2004 arasında bu oran %17.5'e gerilemiştir. Bu değişim sadece o yıllardaki borsadaki durgunluğu değil, aynı zamanda ailelerin sermaye piyasalarından da çıktığını da göstermektedir. Doğrudan hisse sahipliğinin toplam oranı 1989 yılındaki %54'lik değerden, 2004'de %37'ye düşmüştür.¹¹³

3.2.4. Menkul Kıymetler Borsası Kanalıyla Çok Ortaklı Şirketlerin Yaygınlaşması

Şirketler temelde iki finansman kaynağına sahiptir. Bu iki kaynak; hisse senedi ve banka veya benzeri kurumlardan borçlanma olmuştur. Şirketlerin hisse çıkarma yoluyla finansmanı genellikle ABD ve İngiltere gibi hisse senedi

¹¹¹ Wolff, a.g.e, s.37.

¹¹² A.e., s 38.

¹¹³ A.e.

piyasalarının çok geliştiği ülkelerde görülmektedir. Bu ülkelerdeki sosyal politikalar, şirketlerin büyüyerek mülkiyetin yüz binlerce kişi tarafından bölüşüldüğü pek çok dev şirketlere dönüşmesini sağlamıştır. Böyle büyük şirketlerde, hisselerin çoğunluğunu belli bir grubun veya kişinin elinde olmaz, şirketlerde yönetim menajer (manager) olarak adlandırılan profesyonellere bırakılmıştır. Böylece mülkiyeti elinde tutanlarla yönetimi elinde tutanlar farklılaşmıştır. Bu durum güçlü bankacılık sistemine sahip olan Kara Avrupa ekonomileri; Almanya ve Fransa gibi ülkelerde ise farklıdır. Bu ülkelerde şirketlerin hisseleri genellikle bankaların veya bazı ailelerin elindedir ve şirket yönetimi söz konusu ailelerin üyeleri ya da banka yönetiminin atadığı idareciler tarafından yerine getirilmektedir.¹¹⁴

ABD’de sermaye piyasasının çok erken oluşması, üretime yönelik menkul yatırım servetinin organize edilmesi, servet anlayışındaki büyük değişiklikler ve mülkiyet hukukunun yeniden düzenlenmesini sağlamıştır. Bu sosyal politikalar ve değişiklikler büyük şirketlerin büyümesine, patentler, tarifeler, sübvansiyonlar ve diğer monopolcu yardımlarla taraftar olmuştur. Sonuç olarak, büyüyen pazarlar, değişen teknoloji, zevklerin ver tercihlerin hâkim olduğu bir ekonomide, firmaların büyümesi, kar arayışlarından daha verimli tesis veya satış kanalı inşası ile veya birleşmeyle gerçekleştirmeyi aramaktadır. Bugüne kadar görülen gelişmelerde bunların çoğu, sağlıklı büyümeyi temsil etmektedir.

Amerikan ekonomisinde özellikle 1900 sonrası görülen iktisap etmelerdeki olağan üstü artış, dikkat çekicidir. Bu şirketler arasında görülen iktisap etmelerdeki artışlarda bir şirket diğerini ya kontrollü hisse senedi almak, aktiflerin tamamını veya bir kısmını satın almak, kiralamak ya da kendi hisse senetleriyle (iktisap edilen) diğer şirketlerin hisse senetlerini değiştirmek suretiyle iktisap edebilmektedir.

1880’lerde şirket kurucuları, birleşen şirketlerin faaliyetlerini koordine edip, vekillere kontrollü şirket hisseleri devrederek, vakıfları (mutemetlik büroları) şirket birleştirmede kullanmıştır. Mutemetlik büroları feshedilince, kurucular stratejik

¹¹⁴ E. Berglöf, **Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison Of Financial Systems**, Great Britain, 1990, pp.249-251.

hisseleri satın alıp, tali şirketlerin birleştirilmiş faaliyetlerine müsaade eden holding şirketlere başvurmuşlardır.

1950'lerden beri holdingler; Amerikan firmalarının çeşitlendirme ve büyüme için yoğun çabalarından ve yatırım ortaklığı karşısı baskının yatay ve dikey birleşmeleri yasaklanmasından dolayı, birleşmelerin en sık görülen türü olmuştur.¹¹⁵

Sermaye piyasasının henüz gelişme döneminde ve aile şirketi anlayışının hala güçlü olduğu Türkiye'de ise küçük tasarrufların ekonomiye kazandırılması ve servetin (mülkiyetin) tabana yayılması amacıyla, birçok farklı girişim olmuştur. Bu girişimlerden en önemlilerinden biri 1970'li yıllardaki yurt dışında çalışan işçilerin tasarruflarını ülkeye çekmek amacıyla başlatılan işçi şirketleridir. Bu girişim daha sonraları hızla yayılmış, işçi şirketlerinin sayısı 1983 yılında 322'ye ulaşmıştır. Fakat bugün bu şirketlerin çok azı hala ayakta ve ayakta olanlar da işçi şirketi niteliğini kaybetmiştir. 1980'li yıllarda ise yine küçük yatırımcıların ortak girişimi olan kooperatifler kurulmaya başlanmıştır. Ancak bu girişim de, ortakların mağduriyeti ile sonuçlanan olaylardan dolayı başarılı olmamıştır. Sonuç olarak, Anadolu ve yurt dışındaki tasarrufların yatırıma dönüştürmede önemli başarı elde eden çok ortaklı şirketlerin bir model oluşturabilmesi, ortakların mülkiyet haklarının korunması, şirketlere ilişkin bir güven ortamının yaratılması ve bunun kurumlaştırılmasına bağlıdır. Bunu sağlamak için de, ABD modelinde görüldüğü gibi, sermaye piyasaları ve borsaların gelişmesi ve etkin olması için sosyal ve ekonomik politikalar gerekmektedir.

3.2.5. Menkul Kıymetler Borsası'nda Kurumsal Hissedarlığın Yaygınlaşması

Kurumsal hissedarlık denince, mali piyasa enstrümanları olarak aracı kurumlar, yatırım fonları, emeklilik ve sosyal sigorta kurumları anlaşılmaktadır. Bu kurumlar vasıtasıyla hisse senedi sahibi olma oranı gittikçe yaygınlaşmış ve küçük

¹¹⁵ Brian Cheffins and Steven Bank, "Is Berle and Means Really a Myth?", Business History Review 83 (Autumn 2009).

tasarruf sahiplerinin borsaya olan ilgileri artarken daha fazla hisse senedi almayı tercih etmiş veya mecburen emeklilik fonu gibi enstrümanlar aracılığıyla borsaya girmiştir.

Goldsmith yaptığı araştırmada mali araçların toplam oranlarının 1900’da %7.9, 1929’da %14.2 ve 1949’da %23.6’ya yükseldiğini tahmin etmiştir.¹¹⁶ Bu çalışmada ele alınan yatırım araçları, sigorta şirketleri, yatırım bankaları ve yatırım fonlarıdır. Ancak bazı yazarlar bu durumun çelişkili olabileceğini de belirtmiş; finansal kurumlarındaki hissedarlık varlıklarının, sermayenin alt tabana dağılımını göstermediğini, hatta kurumsal sahipliklerin sermayenin tepedekilerin elinde yoğunlaştığının diğer bir göstergesi olduğunu savunmaktadırlar.

Tablo 8’de New York Borsası’nda 1954 sonu itibarıyla kurumsal hissedarların yoğunluğunu göstermektedir. Toplam değer 250–268 milyar ABD doları olarak değerlendirmektedirler. Bu yüzden, kurumlar 1954’te toplamın dörtte birine sahip iken, buradaki finansal kurumların oranı ise bunun %21–22 civarındadır.

Tablo 8’de kurumların elindeki hisselerin yapısının müşterek olduğu açıkça görülmektedir. Hayat sigortası şirketlerinin sahiplikleri genellikle müşterektir ve buna karşın yatırım bankaları, müşterek-fon yatırım şirketleri ve emeklilik fonları 12,960 milyon ABD doları değerindedir. Bunun yarısına yakını, 5,840 milyon müşterek-fon hissedarlıklarıdır. Çünkü bu hissedarlıklar doğrudan hissedarlık tahmini sayısına da dâhil edildiği için, üretim araçlarının sahipliği oranına artı bir katkı olarak temsil edilmezdirler. Böylece milyonlarca insanın ortak olduğu 7,120 milyon birleşmiş müşterek kurum yatırımları doğrudan olmayan yatırımlardır, ancak zayıflatılmışlardır. Bu toplam, tüm kurumsal hissedarların onda birine ve kabaca toplam borsa değerinin %3’üne tekabül etmektedir.

¹¹⁶ R. W. Goldsmith, **The Share of Financial Intermediaries in National Wealth and National Assets, 1900-1949**, New York, 1954, p. 69.

Tablo 8. Varlık Teminatlarının Tahmini Kurumsal Sahipliklileri, 1954 (m\$)

Kurum Tipi	Piyasa Değeri
Finansal Kurumlar	
Banka-yönetimli kişisel güven fonları	37,8
Yangın ve kaza sigortası şirketleri	6,46
Açık-uçlu yatırım şirketleri Yatırım fonları	5,84
Hayat sigortası şirketleri	3,4
Kapalı-uçlu yatırım şirketleri	1450
Müşterek tasarruf bankaları	620
Ara toplam	55,57
Diğer Kurumlar	
Emeklilik fonları	3100
Üniversite vakıf fonları	2500
Vakıflar, dini ve diğer toplum organizasyonları	5100
Toplam	66270

Kaynak: U.S. Senate, Committee on Banking and Currency, Staff Report, "Factors Affecting the Stock Market", Washington D.C. 1955, p.96.

Diğer kurumsal hissedarlıkla ilgili nokta ise banka-yönetimli kişisel güven fonlarıdır. Bu eğilim 20.yy boyunca sürmüştür, fakat baskınlığı dalgalanmalı olmuştur. Bunların toplama oranı gittikçe büyümüştür. Goldsmith'in verilerine göre 1900'da % 5.1 iken 1929'da 8.4 ve 1949'da %15.2 olmuştur.¹¹⁷

Bu durum yaygın hissedarlığı getiren Halk Kapitalizmi'nin kanıtıdır yoksa hala belirli grupların hissedarlık oranları devam mı etmektedir sorusunu akıllara getirmektedir. 1954 yılında milli bankaların saklama ve portföy yönetim bölümlerinin (trust) 289.000 kişisel hesabını idare ettikleri ve bu hesapların 43,4 milyar dolar varlığa tekabül ettiği bilinmektedir. Bu tür yatırım araçlarının ana

¹¹⁷ Goldsmith,a.g.e., p. 69.

yoğunluğu New York'tadır ve eyalet bankalarının ellerindedir, çoğu da sayman hesaplarına dâhil edilmemiştir.¹¹⁸

Bu rakamlarda açıkça, büyük orandaki hissedarlığı ve diğer varlık sahipliğini kontrol eden bankaların saklama ve portföy yönetim bölümlerinin (trust) sadece birkaç yüz bin hesabı temsil ettiğini göstermektedir. Bir kişi birden fazla yatırım ortaklığından yararlanabildiği için aynı ailede bireyler farklı yatırım ortaklıklarına bölünmekte, aile sayıları hesap sayılarının çok küçük bir bölümünü oluşturmaktadır. Kısacası, yatırım ortaklığındaki varlıklar az sayıdaki ailelerin elinde olduğu görünmektedir.

3.2.6. Mülkiyet Sahipliği ile Yönetimin Giderek Birbirinden Ayrılması

Bir ülkede iş hayatına etkin katılım sadece bir şirketin hissedarlığından faydalanmak değil, aynı zamanda şirket ilişkilerinde de bir nebze olsun etkili olmaktır. ABD'de milyonlarca küçük hissedarın veya yüz binlerce orta-ölçekli hissedarın şirket ilişkilerindeki etkisinin çok az olduğu noktaya konuyu uzatmak nadiren gereklidir. Bu yatırımcıların çoğu şirketi görmezden gelir ve kendilerine gönderilen yıllık raporlar kadar konuyla ilgilenmektedir. Yüksek oranla halka iştiraki olan şirketlerin yıllık toplantılarında bile çok az küçük yatırımcı temsil edilmektedir.

Dahası, tüm yatırımcılar beklenmedik şekilde güçlerini birleştirecek olsa bile oyları şirket kontrolüne yine yeterli gelmemektedir. Hissedarların %94'ü (20.000 dolardan az hisse değeri olanlar) sadece toplam değer %15-18'ini ve oylarında o kadarını temsil etmektedir. %55'in ise sadece 100 dolar ve daha az hissesi olduğu için, bu rakam toplamın % 1'ine tekabül etmektedir ve oldukça güçsüzdür. Diğer yandan, 100.000 dolarlık ve daha fazla hissesi olan 50.000 birim toplamın üçte ikisini elinde tutmaktadır, bu 50.000 birim şirket ilişkilerinde asıl söz sahibidir, yani baskın güç bu azınlıktadır.¹¹⁹

¹¹⁸ Perlo, **a.g.e.**, pp. 333–347.

¹¹⁹ **A.e.**, s.345.

1937–1939 arasında, en büyük 20 hissedar finansal olmayan 200 şirkete tek başına söz sahibi olup, borsanın toplam değerinin %31.6’sına ve hisselerin de %30.47’sine sahiptir. Kısacası, bu 20 büyük hissedar borsanın üçte bir oyuna sahiptir ve şirketlerdeki oylamaların etkin olarak taraflarıdır. Bu yüzden, Samuelson bu şirketlerle ilgili şöyle yazmıştır: “en büyük azınlık hissedar grupları tüm oyların beşte birine sahiptir. Bu oran işlerin yürütülmesi için gerekli oyları sağlar”. Son yıllardaki oy verme hakkı raporları en büyük hissedarların şirket yönetimi konusunda dediklerinin olduğunu söylemektedir. Yani, oylamalar küçük hissedarlar grupları arasında değil, dev hissedarların rakip grupları arasında geçmektedir.¹²⁰

Kontrolün yoğunluğu daha sonra kurumsal hissedarlara ilerlemiş, özellikle büyük bankalarda bu durum oluşmuştur. 1954’de sadece 9 New York bankası, şehrin kişisel yatırım ortaklığı hesaplarının beşte dördünü elinde tutmakta ve buda milli toplamın üçte ikisini oluşturmaktadır. Bu bankalar savaş öncesi gittikçe en büyük hissedar arasına girmeye başlamıştır. The National City Bank en büyük finansal olmayan 10 şirkette 8. sıradadır. Hannover Bankası ise 6. Sıradadır ve bu durum da yönetim kurullarındaki etkilerini ortaya koymaktadır.¹²¹

Sonuç olarak, hiçbir küçük hissedarın büyük şirketlerin yönetiminde bulunduğu görülmemektedir. 1930’lardan beri bu gelenekte önemli bir değişiklik olmamıştır. Dahası, yönetim kurulundaki bireyler ölseler veya emekli olsalar bile, Amerikan Telekom, General Elektrik veya çoğu diğer şirketlerinde görüldüğü gibi, şirketlerin menfaatleri aynı kalmaktadır. Bu tür büyük şirketlerde sadece finansal kurumlar açısından değişiklikler görülür, küçük hissedarların yönetimde söz hakkı olmadığı gibi, bu tür şirketlerin yönetiminde genel olarak değişiklik çok nadir görülmektedir. (AT&T örneği gibi).¹²²

¹²⁰ A.e., s. 346.

¹²¹ A.e.

¹²² A.e., s. 347.

3.2.7. Yaygınlaştırılması İstenen Hisse Senetlerinin Tekrar Belirli Kurumlarda Toplanması

Pay sahipliğinin birkaç yöneticinin elinden çok sayıda yatırımcının ellerine geçişi, bu yatırımcılar kalabalığının kimler olduğu, hangi gelir sınıflarından geldikleri, bir başka deyişle milli sanayilerin şimdilik sahiplerinin kimler olduğu sorusunu akla getirmiştir. Aşağıdaki tablolarda görüleceği gibi; en üst %1'lik grup tüm hisselerin % 38.3'ünü elinde tutmakta, sonraki %19 ise %52.8'i ve alttaki %80'lik kısım ise (ki bu kısım halkın büyük bir çoğunluğunu oluşturmakta) sadece %8.9'u hisse senedi sahibi olmaktadır. (Tablo 9) Açıkça görülen şudur ki; hisse senedi sahipliği oranı gelirle doğru orantılı bir şekilde düşmektedir. Zenginlerin % 88.4'ü \$10,000'dan fazla değeri olan hisse sahibi iken, orta sınıfta oran yüzde 22.1 ve en alt sınıfta ise sadece yüzde 2'dir. (Tablo 10)

Tablo 9. 2001–2007 Yılları Arası ABD’de Hisse Senedi Sahiplerinin Zenginlik Yapısı

	Hisse Senedi Sahipliği Oranları:		
Zenginlik Sınıfı	2001	2004	2007
Tepedeki 1%	33.5%	36.7%	38.3%
Sonraki 19%	55.8%	53.9%	52.8%
En Alttaki 80%	10.7%	9.4%	8.9%

Kaynak: Edward N. Wolff, **Recent Trends in Household Wealth in the United States: Rising Debt and the Middle-Class Squeeze**, New York, The Levy Economics Institute of Bard College and New York University, 2007.

Tablo 10. 2001- 2007 Yılları Arası ABD’de Hisse Senedi Sahiplerinin Zenginlik Yapısı

	Sahip oldukları Hisse Değeri Yüzdesi:		
Zenginlik Sınıfı	\$0 (Hisse Senedi Yok)	\$1- 10,000	\$10,000’dan Fazla
Tepedeki 1%	7.4%	4.2%	88.4%
95–99%	7.8%	2.7%	89.5%
90–95%	13.2%	5.4%	81.4%
80–90%	17.9%	10.9%	71.2%
60–80%	34.6%	18.3%	47.1%
40–60%	52.3%	25.6%	22.1%
20–40%	69.7%	21.6%	8.7%
En Alttaki 20%	84.7%	14.3%	2.0%
TOPLAM	50.9%	17.5%	31.6%

Kaynak: Edward N. Wolff, **Recent Trends in Household Wealth in the United States: Rising Debt and the Middle-Class Squeeze**, New York, The Levy Economics Institute of Bard College and New York University, 2007, p.36.

Wolff’un araştırmasından çıkan rakamlar hisse senedi sahipliğinin 1980’lerden sonra dağılık sahiplikten yoğun sahipliğe geçtiğini kanıtlar niteliktedir. Sonuç olarak görünen şudur ki; hisse senedi sahipliği bazı gelir ve meslek gruplarına eşit olmayan bir şekilde dağılmıştır.

Bu sonuç akıllara Halk kapitalizmi’nin ne kadar başarılı olduğu sorusunu akla getirmektedir. Bir yandan araştırmalardan çıkan rakamlar (özellikle 1920’lerden sonra) hisse sendi sahipliğinin arttığını göstermektedir. Bu rakam 1920’den günümüze, her ne kadar iniş-çıkışlar göstermiş olsa da, şu bir gerçektir ki ABD’de hisse senedi sahipliği oranı diğer birçok ülkeye göre çok fazladır. Sonuç olarak halk kapitalizmi hedeflediği amaçlardan birine ulaşmıştır. Bu da hisse senedi sahipliğinin artması yani yaygınlaşmasıdır. Yalnız burada atlanılmaması gereken en önemli husus ise artan hisse senedi sahipliği oranı Halk Kapitalizmi’nin vaat ettiği ekonomik demokrasinin sağlandığı anlamına gelmemektedir. Burada sorulması gereken hayatî soru hisse senedi sahiplerinin kimler olduğudur. Çünkü ekonomik demokrasi güçlü bir orta sınıf gerektirmekte ve sosyal refah böyle sağlanabilmektedir. Wolff’un

araştırması bu yüzden büyük önem taşımaktadır. Hisse senetlerinin tekrar belli ellerde toplanması servetin dengeli bir şekilde dağılımını engellemektedir.¹²³

¹²³ **A.g.e.**, s. 347.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GÜNÜMÜZDE SERVETİN OLUŞUMUNDA VE YAYGINLAŞTIRILMASINDA MENKUL KIYMETLER BORSASININ ROLÜ VE ÖNEMİ

4.1. Menkul Kıymetler Borsasının Yapısı, İşleyişi ve Şirketler Açısından Önemi

Gelir ve servetin oluşumunda en önemli unsur kişi ve/veya hane halkının geliridir. Bu gelir de, özellikle şirketlerdeki hisse senetlerine konu olan tasarruflarla ilgilidir.

Gelir bilindiği gibi, tüketim ve tasarruftan oluşmaktadır. Tasarruflarında yatırıma yönelmesiyle yeni gelirlere ve servetlere ulaşılmaktadır. Ancak burada tüketimi de unutmamak gerekmektedir, çünkü tüketim harcamaları da yeniden gelirlerin büyümesini sağlamaktadır. Bu öyle bir dengedir ki, gelir hem tüketimi hem de tasarrufu beslemelidir. Tasarruftan yeni gelire yani servete, buradan tekrar tüketime ve yeniden tasarrufa ve yeniden üretime gibi bir daimi dönüşüm söz konusudur.

Buraya kadar olan çalışmaların ortaya çıkardığı en önemli husus, tasarrufların üst gelir gruplarında oluştuğudur. Yoksa alt gelir gruplarının örneğin işçi gelirlerinin tamamı neredeyse tüketime gitmektedir. Esasen işçi gelirinin artmasıyla birlikte sadece dayanıksız tüketim mallarından dayanıklı tüketim mallarına doğru bir kompozisyon değişikliği olmaktadır. Yoksa yoksulluk sınırının hemen üstünde yer alan bu bağımlı çalışanlar grubundan olan işçiler tek başlarına yatırıma yönelecek kadar bir tasarrufu çıkarmaları imkânsızdır. Sadece ufak tasarrufları bir araya getirerek bunları bir organizasyon veya şirket etrafında toplamak gerekmektedir. İşte bu konumu sağlayan hususta sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasıdır.

Gerçi Türkiye’de sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasının henüz olmadığı veya gelişmediği dönemlerde ortaya çıkan hemşeri şirketleri de ufak tasarrufları bir araya getirmiştir. Fakat bu hemşeri şirketlerinin de gelişemediği, sonradan kapanıp gittikleri görülmüştür. Hatta o kadarki, büyük çapta Türkiye’ye has olan ve genelde tarıma dayalı kooperatif birliklerinin, 1980’lerde esen küreselleşme rüzgânı önünde sürüklenen hükümetlerin desteğini çekmesiyle çökmüşlerdir. (Tekel ve Çuko Birlik, Ant Birlik, Tariş, Fisko Birlik, v.s gibi.) Oysa bunlar kendi kaderlerine terk edilme yerine özerkleştirilerek sermaye piyasasına çekilmesi sağlanmalıydı. Öte yandan yine Kardemir örneği de sistemin nasıl çalışması gerektiğinin kavranması açısından büyük önem taşımaktadır. İşçi geliri sadece tüketimden oluştuğu için, doymamış tüketim ihtiyacı olan işçilere böylesine bir servet verilince her bir işçi eline geçen bu hisse senedini, yani küçükte olsa bu servetini, hemen paraya çevirmenin yolunu araştırmış ve satmıştır. Oysa bunun yerine o bölgeden tasarrufu olanlara ve imkânı olan Kardemir işçilerine satılarak özelleştirme yapılısaydı bu girişimin daha yararlı olması söz konusu olabilirdi.

Sonuç olarak, hem servetin yaygınlaştırılması hem de sağlıklı bir ekonomik kalkınmanın yolunun, düzgün işleyen bir sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasından geçtiği de görülmektedir. Burada küçük tasarrufların toplanıp değerlendirileceği düzgün işleyen ve halka güven veren bir sermaye piyasasına ve menkul kıymetler borsasına ihtiyaç vardır. Yoksa ABD’deki bazı çevrelerde benimsenen, “borsa istikrarı sevmez, zaten borsa risktir” diyen bir düşüncenin yönlendirdiği bir borsa sadece ekonomik bir yıkıma neden olacaktır. Onun için Türk borsasının hatalardan ders alarak halka güven veren, denetimi ve kayıt sistemi düzgün işleyen bir yapıda gelişmesi sağlanmalıdır.

Onun için ülkede, servetin, tasarrufun, ancak üst gelir grubunda oluştuğu gerçeği unutulmamalıdır. Ancak bu servetin de, sistemin istikrarı için küçük bir azınlık grubun elinde toplanmamalı, yani toplumda tekelleşmeye yol açmamalıdır. Bugün ABD’de görülen devasa boyutlardaki servetlerin (özellikle 1980’lerden sonra) kurumsal hissedarlık gibi yeni oluşumlarda kendini göstermesi ve bu servetlerin

kime ait olduğunun örtülmesi de toplumda yeni sıkıntılara ve tartışmalara yol açmaktadır.

ABD ekonomisinin gelişiminde, sermaye piyasaları ve menkul kıymetler borsalarının önemi çok büyüktür. ABD’de, ilk defa 1932 yılında Berle ve Means Amerikan ekonomisinin idari kapitalizme kaydığını belirtmiştir.¹²⁴ Bunu sağlayan unsur da hiç şüphesiz ABD’deki sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasıdır. Berle ve Means bu çalışmasında, borsalar kanalıyla Amerikan şirketlerinde, hisse sahipliğinin yayılması sonucu hisse sahipliği ile yönetimin birbirinden ayrıldığını gözlemleyerek yeni bir çığır açmıştır.

Berle ve Means hisselerin yaygınlaşması sonucu, şirketlerde yönetimin ve genel kurula katılamayan hissedarların vekâletinin kanunla profesyonel yöneticilere geçmesinin yönetici hâkimiyeti sorununa yol açtığını belirtmiştir. Ancak bu sorundan başka bir sorun da ortaya çıkmıştır. Hisseler çok kişiye dağılınca, risk unsuru da çeşitlenmiş, şirketlerin öz sermaye taşıdığı risk azalmıştır, fakat bunun karşılığında da yöneticileri koordine etme ve denetleme imkânı azalmıştır. Böylece ABD’de kontrol edilemeyen tam bir yönetici diktatörlüğü ortaya çıkmıştır.¹²⁵

ABD’de, özellikle 1990’lardan sonra sermaye piyasası işlevinin giderek bozulması ve servetlerin belli ellerde tekelleşmesinin doğurduğu sakıncalar küreselleşme ile de bütün dünyayı etkilemiştir. 2000’lerden sonra da ABD başta olmak üzere bütün dünyada ekonomik kriz dalgası 2008 yılına kadar giderek yayılmıştır. Nihayet başta ABD olmak üzere dünya ekonomik krizi 2008’de patlak vermiştir.

ABD’de sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasında denetlenemeyen şirket yöneticileri ile başlayan ekonomik kriz bütün dünyayı kasıp kavurmuştur. Bu nedenle sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasının ne derece önemli olduğunu

¹²⁴ John Armour and Jeffrey N. Gordon, **a.g.e.**, s.1.

¹²⁵ Kenneth Lipartito ve Yumiko Morii, “Rethinking the Separation of Ownership from Management in American History”, (Çevirimiçi) <http://www2.fiu.edu/~lipark/Berlereint.pdf>, 25 Nisan 2010, p.2.

ve şirketlerle olan yakın ilişkisinin ülkelerin ekonomik, sosyal ve siyasi yapılarını nasıl etkilediği çok önemli bir noktadır.

ABD’de özellikle de 2008 ekonomik krizi sonrasında, geniş bir yoksul kesimin ortaya çıkmasıyla toplumda yeni bir kutuplaşmayı ve dolayısıyla da sistemin yargılanmasını da gündeme getirmiştir. Ancak (ne var ki), başkan Obama, o güne kadar çıkarılamayan sağlık reform kanun tasarısını 2010 yılında çıkararak geniş yoksul gruplara biraz da olsa devletin yardım elini uzatabilmiş, alt kesimdeki büyükçe bir grubu rahatlatmıştır.

Bu sebeple, ABD’deki bu gelişmelerden ders alarak, tasarrufların geniş bir orta sınıfın elinde oluşması hem ekonomik hem de sosyo-politik açıdan arzulanan bir konumdur. Zaten bir toplumda siyasi demokrasi kadar iktisadi demokrasi de önemlidir. Siyasi demokraside nasıl tüm bireylerin katılımı şart ise, iktisadi demokraside de bireylerin en azından geniş bir orta sınıfının hisse senetleri ile şirketlere mümkün olduğunca katılımının sağlanması o derecede şarttır. Yoksa ABD’de örneğinde görüldüğü gibi, şirketlerin yöneticilere kalması ve tekelleşmesi sonucunda gelinen nokta açıktır. Bu nedenle, toplumda siyasi, ekonomik ve sosyal denge ve demokrasi elzemdir. Günümüzde siyasi ve ekonomik demokrasiye en uygun model olarak da İsviçre gösterilmektedir.

İktisadi demokrasi söz konusu olduğunda, bu yaklaşımı simgeleyen çok ortaklı anonim şirketlerle, bunun yaşamasını ve büyümesini sağlayan ve o ortamı hazırlayan sermaye piyasası ve özellikle menkul kıymetler borsası incelenmelidir.

Şirketler sermayelerini, tasarrufların kullanılabilir gelire dönüşmesiyle sağlarlar. İktisatçı dilinde tasarruf, bankadaki mevduat değildir. Sermaye piyasalarında kullanılabilir gelir (disposable income) sağlayan unsurlar ise, hanehalkı, firmalar, hükümet ve yabancılarıdır. Sermaye piyasasına kullanılabilir gelir sağlayan hanehalkının veya kişilerin kullanılabilir geliri yani serveti ise; ev, bono (tahvil), hisse senedi ve emtia’dır. İşte günümüzde sermaye piyasaları, bir yandan stok olarak duran hanehalkının kullanılabilir gelirini piyasa çeken, öte yandan da

bunları akışkan (flow) kıymetli evraka yani menkul değerlere dönüştüren bir işleve sahiptir.¹²⁶

Sermaye piyasasında hane halkı veya kişilerin ellerindeki stok olarak duran tasarrufları, kullanılabilir gelire yani akışkan kıymetli evraka dönüştüren şirketler ise; portföy şirketleri (Mutual funds), emeklilik şirketleri (pension funds), sigorta şirketleridir. (Insurance funds)¹²⁷

Portföy şirketlerinin yönettiği para, Türkiye’de 25 milyar dolar, ABD’de 15 trilyon dolardır. Türkiye’deki fonların birikimi 25 milyar dolar, GSMH ise 700 milyar dolar, kaldıraç etkisi ise %25’tir. Oysa ABD’de kaldıraç etkisi %100’dür. ABD’nin GSMH ise 13 trilyon dolardır. Bu yüksek kaldıraç etkisinin kriz nedeniyle fazla kullanıldığı belirtilmektedir. ABD’nin şirketler kesiminde kullanılan kaldıraç %50, Türkiye’de şirketler kesiminde kullanılan kaldıraç ise %35’tir.¹²⁸

Bir yanda stok olarak duran hanehalkının kullanılabilir gelirini piyasaya çeken, öte yandan da bunları akışkan (flow) kıymetli evraka yani menkul değerlere dönüştüren sermaye piyasaları süreci birincil ve ikincil piyasa diye ikiye ayrılır.

Birincil piyasa (primary market), tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonlar ile (yani fon arz edenler ile) fon talep eden şirketler arasında tasarrufların menkul kıymete dönüştüğü bu işlevin yapıldığı piyasadır. Burada tasarrufunu menkul kıymete çeviren kişi ve kurumların, ellerindeki menkul değerleri istediğinde paraya çevirebilme kolaylığı sağlayan bir sisteme ihtiyaç vardır. Bu ihtiyacı da ikincil piyasa karşılamaktadır. Buradaki esas düşünce, kişi ve kurumların ellerindeki bu menkul kıymetleri istediği an satabilmesi yani paraya çevirebilmesidir. (likide edebilmesidir) İkincil piyasalar bu ihtiyaca cevap vermek üzere kurulmuştur.¹²⁹

¹²⁶ Karşlı, a.g.e.,s.47.

¹²⁷ A.e., s.173-174.

¹²⁸ Ümran Demirörs, **Krizin Nedenleri ve Sermaye Piyasaları**, 18.05.2010 tarihinde İ.Ü İktisat Fakültesinde verdiği konferans notundan

¹²⁹ Karşlı, a.g.e.,s. 31-33.

Sermaye piyasasında, birincil ve ikincil piyasalar arasında sarsılmaz ve güvene dayanan bir ilişki vardır. Bu piyasalarda, bugüne kadar önem sırasına göre öncelik ikincil piyasalardadır. Ancak birincil piyasa olmadan da ikincil piyasa olmayacağı da bir gerçektir. Esasında bu iki piyasa eşanlı olarak gelişmişlerdir fakat ikincil piyasanın önemi piyasadaki likidite ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Yani istendiğinde menkul kıymetin tekrar satılarak paraya dönüştürülebilmesidir. Fakat burada yani ikincil piyasada da menkul kıymetlerin suni bir arz ve taleple fiyatlarının güdümlenmesi (manipülasyon) bugün ciddi bir sorun olmaktadır.

Halka arz konusunda tasarruf sahiplerini düşündüren önemli engellerden birisi de ikincil piyasadaki bu menkul kıymetlerin fiyatlarının suni bir arz- talep ile güdümlenmesidir. Ayrıca halka arzdaki engellerden diğeri de öz kaynak karlılığı ile dış kaynak karlılığı arasında farktır. Bu fark şirket lehine ise o zaman pazarlanması ve kaldıraç etkisinin devreye girmesi kolaylaşmaktadır.¹³⁰

Nihayet, bazı şirket sahiplerinin cehaletinden kaynaklanan korkular sebebiyle de halka açılmalar engellenir. Bunların da başında gelen husus, yönetimi kaybetme ve şirkete yeni hissedarlar gelirse, birçok yeni insana hesap verme korkusudur. Ayrıca, kayıt altına girme korkusu sonucunda şirketler, vergiden kaçınmanın getirisi kayıt altına girmenin maliyetinden fazla çıkması durumunda halka açılmayı reddederler. Ancak yeni ticaret kanunu ile sermaye piyasası kanunu eşanlı olarak düzenlenip müsait hale getirililiği takdirde bu engel de ortadan kalkmış olmaktadır.¹³¹

Oysa ekonomik kalkınmanın ve servetin yaygınlaştırılmasının motoru olan sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasının şirketler açısından korkulacak bir yönünün olmadığını bilakis arzulanan, faydalı bir piyasa olduğunun bugünün dünyasında anlaşılması gerekmektedir. Sermaye piyasasını sayesinde şirketlerin kota edilerek, kurumsallaştıkları ve aynı zamanda itibar kazandıkları halka anlatılmalıdır.

¹³⁰ A.e., s. 32.

¹³¹ Emin Çatana, **Krizin Nedenleri ve Sermaye Piyasaları**, 18.05.2010 tarihinde İ.Ü İktisat Fakültesinde verdiği konferans notundan.

Sermaye piyasasında halka açık anonim şirketlerin denetlendiği, uluslararası raporlamalara tabi olmaktadır. Bu durum halka açık olan şirketlerin daha itibarlı olmasını sağlamaktadır. Ancak menkul kıymet fiyatlarının manipülasyondan ve hileli yönlendirmelerden uzak, mali bilânçoların doğrultusunda açıklanması gerekmektedir. Bu durum da denetleme yapan denetim firmalarına büyük sorumluluk yüklemektedir. Bu sorumluluk yerine getirilmediği takdirde büyük ABD’de yaşanan Enron şirketinin hileli iflası örneğinde olduğu gibi büyük sorunlarla karşılaşmaktadır. Enron şirketinin denetim firması olan Arthur and Andersen’nın şirket iflasında rolü olduğunun anlaşılması Amerika’da sermaye piyasasına olan güveni büyük ölçüde zedelenmiştir.

Sonuç olarak bir ülkenin toplam servetini artırmada takip edilmesi gereken yol, önce serveti oluşturacak kaynakları görünür ve likit hale getirerek, kaldıraç sistemini kullanacak teknik bilgilere sahip olmak ve orta sınıfı bu sürece çekerek halka açık şirket sayısını ve fiyatlarını yükseltmektir. Yani böylece ülkenin servetini görünür, okunabilir, güvenilir ve model kurulabilir hale getirmektir.

Görüldüğü gibi menkul kıymet borsalarının servetin oluşumu ve yaygınlaştırılmasındaki rolü doğrudan değil, dolaylıdır. Çünkü bu rolün büyük bir kısmı ikincil piyasasıdır. Servetin yaygınlaşması ise halka arz kapsamında olmaktadır.

Menkul kıymetler borsası, tasarrufçuların tasarruflarını özendirerek şirketlere para transferini sağlayan yönlendirici bir kurumdur. Ancak bu yönlendirme serbest piyasa ekonomisinde gayet şeffaf olmalı, yanıltıcı olmamalıdır. Bu kurumların denetimi çok önemlidir. Oysa son yıllarda dünya çapında görülen ekonomik krizde sermaye piyasalarının şeffaflıktan ve denetimden uzak olduğu ortaya çıkmıştır. Bu konuda en çarpıcı örnek, yukarıda da belirtildiği gibi, ABD’nin en büyüklerinden olan Enron firmasının denetim firması olan Arthur and Andersen firması ile girdikleri karışık ilişkiler sebebiyle batmasıdır. Batarken de binlerce kişinin mağdur edilmesidir. Öte yandan yine ABD’de sermaye piyasasını saran toksinli kâğıtların

denetimindeki başıbozukluk, hem ABD’ de hem de dünya’da ekonomik krizinin en önemli nedeni olduğu görülmüştür.

Halka açılma kararı almış çok ortaklı anonim şirketler sermaye piyasası ile karşı karşıya gelmektedir. Hem halka arz olmuş anonim şirketler, hem de alıcılar halka arzla birlikte satılan hisse senetlerinin, şeffaf ve denetimden geçmiş bir ortamda işlem görmesini beklemektedir. Yani, halkın yanıltılmaması için düzgün işleyen bir sermaye piyasası ve bunun için de önce güven verici bir ortam gerekmektedir. Zaten sermaye piyasasının esas işlevi de budur. Bu konu sermaye piyasalarının gelişmesi ve doğru bir araç olarak kullanılması açısından büyük önem taşımaktadır.

Ekonomistlerin çoğu kapitalin en etkili şekilde kullanımı için sermaye piyasalarının hayati bir önemi olduğunu ileri sürmektedirler. Sermaye piyasaları sadece piyasayı belirlememekte, aynı zamanda yatırımcıları bilgilendirme görevini de taşımaktadır.¹³² Örneğin, Wurgler (2000)’e göre, finansal olarak daha gelişmiş ülkelerdeki yatırımlar katma değere ve bilgiye daha hassastırlar.¹³³ Ayrıca, birçok araştırmacıya göre yöneticilerin yatırım kararlarında fiyat bilgisinin önemine de vurgu yapılmıştır.

Önce bilinmesi gereken husus, sermaye piyasasında, tasarrufların tahsisinin ve üretimin olduğu bir ekonomide, hisse senedi fiyatlarının tasarruf sahiplerine bilgi verici niteliğinde olmasıdır. Ekonomide üretimi yapan pek çok sektör ve firma bulunmaktadır ve bu nedenle yatırımcılar, sektörler ve firmalar arasındaki tercihlerini yapabilmeleri için detaylı bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Burada bilinmesi gereken husus, sermaye piyasalarının üretim ve verimliliği nasıl daha etkin hale getirdiğidir. Sonuç olarak sermaye piyasalarının ikili rolü bulunmaktadır. Bunlar da piyasayı belirlemek ve bilgiyi aktarmaktır.

¹³² F.Hayek, “The Use of Knowledge in Society”, **American Economic Review**, 35(4), 1945, p. 525.

¹³³ Jeffrey Wurgler, “Financial Markets and the Allocation of Capital”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, 2000 p.188.

Sermaye piyasasında ekonomik süreç şu şekilde işlemektedir: ekonomi sektörlerden oluşur, her bir sektör şirketler tarafından temsil edilir, şirketler yatırım kaynaklarını artırmak amacıyla sermaye piyasalarında hisse satışı yaparak öz kaynakları vasıtasıyla fon bulma olayını gerçekleştirir.

Basit ve geniş bir tanımla sermaye piyasası, sermaye arz ve talebinin karşılaştığı bir piyasadır, yani sermaye orta, uzun ve sonsuz vadeli fonlardır. Buna bağlı olarak sermaye piyasası, orta, uzun ve sonsuz vadeli fonların arz ve talebinin aracı kuruluşlar aracılığıyla ve menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır. Sermaye piyasasında arz ve talep bazı araçlar yardımı ile karşılaşır. Bu araçlar sermaye piyasası araçları ve menkul kıymetlerdir. Sermaye piyasasını menkul kıymetler piyasası ile birlikte düşünebilmektedir. Ya da başka bir açıdan bakıldığında, asıl piyasanın sermaye piyasası olduğu, menkul kıymetlerin ayrı bir piyasa oluşturmayıp, sadece sermaye piyasasında fonların el değiştirmesinde kullanılan araçlar olduğu da ileri sürülmektedir

Sermaye piyasasının ekonomideki yeri ve önemi, ülke ekonomisi bakımından, tek başına ekonomiye yararlı olamayan küçük tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak büyük yatırımlara dönüşmesindedir. Sermaye piyasası, az gelişmiş ülkelerdeki yurtiçi tasarruf açığının kapanmasına yardımcı olabilmektedir. Fertler açısından ise, sermaye piyasası, tek başına gelir getiren bir yere yatırılamayacak kadar küçük fonların verimli yerlere yatırılmasına ve sahiplerine bir ek gelir getirmesine imkân sağlamaktadır.

Ayrıca, küçük sermayelerle kişisel işler yapılabilse bile, kişisel yatırımlarda teşebbüs ve yönetim sorunu çıkacaktır. Ancak elinde küçük bir sermayesi olan aile şirketleri veya kişisel bir yatırım yapmaya sağlıklı bilgi, tecrübe ve zamanı olmayan kişiler bile, sermaye piyasasının sağladığı imkânlardan kolaylıkla yararlanma imkânına kavuşmaktadır. Bundan önceki TÜSİAD başkanı Arzuhan Doğan Yalçındağ ile yapılan bir söyleşide bu konunun önemine şöyle işaret edilmiştir:

“Dünyada aile şirketlerinin sadece %25’i ikinci nesile devam edebiliyor. Birinci nesilden ikinci nesile başarıyla geçebilmek şirketleri, kurumları parçalamadan yıllarca devam ettirebilmek ülkemiz açısından da çok önemli. Türkiye’de sermaye birikimi sınırlı, özellikle Anadolu’da ölçek ekonomisini yakalayabilmek, dolayısıyla rekabet gücünü koruyabilmek, birçok firma için hala büyük bir sorun. Hal böyle iken şirketlerin aile içi anlaşmazlıktan, doğru yapıyı kurup profesyonelleşememekten dolayı parçalanması, dolayısıyla özel sektörün rekabet gücü açısından büyük bir dezavantajdır.”¹³⁴

Öte yandan sermaye piyasasının bu fonksiyonları yalnız menkul kıymetler yoluyla değil, daha geniş bir kavram olan mali piyasa içinde bankalar aracılığı ile de sağlanabilmektedir. Mali piyasa içinde aynı fonksiyonları ifa eden bankacılık kesimi varken, ayrıca bir sermaye piyasasının ortaya çıkmasının sebepleri ve sermaye piyasasının farklı tarafları; sermaye piyasasının tasarruf sahipleriyle orta ve uzun vadeli fon talep eden kuruluşlar arasında direkt iletişim kurulmasına, sermaye hareketlerinde aracılardan ortadan kalkmasına veya fonksiyonlarının azalmasına imkân hazırlamasıdır.

Ayrıca birincil piyasa ile ikincil piyasanın nasıl birleşebilirliği konusu önümüzdeki günlerde sıkça tartışılacağı benzetilmektedir. Çünkü sermaye piyasasında görülen spekülasyonlar ve spekülasyonların ortaya çıkardığı krizler sonucunda piyasalar kendi içinde çözüm aramaktadır. Çözüm için piyasa ekonomisinin kendi iç dinamiği ile sisteme uyarlanması gerekmektedir. Bu da ancak hisse senetlerinin likidite fonksiyonu görevinde güven yaratacak bir çözüm ile olabilmektedir. Çünkü unutulmamalıdır ki, esas itibarıyla borsalar, hisse senetlerinin tasarrufçular arasında likidite kolaylığı sayesinde el değiştirdiği piyasalardır.

¹³⁴ Arzuhan Doğan Yalçındağ, Milliyet, 19 Ocak 2010, Devrim Sevilay ile yapılan özel röportaj.

4.2. Menkul Kıymetler Borsasının Ekonomik İşlevleri

Sermaye Piyasası-Menkul Kıymetler Borsasının amacının, bir yandan şirketlere sermaye sağlaması, öte yandan da şirketleri halka açarak mülkiyetin yaygınlaştırılması olduğunu belirtmiştik. Şimdi de Menkul kıymetler borsasının ekonomik işlevlerini aşağıdaki şekilde gösterebilir.

4.2.1. Likidite Sağlama

Menkul kıymetler borsaları, ikincil piyasalardır. İkincil piyasaların olmadığı durumda ise, menkul kıymet yatırımcıları tasarruflarını değerlendirirken ihraç edilen menkul kıymetin vadesi ile kendi için belirlemiş olduğu yatırım dönemi arasında bir uyum arayacaktır. Özellikle ikincil piyasaların olmadığı durumda kısa vadeli yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için uzun vadeli bir yatırım aracı olan tahvil ile vadesi olmayan bir başka menkul kıymet olan hisse senedine yatırım olanaklı olmayacaktır.¹³⁵

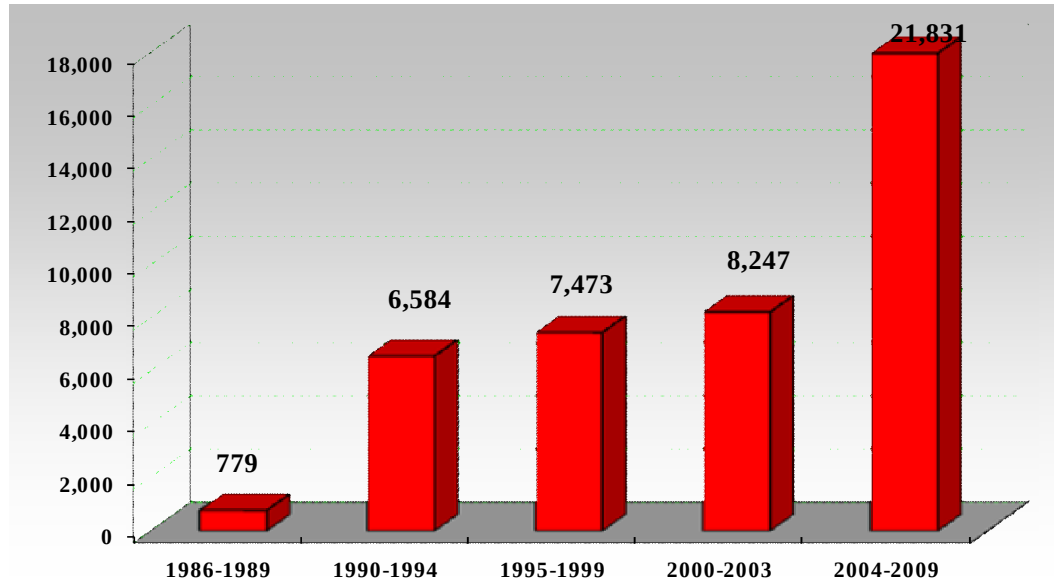
Çünkü ihraç anında bir tahvile yatırım yapmak ancak tahvilin vadesi geldiğinde sona eren bir süreç olacaktır. Buna karşın ikincil piyasaların oluşması ise, ihraçtan sonra menkul kıymet yatırımcılarının kendi aralarında alım satım yapabilmelerine olanak tanımaktadır. Böylelikle yatırımcılar yatırım yapmayı düşündükleri süre boyunca menkul kıymetleri ellerinde bulundurup bu süre sonra satarak likide edebilirler. Ayrıca, yatırım süresi içerisinde meydana gelebilecek ekonomik gelişmeler ya da yatırım ile ilgili beklenti değişiklikleri olması durumunda da yatırımcının yatırım pozisyonunu gözden geçirip yatırımlarını likide edebilmesi olanaklı hale gelmektedir.

Modern finans yaklaşımına göre işletmelerin ömürleri sonsuzdur ve bu anlamda sermaye, işletmeler için süresiz bir finansman kaynağıdır. Bu durum,

¹³⁵ İsmail Altay; **Türk Menkul Kıymetler Borsası Hukukunda Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması Açısından Kotasyon Sistemi ve Kottan Çıkarılan Şirket Yatırımcısının Hukuki Başvuru yolları**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.

işletme ortaklarının işletmeye fon sağlamak adına yatırdıkları sermayeyi kar payı beklentisi karşılığı süresiz olarak işletmeye devredecekleri anlamına gelmektedir. Oysa çoğu yatırımcı tasarruflarını ya da sermayeyi geri almamak üzere işletmeye devretmek istemeyebilir. Bu nedenle ikincil piyasaların var olması ile likiditenin sağlanması daha kısa vadeli yatırım yapmak isteyen yatırımcıları da sermaye piyasasına çekerek ekonominin gelişmesine katkıda bulunmaktadır.¹³⁶ Aşağıdaki tabloda görüleceği gibi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bu bağlamda “faaliyete geçtiği 1986’dan bu yana Türkiye ekonomisine 24 yılda 45 milyar dolar kaynak girişi sağlamıştır.”¹³⁷

Grafik 3: Kuruluşundan İtibaren İMKB Aracılığı ile Ekonomiye Kazandırılan Fonlar¹³⁸



Kaynak: İMKB, İMKB 2009 Yılı Faaliyet Raporu, Mayıs 2010, s.10.

4.2.2. Piyasada Tek Fiyat Oluşturma

Piyasada tam rekabet şartlarının oluşması halinde tek fiyat oluşmaktadır. Bütün alıcı ve satıcıların bir arada olduğu ve borsa bültenleri aracılığı ile

¹³⁶ Yalçın, a.g.e., s.3

¹³⁷ The Economist Online, “16 şirket 317 oldu,” Talip Yılmaz, 27 Aralık 2009, (Çevrimiçi) <http://www.ekonomist.com.tr/16-sirket-317-oldu-haberler/867.aspx?8.Page> , 25 Nisan 2010

¹³⁸ Birincil piyasa ve ikincil piyasalarının toplamı olarak hesaplanmıştır.

yatırımcıların ve potansiyel yatırımcıların bilgilendirildiği borsalarda, menkul kıymet fiyatları dünyanın her yerinde aynıdır.¹³⁹ Bu şekilde oluşan tek fiyat ve tam rekabet ortamında yatırımcının aldatılması önlenmekte ve korunmaktadır.¹⁴⁰

Borsalar vasıtasıyla işlem gören menkul kıymetlerin tümünün fiyatlarının anında arz ve talep koşullarına göre belirlenmesi, başka borsalarda işlem gören aynı menkul kıymetlerin de fiyatının ne düzeyde olması gerektiği konusunda bilgi vermektedir. Eğer aynı menkul kıymet farklı piyasalarda farklı fiyatlardan işlem görmekte ise devreye arbitrajcılar girerek tek fiyat kanununun işlemesine yol açarlar. Arbitraj kavramının geleneksel tanımı bir varlığın belirli bir anda oluşan fiyat farklılığından yararlanmak amacıyla eşanlı olarak ucuz olan piyasadan alınarak pahalı olan piyasada satılması şeklinde yapılmaktadır.¹⁴¹ Modern tanım ise net yatırım olmaksızın ve negatif getiri olasılığının beklenmediği yatırım stratejisi olarak tarif edilmektedir.¹⁴²

Arbitrajın modern tanımında yer alan net yatırıma gerek olmamasının nedeni, arbitrajcının ucuz olan piyasadaki menkul kıymeti satın almak için aynı anda pahalı piyasada yapmış olduğu satıştan elde ettiği fonu kullanmasıdır. Bu durumda kendisi bir fon ortaya koymamaktadır. Böyle bir işlem stratejisinin negatif getirisinin olasılığının beklenmemesinin, diğer bir deyişle riskin olmamasının nedeni ise alım ve satım işlemlerinin aynı anda yapılmasıdır. Ucuz ve pahalı piyasalarda alım ve satım işleminin aynı anda yapılması kayıpla karşı karşıya kalma olasılığını ortadan kaldırmaktadır.¹⁴³

Bir varlığın fiyatının birden fazla olması durumu, arbitraj olanağı yaratmaktadır. Bu durumda risksiz kar olanağını gören arbitrajcıların devreye girerek ucuz varlığı satın alarak talebini arttırması bir yandan bu varlığın fiyatını

¹³⁹ Yalçın, **a.g.e.**, s.3

¹⁴⁰ Karşı, **a.g.e.**, s.216.

¹⁴¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003, s.95.

¹⁴² Emel Yurt, “Arbitraj”, **Para ve Finans Ansiklopedisi**, Genel Yayın Yönetmeni: Deniz Gökçe, Creative Yayıncılık ve Tanıtım, 1996, s.97.

¹⁴³ Erdinç Altay, **Varlık Fiyatlama Teorileri: Sermaye Piyasası Teorisi ve Arbitraj Fiyatlama Teorisi**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004, s.143.

yükseltecek, diğer yandan pahalı varlığı satarak arzın artması sonucunda bu varlığın fiyatının düşmesine neden olacaktır. Bu süreç, varlığın fiyatının tek bir fiyat düzeyine gelmesine kadar diğer bir deyişle arbitraj olanağı ortadan kalkıncaya kadar sürecektir. Bu mekanizmanın çalışması da ancak sağlıklı bir biçimde işleyen ikincil bir piyasanın varlığı ile mümkündür.

4.2.3. Güvence

ABD'deki Security Exchanges Commission örneğinde olduğu gibi, bütün dünya borsalarının bir üst kurul tarafından kanuni çerçevesi oluşturulmakta ve borsalar bu kurumlar vasıtasıyla kontrol edilmektedir. Bunun yanı sıra, bir anonim şirketi hissesinin borsada işlem görebilmesi için, bu şirketin halka açık anonim şirket olması yeterli olmamakta, borsa kotasyon şartlarını da ihtiva etmesi ve borsa yönetim kurulu tarafından borsaya kota edilmesi ve bir pazara alınması gerekmektedir.

Türkiye'de de bu durum aynıdır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kota edilmiş Halka Açık Anonim Ortaklık, İMKB'nin denetiminden başka, (Sermaye Piyasaları Kurulu) SPK'nın da denetimi altındadır. Böylece menkul kıymetler kotasyon öncesi bir incelemeye tabi tutulmakta ve sürekli denetim altında bulundurulmaktadır.¹⁴⁴ Başka bir güvence sistemi ile de, borsada alınan tedbirler sonucu, manipülasyon vb. yöntemlerle spekülörlerin menkul kıymetlerin fiyatları üzerindeki oyunlarının da önlemesi engellenmektedir.¹⁴⁵

Bunun yanı sıra Türkiye'de sermaye piyasasında güven ve şeffaflığın sağlanması amacıyla sermaye piyasası araçlarının kaydi değer haline getirilmesi, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A maddesi ve Seri IV No:22 tebliği ile düzenlenmiş olup 19Aralık 1996 yılında yürürlüğe girmiştir. Bu kanun sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların; özel hukuk tüzel kişiliğine haiz Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından kayden izleneceği hükmüne bağlanmıştır. Bu Kuruluş, Kurulun gözetim ve denetimi altındadır. Bu kuruluşla ilgili olarak 21.06.2001 tarih

¹⁴⁴ Karşlı, **a.g.e.**, s.216-217.

¹⁴⁵ **A.e.**, s.217.

ve 24439 sayılı Resmi Gazete’de Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma Ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik Bakanlar Kurulu’nca yayınlanmıştır.¹⁴⁶

Anonim şirketlerin hisse senetleri, sermaye piyasasında kaydi değer haline getirilerek kıymetli evrak niteliği taşır. Bu kural gereğince, hak senetten ayrı olarak ileri sürülemeyeceği gibi, başkalarına da devredilemeyecektir. Kıymetli evrak hukukunun temelinde bu hüküm bulunmaktadır. Bu genel hükme uyumlu olarak, anonim şirketlerin ihraç edecekleri hamiline ve nama yazılı hisse senetlerinin devri için, hisse senedinin zilyetliğinin devralana geçirilmesi gerekmektedir.¹⁴⁷

Ancak bu genel ilkenin uygulanması, halka açık anonim ortaklıklarda, özellikle de borsada hisseleri işlem gören anonim ortaklıklarda güçlükler doğurmaktadır. Derinliği olan borsalarda her gün milyarlarca hisse senedinin el değiştirdiği düşünüldüğünde, hakkın senede bağlı olduğu hisse senetlerinin seri ve güvenli olarak el değiştirme işleminin olanaksızlığı daha iyi anlaşılacaktır. Bu sebeple söz konusu külfetin önüne geçilebilmesi ve sermaye piyasasının daha işler hale getirilebilmesi için, birçok ülkede hisse senetleri kaydi hale getirilmiş ve evraksız kıymetli evrak kavramı icat edilmiştir.¹⁴⁸

Menkul kıymetlerin basılması, saklanması, hukuki işlemlere konu edilmesindeki zorluklar, hakkın senetten ayrılarak, bağımsızlığının kazandırılması ile çözümlenmiştir. Böylece “kıymetli evrak” kavramı yerine, “kaydi hak” kavramı ortaya çıkmıştır. Diğer bir değişle, kıymetli evrakın unsurları olan “senet” ve “senedin içinde bulunan hak” birbirinden ayrılarak, “evraksız kıymetli evrak” sistemine geçilmiştir.¹⁴⁹

¹⁴⁶ Veliye Yanlı, **Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 2000, s.21.

¹⁴⁷ Şükrü Yıldız, **Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 1996, s.162.

¹⁴⁸ Füsun Nomer, **Anonim Ortaklıkta Oydan Yoksun Paylar**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 1994, s.33-34.

¹⁴⁹ **A.e.**, s.34.

Kaydi sistemde, artık herhangi bir senedin içinde yer almayan, diğer bir deyimle senetten bağımsız olan kıymet haklarının bir sicil bünyesinde kayıtları tutulmaktadır. Anonim şirketin kuruluş ya da sermaye artırımı sebebiyle oluşan hisseleri, hiçbir senede bağlanmaksızın, doğrudan kayıtların tutulduğu sicile bildirilerek ve kaydettirilerek ihraç edilmektedir. Anonim şirketin hisselerinin devri de, kayıtların tutulduğu sicil veya kuruluşlar nezdinde hak sahipleri adına açılan hesapların birinden diğerine kaydın aktarılması vasıtasıyla gerçekleşmektedir.¹⁵⁰

4.2.4. Makro Ekonomik Etkileri

Menkul kıymetlerin borsada değer kazanması veya kaybetmesi, şirketin başarısı ve güvenilirliğinin göstergesi olarak kabul edilmektedir¹⁵¹. Bir başka açıdan da, borsalar makro ekonomi açısından da barometre görevi yapmaktadırlar. Borsalar, ülkedeki gelişme ve kalkınmanın, yatırımların, enflasyonun ya da savaş tehlikesi, siyasi kriz ve istikrarsızlık gibi ekonomi dışı etkenlerin ekonomi üzerindeki etkilerinin en iyi izlendiği yerlerden biridir¹⁵². Borsalar, ekonomik veya ekonomi dışı değişikliklere hemen reaksiyon göstermektedirler. Borsaların genel düzeyini ifade etmek için hazırlanan endeksler, belirli bir baz döneme göre endeks içerisinde yer alan şirketlerin hisse senetlerinin değerindeki değişimleri yansıtır. Bu da aslında bir ekonomideki işletmelerin karlılıklarının ne yönde değiştiği konusunda önemli bir gösterge olarak değerlendirilmekte ve sıklıkla ekonomik analizlerde kullanılmaktadır.

4.2.5. Sermayeye Hareketlilik Sağlama

Sermaye piyasalarının çeşitli düzenleme tabi olarak menkul kıymetlerin alımı ve satımı konusunda işlerlik göstermesi yalnızca yerel yatırımcıların fonlarını değerlendirmelerine değil, yabancı fonların da yerel şirketlerin menkul kıymetlerine

¹⁵⁰ Ali Murat SEVİ, **Anonim Ortaklıklarda Payın Devri**, Ankara, Seçkin Yayınları, 2004, s. 224-226.

¹⁵¹ Karşlı, **a.g.e.**, s.217

¹⁵² **A.e.**

yatırım yapabilmelerine olanak tanımaktadır. Özellikle yabancı fonların ülkeye girişi için düzenli bir piyasanın ve yasal güvencelerin bulunması yanında bilgi edinme maliyetlerinin düşmesi de ülkeye ihtiyaç duyduğu yabancı para ve sermaye girişinin temin edilmesine yardımcı olmaktadır. Ancak unutulmamalıdır ki, yabancı sermayenin yerel borsalara girişinin mümkün olabilmesi için çıkış konusundaki engellerin olmaması gerekmektedir. Bu durumda ise ülke ekonomisine girecek yabancı sermayenin yaratacağı olumlu etkilerin tam tersinin sermaye çıkışında da görüleceği unutulmamalıdır.¹⁵³

4.2.6. Mülkiyeti Tabana Yayma

İşletme sermayesinin paylara bölünerek halka arz edilmesi ve yatırımcılar tarafından alınıp satılabilmesi, birçok küçük yatırımcının kendi tasarruf ve yatırım tercihlerine paralel olarak belirleyeceği oranda bu şirketlerin hisse senetlerini satın alabilmelerine, diğer bir deyişle bu şirketlere ortak olabilmelerine olanak sağlamaktadır. Çok sayıda yatırımcıların görece olarak küçük yatırımları ile şirketlere ortak olmaları bir ekonomide yer alan büyük işletmelerin mülkiyetinin tek bir kişi ya da az sayıda ortaklar elinde olması yerine çok fazla sayıda kişinin elinde olmasına yol açmaktadır. Bu durum, işletmelerin yatırım ve finansman kararlarının üzerinde çok sayıda yatırımcının söz hakkı olmasına yol açmaktadır.¹⁵⁴

4.3. Sermaye Piyasası ve Çok Ortaklı Şirketler Açısından Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Unsurları

Buraya kadar hep genel ekonomik şartlar incelenmiş, sermaye piyasası, menkul kıymetler borsası ve çok ortaklı anonim şirketler üzerinde durulmuştur. Oysa bunların hepsinin çekirdeğinde özünde menkul kıymetler yatmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun tanımına göre Menkul Kıymetler; "ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak

¹⁵³ Altay, **a.g.e.**, s.17.

¹⁵⁴ **A.e.**

kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır (SPK, md.3).”¹⁵⁵

Tarihsel süreç içinde menkul kıymetler borsası, “anonim şirketlerde sınırlı sorumluluk ilkesi” ve “kıymetli evrak” müessesesinin oluşturulması ile var olabilme imkânı kazanmıştır. Sermaye piyasası ve borsa hukukunun temel taşı, hisseler bölünmüş sermayeyi temsil eden hisse senetleri, hisse senetlerinin sahiplerinin taahhüt ettikleri sermaye ile sorumlu bulunmaları ve hisselerle tedavül imkânı tanıyan kıymetli evraklardır.

Kıymetli evrakın gelişimi ile hakkın bir senede yerleşmesi ve tedavül kabiliyeti kazanması doğmuştur. Fon arz eden yatırımcılar gerek birincil piyasada, gerek ikincil piyasada, fon arzlarını sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak suretiyle yaparlar. Sermaye piyasası aracı, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak ikiye ayrılmaktadır. Menkul kıymet tanımı, SPKn.’nın 3. maddesinde yapılmaktadır. Bu tanıma göre “menkul kıymet, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen kıymetli evraktır”.¹⁵⁶

Menkul kıymet tanımında da yer aldığı gibi, her menkul kıymet bir kıymetli evraktır. Ancak her kıymetli evrak, menkul kıymet değildir. Doktrinde bu görüş kabul edilmiştir²⁶. Kıymetli evrakı, menkul kıymet haline getiren iki unsur bulunmaktadır. İlk olarak, menkul kıymetler, misli eşya niteliğini haizdir; ikinci olarak da, menkul kıymet dönemsel ürün vermelidir.¹⁵⁷

Öte yandan menkul kıymetler dışında kalan ve menkul kıymetlerle çoğu zaman eş anlamlı kullanılan diğer Sermaye Piyasası Araçlarına da kısaca değinmekte fayda vardır. Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır.

¹⁵⁵ T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr, 13 Nisan 2010.

¹⁵⁶ Tekinalp, **a.g.e.**, s.13.

¹⁵⁷ **A.e.**

Ancak çek, poliçe, nakit, bono ile mevduat sertifikaları sermaye piyasası aracı olarak sayılmamaktadır.

Kanunda diğer sermaye piyasası araçlarının tanımı yapılmamış, sadece, uygulamada ortaya çıkabilecek sorunları bertaraf etmek amacıyla, esasen para piyasası aracı sayılan banknot, döviz ve münferit borç ilişkilerine dayanan kambiyo senetleri (poliçe, çek, bono), mevduat sertifikası ve nakit sermaye piyasası araçları dışında bırakılmıştır¹⁵⁸. Kanun koyucunun tanım yapmayarak sınırlama getirmemesinin amacı, sermaye piyasasının hızlı gelişim süreci ve dinamik yapısı gereğince, ihtiyaç duyulacak yeni sermaye piyasası araçlarının önünün kesilmemesi, yeni finansal enstrümanlar yaratılmasına imkân tanınmak istenmesidir.

4.4. Türkiye’de Menkul Kıymet Gelirlerinin Toplam Gelirler İçindeki Payı

Türkiye İstatistik Kurumu tarafından hazırlanan Hanehalkı Bütçe Araştırması sonuçlarına göre, hanehalkı kullanılabilir gelirine göre oluşturulan %20’lik hanehalkı gruplarından birinci gruptaki hanehalklarının gelirden aldığı pay %6.1’dir ve beşinci gruptaki hanehalkının gelirden aldığı pay %44.4’tür. Gelir dağılımı eşitsizliği ölçülerinden gini katsayısı, Türkiye geneli için 0.38 olarak hesaplanmıştır.

¹⁵⁸ Veliye Yanlı, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Hakla Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, Beta Yayınları, 2005, s.10.

Tablo 11. Yüzde 20'lik Grupların Gelirden Aldığı Paylar: 2006–2007

Eşdeğer hanehalkı kullanılabilir gelire göre sıralı yüzde 20'lik gruplar, 2006-2007

Yüzde 20'lik fert grupları	Türkiye		Kent		Kır	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Toplam	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
İlk yüzde 20 ^(*)	5,1	5,8	5,5	6,2	5,6	6,4
İkinci yüzde 20	9,9	10,6	10,3	11,0	10,2	11,1
Üçüncü yüzde 20	14,8	15,2	15,0	15,3	15,3	16,0
Dördüncü yüzde 20	21,9	21,5	21,8	21,2	22,6	22,3
Son yüzde 20 ^(*)	48,4	46,9	47,5	46,2	46,3	44,2
Gini katsayısı	0,43	0,41	0,42	0,39	0,41	0,38
Son yüzde 20/İlk yüzde 20(P80/20)	9,5	8,1	8,6	7,5	8,3	6,9

Not: Gelir referans dönemleri bir önceki takvim yılıdır.

(*) Fertler eşdeğer hanehalkı kullanılabilir gelirlerine göre küçükten büyüğe doğru sıralanarak 5 gruba ayrıldığında; "İlk yüzde 20'lik grup" geliri en düşük olan grubu, "Son yüzde 20'lik grup" ise geliri en yüksek olan grubu tanımlamaktadır.

Kaynak: T.C. Başbakanlık Türkiye İstatistik Kurumu, www.tuik.gov.tr, 11.Nisan.2009

Diğer yandan, yıllık kullanılabilir fert gelirlerinin %39.2'si maaş ve ücret geliri, %28.8'i müteşebbis geliri, %2.7'si ise menkul kıymet gelirinden oluştuğu belirtilmektedir. Elde edilen bu bilgilere göre menkul kıymet gelirlerinin toplam gelirler içinde küçük bir paya sahip olduğu görülebilmektedir.¹⁵⁹

Bununla birlikte, gelir türlerine göre yıllık gelirlerin oransal dağılımına bakıldığında ise, 2006 yılında, toplam gelirler içersinde düşük bir paya sahip olan menkul kıymet gelirlerinin %63.1'i son yüzde 20'lik grupta yani geliri en yüksek olan grupta toplandığı görülmektedir. Bu oran 2007 yılında, %56.6'ya düşmüş görünse bile bu oran menkul kıymetlerin, zengin hanehalkı yatırım aracı olduğunu göstermektedir.

¹⁵⁹ TİK, Sayı 207, Aralık 2006.

Tablo 12. Eşdeğer Hane Halkı Kullanılabilir Gelirine Göre Sıralı Yüzde 20'lik Gruplar ve Gelir Türlerine Göre Yıllık Gelirlerin Oransal Dağılımı (Yatay %), 2006–2007

Gelir türleri	Yüzde 20'lik fert grupları											
	Toplam		İlk % 20 ^(*)		İkinci %20		Üçüncü %20		Dördüncü %20		Son %20 ^(*)	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Toplam	100.0	100.0	4.1	4.8	8.9	9.4	14.0	14.4	21.5	21.0	51.4	50.3
Maaş-ücret	100.0	100.0	2.3	2.9	8.4	8.8	14.4	14.4	23.2	22.7	51.7	51.2
Yevmiye	100.0	100.0	28.0	25.5	27.8	25.7	19.8	21.9	15.1	19.0	9.2	7.8
Müteşebbis	100.0	100.0	4.4	5.4	8.5	9.1	10.9	12.0	17.3	15.6	58.9	57.8
Tarım	100.0	100.0	9.9	13.6	14.0	17.5	17.0	18.7	21.8	19.8	37.4	30.5
Tarım dışı	100.0	100.0	2.1	2.3	6.2	5.9	8.4	9.5	15.4	14.1	67.8	68.2
Gayrimenkul	100.0	100.0	1.6	2.1	3.3	4.1	7.1	6.3	15.8	16.2	72.2	71.3
Menkul kıymet	100.0	100.0	2.0	2.9	5.8	7.3	9.9	13.3	19.3	19.8	63.1	56.6
Sosyal transferler	100.0	100.0	3.1	3.8	8.0	9.1	18.0	17.5	26.2	26.4	44.7	43.2
Emekli ve dul-yetim aylıkları	100.0	100.0	1.4	2.0	7.1	8.4	18.2	17.8	26.9	27.1	46.3	44.6
Diğer sosyal transferler	100.0	100.0	30.2	29.8	21.1	19.3	14.6	13.1	15.6	16.4	18.4	21.3
Haneler arası transferler (Alınan)	100.0	100.0	11.0	11.9	14.0	13.6	16.1	15.8	21.5	17.1	37.4	41.7
Diğer gelirler	100.0	100.0	4.3	6.3	8.7	10.1	17.9	16.4	24.9	25.2	44.2	41.9
(*) Fertler eşdeğer hane halkı kullanılabilir gelirlerine göre küçükten büyüğe doğru sıralanarak 5 gruba ayrıldığında; "İlk yüzde 20'lik grup" geliri en düşük olan grubu, "Son yüzde 20'lik grup" ise geliri en yüksek olan grubu tanımlamaktadır. Not: 1) Gelir referans dönemleri bir önceki takvim yılıdır. 2) Toplam gelire izafi kira dâhil değildir												

Kaynak: TÜİK, 2006 ve 2007 Gelir ve Yaşam Koşulları Araştırması (Çevrimiçi) www.tuik.gov.tr, 23 Mayıs 2010

4.5. Türkiye’de Yatırım Araçları ve Getiri Karşılaştırmaları

Türkiye’deki yatırım araçlarının performansı incelendiğinde, genel anlamda en fazla değişkenliğin, İMKB getirilerinde olduğu görülmektedir. Böylece, Türkiye’de en riskli yatırım alternatifinin borsa olduğu ifade edilebilmektedir.

Tablo 13'te banka dışı özel sektör tasarruflarının dağılımı sunulmaktadır. 2006 Haziran ayında, tasarrufların %61'ini mevduat, %24'ünün sabit getirili menkul kıymetler ve hazine bonosu, %15'inin ise hisse senetlerinden oluştuğu görülmektedir. Bu tablo incelenirken, mevduatın yaklaşık yarısının yabancı para cinsinden olduğuna dikkat edilmelidir. Menkul kıymetlerin (sabit gelirli menkul kıymetler ve hisse senetleri) toplam tasarruflar içerisindeki payı bu bilgilere göre - %28'e gerilemektedir. Böylece, tasarruf sahiplerinin yatırım tercihleri arasında menkul kıymetlerin önemli bir boyutta olmadığı anlaşılabilmektedir.¹⁶⁰

Tablo 13. Yurtiçi Tasarrufların Dağılımı 2004–2006

Yurtiçi Tasarrufların Dağılımı	Milyon YTL	2004	2005	06/2006	%Δ
Sabit Getirili Menkul Kıymetler		97,407	104,729	102,274	-2.3%
Mevduat		182,762	226,091	263,888	16.7%
Hisse Senedi*		40,616	67,530	65,389	-3.2%
TOPLAM		320,785	398,350	431,551	8.3%
Tahmini Altın Stoku		114,775	131,682	183,814	39.6%
Milyar \$					
Sabit Getirili Menkul Kıymetler		72.6	78.1	63.8	-18.3%
Mevduat		136.2	168.5	164.6	-2.3%
Hisse Senedi*		30.3	50.3	40.8	-18.9%
TOPLAM		239.0	296.9	269.2	-9.3%
Tahmini Altın Stoku		85.5	98.1	114.7	16.9%

*: Halka açık kısmın nivasına değeri.

Kaynak: TSPAK, Türkiye Sermaye piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Sermaye Piyasası'nda Gündem**, Sayı:51, İstanbul, Kasım 2006, s. 29.

Yurt içi tasarruf dağılımı incelendiğinde tasarrufların çok küçük bir kısmının sermaye piyasası araçlarında değerlendirildiği görülmektedir. Bireysel yatırımcı tabanı gelişmiş ülkelere kıyasla oldukça düşük seviyededir. Takasbank nezdindeki bakiyeli hesap sayıları menkul kıymet yatırımı olan yatırımcı sayıları menkul kıymet yatırımı olan yatırımcı sayısının bir göstergesidir. Türkiye'de yatırımcı sayısı 2000 yılından itibaren düşüş göstermekte, yatırımcı tabanı daralmaktadır. İMKB endeksi ve işlem hacmindeki gerilemeler, özellikle küçük ölçekli yatırımcıları piyasa dışında kalmaya yönlendirmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, yatırımcıların toplam nüfus içerisindeki payı da 2003, 2004 ve 2005 yıllarında %1.6 seviyesini korumuştur. 2 Ocak 2004 itibarıyla ise Takasbank

¹⁶⁰ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası; Gelişme, Strateji, Hedefler**, Yayın No:16, İstanbul, Mayıs 2004, s. 22-23.

nezdinde 904,030 gerçek kişi yatırımcının hesabında hisse senedi bulunurken, bunlardan 100,000 kişi bireysel portföylerin %85'ine sahiptir. Bir başka deyişe, kalan 804,030 kişinin yatırımları toplam bireysel yatırımların sadece %15'ine denk gelmektedir. Bireysel hesapların yaklaşık yarısında çok sembolik miktarlarda hisse senedi bulunmaktadır.¹⁶¹

¹⁶¹ **A.g.e.**, s.17.

SONUÇ

İnsanlık, siyasi demokrasiye ulaşmak için çok uzun mücadeleler vermiştir. Bugün ulaştığı siyasi demokrasiyi de iktisadi demokrasi ile desteklemeye çalışmaktadır. İktisadi demokrasinin gelişimi için de, üretime katılan büyükçe bir kesimin hem üretimden pay alması hem de yönetime katılması yönündeki çabaların desteklenmesi gerekmektedir. 20. yüzyılın başında ABD’de görülen Halk Kapitalizmi hareketi ile II. Dünya Savaşı sonrası Almanya’da geliştirilen servetin yaygınlaştırılması ve yönetime katılma modellerinin böyle bir çabanın işaret fişeği olarak görülmektedir.

20. yüzyıl’da, siyasi demokrasi ile ekonomik demokrasinin birbirini bütünlemesi için yoğun çaba harcanmıştır. Ekonomik demokrasinin gerçekleştirilmesi her şeyden önce bireylerin ekonomik refahtan dengeli pay almasına bağlıdır. Refahın toplumda dengeli dağılımı ekonomik demokrasinin ön koşulu olduğu gibi bireylerin karar alma sürecinde rol almasını sağlayacağından, katılımcı demokrasinin yerleşmesine ve bireylerin demokrasi bilincine kavuşmasına katkıda bulunacaktır. Bunu sağlayacak ortamda hiç şüphesiz orta sınıfı güçlendirilmiş bir toplum yapısından geçmektedir.

Menkul kıymetler borsası aracılığıyla servetin tabana yayılması ekonomik demokrasinin yerleştirilmesi imkânı sağlamaktadır. Bu nedenle menkul kıymetler borsaları ile dengeli dağılım ekonomik demokrasinin işlerlik kazanmasına katkıda bulunacaktır. Ayrıca, menkul kıymetler borsaları tasarrufları arttırma, küçük tasarrufları bir araya getirerek doğrudan yatırıma yönlendirme, sermayenin daha etkin kullanımını sağlama gibi ekonomik fonksiyonları vardır.

ABD’de Çok Ortaklı Anonim Şirketler sisteminin ortaya çıkması sonucu, üretken mülkiyete geçiş sağlanmıştır. Böylece, ekonomik yapıda görülen ana değişim, Halk Kapitalizmi veya “Corporate System” olarak adlandırılmış, halka açık büyük anonim şirketlerin gelişiminde, hisse senetleri ve benzeri kıymetli evraklar (security) en yetkili araç olmuşlardır. Bu türden servetler ise doğrudan üretimi

yönlendirmişlerdir. Böylece ABD’de sermaye piyasasının çok erken oluşması, üretime yönelik menkul yatırım servetini organize etmesi, halka açık çok ortaklı şirketleri veya Halk Kapitalizmi’ne gidişi önemli ve etkili bir biçimde hızlandırmıştır. Sermaye piyasasının gelişmesi ile birlikte servet anlayışında da büyük değişiklikler ortaya çıkmış, hisse senetleri ve kıymetli evraklar önemli bir yere sahip olmuştur. Mülkiyet hukuku da bu yeni gelişen şartlara göre yeniden düzenlenmiştir.

ABD’de 1900’lerden sonra Halk Kapitalizmi sloganı ile servetin geniş halk kitlelerine sermaye piyasası kanalı ile yayılması öngörülmüş ve kısmen de olsa bu amaç gerçekleştirilmiştir. Yapılan araştırmalar sonucunda 1980’lere kadar ekonomide, yani şirketlerde hisse senedinin yaygınlaştığı görülmektedir. Bu yaygınlaşmanın en fazla görüldüğü ülkeler ABD ve Büyük Britanya’dır. Ancak 1980’lerden sonra başlayan küreselleşme rüzgârı ile finans sektörünün hisse senedi piyasalarını ele geçirdiği ve piyasadaki hisse çoğunluğunun yine belli bir azınlık grubun elinde toplanmasına yol açtığı da görülmektedir. Öte yandan şirketlerin halka açılmasına rağmen kontrolün ise temelde profesyonel yöneticiler denilen ve servetle ilişkisi olmayan yöneticiler grubunun elinde bulunduğu da diğer bir gerçektir. Böylece ABD şirketlerinde, kontrolün yoğunluğu giderek hem hisselerin kurumsal hissedarlara, yani özellikle fonlara ve büyük bankalara, hem de yönetimin yöneticilerde toplanmasına yol açmıştır.

ABD’de görülen büyük çok ortaklı şirketlerde yaygınlaşan hisse senetlerinin şirketlerde yönetimin hissedarların dışında yeni profesyonel bir yönetici sınıfın ortaya çıkarmasına yol açmıştır. Buna da sebep, binlerce hissedara ulaşan şirketlerde genel kurul yapma sıkıntısı ve hisselerin genel kurulda temsili sorunudur. ABD’de hissedarlardan genel kurula katılamayanların temsili işi vekâlet müessesesi ile ticaret kanunu, genel kurula katılamayan hissedarların vekâletini yöneticilere vermiştir. Dolayısıyla ABD’de bu vekâleti ele geçiren yöneticiler, yönetim kurulunu seçmiş, bu yönetim kurulu da, şirket yöneticisini seçerek bir kapalı devre oluşmuş ve sistem giderek yozlaşmıştır. İşte ABD’de yönetici hâkimiyeti hatta yönetici diktatörlüğüne yol açan sürecin gelişimi böyle oluşmuştur. Şimdilerde ise bu durum büyük

ekonomik sorunlar yarattığı için (Enron şirketinin hileli iflasında görüldüğü gibi), şirket yönetiminin yöneticinin elinden nasıl ve ne şekilde alınacağı ve bunun nasıl demokratik bir yapıya kavuşturulacağı sorusuna cevap bulunmaya çalışılmaktadır. Amerika’da hissedarların ya da pasif mülkiyet hisselerinin veya hissedarlarının sayısı giderek artarken söz konusu büyük şirketlerde yönetimdeki kontrol gücü azalmaktadır. Zira şirketler büyüdükçe hissedarların yönetimdeki gücü azalmaktadır. Esasen günümüzde üzerinde önemle durulan nokta, Anonim Şirketlerde yönetimin veya yöneticinin mutlak hâkimiyetine dönüşen gücünü sınırlamak amacıyla, bütün hissedarların katılımını sağlayan hissedarlar genel kurulunun oluşturulmasıdır.

Çok ortaklı anonim şirketlerdeki hissedar temsili sorununu İsviçre ticaret hukuku, şirket genel kurullarında vekâlet müessesini kaldırarak, her bir hissedarın genel kurula mutlaka katılmasını şart koşarak çözmeye çalışmıştır. Kara Avrupa’sında ve başta Almanya’da ise ticaret hukuku çok ortaklı şirketlerde genel kurullarda vekâlet işini bankalara bırakmıştır. Dolayısı ile ABD’de de banka veya finans sektörü hâkimiyeti söz konusu iken, Almanya’daki çok ortaklı anonim şirketlerindeki yönetimde bankaların hâkimiyeti söz konusudur.

ABD, 1990’lardan sonra dünyada tek süper güç olunca, küreselleşme ile bütün dünya ekonomisini de finans kapitali ile yönlendirmiştir. ABD’de gelişen finans sektörü (özellikle sermaye piyasasında toksinli kâğıtları şişirerek) hem ABD ekonomisine, hem de diğer ülkelerin ekonomilerine büyük zararlar vermiştir. ABD finans sektörü, tüm dünyadaki servetleri ve reel sektördeki şirketlerin hisse senetlerini yutmuştur. Bu kontrolsüz gelişmeler 2001 ve 2008 küresel dünya krizi ile sonuçlanmıştır.

Türkiye’de ise, Batı tipi bir sürecin oluşmasında hiç şüphesiz en önemli olgu, ekonominin özel sektördeki gelişmesini takip etmesidir. Bu süreç ise çok yenidir ve Türkiye’de henüz aile şirketleri hâkimdir. Dünyadaki uygulamalardan görüldüğü kadarıyla şirketlerin halka açılmaları kaçınılmaz olarak üçüncü veya dördüncü nesilden sonra gerçekleşmektedir. Oysa Türkiye’de hala en kıdemli olan şirketlerde bile üçüncü nesle daha yeni girilmiştir. Ailelerin kalabalıklığına göre de şirketlerin

halka arzının hızlanması kaçınılmaz olmaktadır. Türkiye'nin önündeki süreci başarıya dönüştürmesi, Batı'nın geçirdiği tecrübelerden faydalanması ve kendine en doğru yolu ve modeli seçmesi ile gerçekleşecektir.

Türkiye'nin Batı'da yaşanan gelişmelerden ders alarak, iyi değerlendirmesi gerekmektedir. Böylece hem servetin yaygınlaştırılması hem de sağlıklı bir ekonomik kalkınmanın yolunun, düzgün işleyen bir sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsasından geçtiği de görülmelidir. Burada küçük tasarrufların toplanıp değerlendirileceği düzgün işleyen ve halka güven veren bir sermaye piyasasına ve menkul kıymetler borsasına ihtiyaç vardır. Yoksa ABD'deki bazı çevrelerde benimsenen, "borsa istikrarı sevmez, zaten borsa risktir" diyen bir düşüncenin yönlendirdiği bir borsa sadece yıkımdır. Onun için Türk borsasının hatalardan ders alarak halka güven veren ve denetimi ve kayıt sistemi düzgün işleyen bir yapıda gelişmesi sağlanmalıdır.

Türkiye'de 1980'li yıllardan itibaren ekonomi hayatımıza giren menkul kıymetler borsası kavramı ilk yıllarda beklenen gelişmeyi gösterememiş, incelenmeye değer gelişmesine ancak 1990'lı yılların ortalarından itibaren başlamıştır. Oysa menkul kıymetler borsaları Avrupa'da ve Amerika'da 1800'lü yıllarda ortaya çıkmış ve çok hızlı gelişmeler göstererek iki yüzyıllık bir birikimin sonucunda bugün dünya sermaye piyasalarına yön verir hale gelmiştir. Türkiye'de ise Menkul Kıymetler Borsası sistemi henüz daha işin başındadır. Bu açıdan ülkemizin çok gerilerde kaldığı ve kat etmesi gereken çok uzun mesafeler olduğu açıktır. Ancak yine de İstanbul menkul Kıymetler Borsasının Türk ekonomisine bugüne kadar sağladığı katkı da küçümsenmemelidir. İMKB'nin, "Türkiye ekonomisine 24 yılda 44 milyar dolar kaynak girişi sağlandığını" belirtmiştir.

Şüphesiz bu gelişimin en sağlıklı biçimde devam edebilmesi için piyasanın saç ayağı olan fon arz edenlerle fon talep edenlerin kuralları kanunlarla güvence altına alınmış örgütlü bir piyasada faaliyet göstermeleri gerekmektedir. Bu nedenle, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1. maddesinde, kanunun konusu ve amacı "*tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve*

yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemek” olarak belirlenmiştir. Öyle ise temelde ülke kalkınması için yatırımcıların güvenli bir ortamda tasarruflarını menkul kıymetlere yatırarak değerlendirmeleri ve sermayenin tabana yayılması amaçlanmaktadır. Böylece tasarrufların menkul kıymetlere yatırılmasının değeri vurgulanmaktadır.

Özellikle dünya’ya model olan Amerikan şirketlerinin geçirdiği evrim çok ilgi çekicidir. ABD’de başlangıçta Halk Kapitalizmi propagandası ile hisse senetlerinin geniş bir orta sınıfa dağılacağı vaat edilmiş, fakat sonradan özellikle 1990’lardan sonra tekrar belirli bir zengin azınlığın elinde toplanması yaşanmıştır. Ayrıca hisse senetleri yaygınlaştıkça, şirket yönetiminin hissedarlardan profesyonel yöneticilere geçmesi de diğer önemli bir gelişmedir. Bu durum çok dikkat çekicidir, çünkü “Halk Kapitalizmi” adıyla servetin “halk”’a yayılacağını vaat edenler, sonunda zengin azınlığın diktatörlüğünü oluşturmuşlardır. Şirketlerdeki bu gelişmeye ortam hazırlayan birincil piyasa olan sermaye piyasası ve özellikle de ikincil piyasa olarak adlandırılan menkul kıymetler borsasının da bu gelişmelere etkisi ve payı yüksektir.

Bu nedenle Amerikan şirketlerinde ve sermaye ve menkul kıymetler borsalarındaki gelişmeyi safhalara ayırarak ve özellikle sistemi bozarak bugünkü büyük ekonomik krize yol açan sermaye piyasasındaki yanlışlıkların neler olduğu çok iyi bir şekilde anlaşılmalıdır. Özellikle Amerikan sermaye piyasasında kullanılan enstürümanların kaldıraç sistemi ile fazla kaldırarak veya şişirilerek ekonomik patlamaya veya krize nasıl yol açıldığı ve bu gelişmelerdeki aksayan yönlerin neler olduğunu çok önemlidir. Bu nedenle sermaye piyasası, menkul kıymetler borsası ve özellikle çok ortaklı şirketlerin daha giriş kapısında bulunan Türkiye’nin, ABD’deki gelişmelerden çıkaracağı pek çok ders vardır.

Bunun için ülkede, servetin, tasarrufun, ancak üst gelir grubunda olduğu gerçeği unutulmamalıdır. Ancak bu servetin de, ekonomik sistemin istikrarı için küçük bir azınlık grubun elinde toplanmaması, yani toplumda tekelleşmeye yol

açmaması gerekmektedir. Bugün ABD’de görülen devasa boyutlardaki servetler (özellikle 1980’lerden sonra) kurumsal hissedarlık adı altında yeni oluşuma girmiştir. Ancak kurumsal hissedarlık çatısı altındaki servetlerin kime ait olduğunun örtülmesi de toplumda yeni sıkıntılara ve tartışmalara yol açmaktadır.

Bu sebeple, ABD’deki bu gelişmelerden ders alarak, tasarrufların geniş bir orta sınıfın elinde oluşması hem ekonomik hem de sosyo-politik açıdan arzulanan bir konumdur. Zaten bir toplumda siyasi demokrasi kadar iktisadi demokrasi de önemlidir. Siyasi demokraside nasıl tüm bireylerin katılımı şart ise, iktisadi demokraside de bireylerin en azından geniş bir orta sınıfının hisse senetleri ile şirketlere mümkün olduğunca katılımının sağlanması o derecede şarttır. Yoksa ABD’de görüldüğü gibi şirketlerin yöneticilere kalması ve tekelleşmesi sonucu gelinen nokta açıktır. Bu nedenle, toplumda siyasi, ekonomik ve sosyal denge ve demokrasi elzemdir. Günümüzde siyasi ve ekonomik demokrasiye en uygun model olarak da İsviçre gösterilmektedir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Aktan, Coşkun Can : **Yoksullukla Mücadele Stratejileri**, Ankara, Hak-İş Konfederasyonu Yayınları, 2002.
- Altay, İsmail : **Türk Menkul Kıymetler Borsası Hukukunda Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması Açısından Kotasyon Sistemi ve Kottan Çıkarılan Şirket Yatırımcısının Hukuki Başvuru yolları**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.
- Aksoy, Yaşar : **Atatürk'ün Ekonomi Devrimi Kalpaklı Kalkınma**, Ümit Yayıncılık, Ankara-1998.
- Aksu, Ömer A. : **Gelir ve Servet Dağılımı**, İstanbul, İktisat Fakültesi Yayını, 1993.
- Altay, Erdinç : **Varlık Fiyatlama Teorileri: Sermaye Piyasası Teorisi ve Arbitraj Fiyatlama Teorisi**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004.
- Berglöf, E. : **Capital Sdtructure as a Mechanism of Control: A Comparison Of Financial Systems**, Great Britain, 1990.
- Berle, Adolf A. and Gardiner C. Menas : **The-Modern Corporation and Private Property**, New York, Harcourt Brace and World INC., 1967.
- Charles, Geisst : **Wall Street: From Its Beginnings to the Fall of Enron**, New York, Oxford University Press, 2004.
- Çolak, Ömer Faruk : **İktisada Giriş**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2007.
- Danielian, N. R. and others : **The Security Markets**, New York, 1935.
- Devlet Planlama Teşkilatı, : **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, Gelir Dağılımının İyileştirilmesi ve Yoksullukla Mücadele Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara 2001.

- Dilik, Sait : **Servetin Geniş Kitlelere yayılması**, Ankara, SBF Yayını, Yayın no: 391, 1976.
- Erkan, Hüsnü : **Sosyal Piyasa Ekonomisi**, İzmir, K. Adanauer Vakfı Yayını, 1987.
- Ersoy, A. : **İktisadi Teoriler ve Düşüncelerin Gelişme Tarihi**, İzmir, Akevler Akdeniz Bilimsel Araştırma Merkezi Yayınları, No:6, 1990.
- Ersöz, Halis Yunus, vd. : **Özelleştirme ve Çalışanların Mülkiyet Sahipliliği: Kardemir Örneği**, İstanbul, Alfa Yayınları, 2004.
- Fertekligil, Azmi : **Türkiye’de Borsanın Tarihçesi**, İstanbul, İMKB. Yayınları, Yayın No:3, 1993.
- Franks, Julian, Colin Mayer : **Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK**, London, Econ. Policy 189, London Business School and City University Business School, 1990.
- Goldsmith, R. W. : **The Share of Financial Intermediaries in National Wealth and National Assets, 1900-1949**, New York, 1954.
- Göze, Ayferi : **Sosyal Devlet Sistemi**, İstanbul, Fakülteler Matbaası, İ.Ü.H.F. Yayınları, No:488, 1976.
- Güriz, A. : **Teorik Açından Mülkiyet Sorunu**, Ankara, Sevinç Matbaası, A.Ü.H.F. Yayınları No:253, 1969.
- İMKB : **İMKB Eğitim Seti, “Sermaye Piyasaları ve Borsaların Tarihi”, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul, 2008.
- : **Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası**, 3. Basım, İstanbul, 2006.
- : **İMKB 2009 Yılı Faaliyet Raporu**, İstanbul, Mayıs 2010.
- Jensen, Michael C. : **The Eclipse of the Public Corporation**, 67 Harv. Bus. Rev. 61, 1989

- Karslı, Muharrem : **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, Genişletilmiş 5. Baskı, İstanbul 2004
- Korkmaz, Turhan, Ali Ceylan, : **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 4. Baskı, Bursa, Ekin Yayınevi, 2007
- NIA, : **Federal Reserve, Flow of Funds Accounts and U.S. Department of Commerce NIA**, Washington, 1983
- Nomer, Füsün : **Anonim Ortaklıkta Oydan Yoksun Paylar**, İstanbul, Beta Basım Yayın, 1994
- Schleyer, Hans Martin : **Das Soziale Model**, Buse-Seewald Verlag, 1982
- Sevi, Ali Murat : **Anonim Ortaklıklarda Payın Devri**, Ankara, Seçkin Yayınları, 2004
- Seyidoğlu, Halil : **Uluslararası Finans**, İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2003
- Smith, B. Mark : **A History of Global Stock Market, From Ancient Rome to Silicon Valley**, Chicago, University of Chicago Pres, 2004
- SPAM, : Meban Sermaye Piyasası Araştırma Merkezi; Sermaye Piyasasında Borsa Sisteminin Oluşturulması Semineri, Lebib Yalkın Yayını, 1982
- SPK : Türkiye Sermaye piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Sermaye Piyasası'nda Gündem**, Sayı:51, İstanbul, Kasım 2006.
- Talas, Cahit : **Ekonomik Sistemler**, Ankara, 4. Baskı, S Yayınları, 1980
- Tekinalp, Ünal : **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, Vedat Kitapçılık - Hukuk Yayınları, 1982
- Temiz, Hasan Ejder : **Küreselleşmenin Sosyal Boyutları ve Türkiye Açısından Etkileri**, Ankara, DİSK Birleşik Metal İşçileri Sendikası, 2004

- Turhan, Salih : **Vergi Teorisi ve Politikası**, Beşinci Baskı, İstanbul, Fakülteler Matbaası, 1993
- Türkiye Sermaye Piyasası, : **Gelişme, Strateji, Hedefler**, Yayın No:16, İstanbul, Mayıs 2004
- Ülgener, Sabri : **Milli Gelir, İstihdam ve Büyüme**, İstanbul, Der Yayınevi, 6. baskı, 1962.
- Ünal, Targan : **Dünyada ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul, İ.T.Ü, Yayını, 1991
- Ünal, Oğuz Kürşat : **Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 226, 1987
- Ünsal, Erdal M. : **Makro İktisada Giriş**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2004
- Wolff, Edward N. : **Recent Trends in Household Wealth in the United States: Rising Debt and the Middle-Class Squeeze**, New York, The Levy Economics Institute of Bard College and New York University, 2007
- : **Trends in Aggregate Household Wealth in the US, 1900-83**, Review of Income and Wealth, Series 34, Number 3, New York University, 1989.
- Yalçın, Barbaros : **Tezgah Üstü Hisse Senedi Piyasaları**, İstanbul, S.P.K. Yayın No:34, 1996
- Yanlı, Veliye : **Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 2000
- : **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Hakla Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul, Beta Yayınları, 2005
- Yıldız, Şükrü : **Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 1996

Yurt, Emel : “Arbitraj”, **Para ve Finans Ansiklopedisi**, Genel Yayın Yönetmeni: Deniz Gökçe, Creative Yayıncılık ve Tanıtım, 1996.

Yüksel, Ali Sami
Gültekin Rodoplu : **Sermaye Piyasası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 1980.

Makaleler

Armour, John and
Jeffrey N. Gordon : “ The Berle-Means Corporation in the 21 st Century”, Prepared for the U Penn Law School Seminar, October 24, 2008

Akipek, Jale : “Mülkiyet Kavramı Üzerinde Bir İnceleme”, **Banka ve Ticaret Dergisi**, Cilt:5 (1), 1969, s.1-14.

Cheffins, Brian R. : **Dividends as a Substitute for Corporate Law: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom**, 63 Washington & Lee Law Review, 2006, pp.1273-1338.

..... : “Is Berle and Means Really a Myth?”, Business History Review 83 (Sonbahar 2009), p.3-9.

Çelebican, O. Karadeniz : “Çağdaş Mülkiyet Anlayışı Dolayısıyla Roma Mülkiyetinin Yeniden Değerlendirilmesi Zorunluluğu”, **Banka ve Ticaret Dergisi**, Cilt:13, Sayı3-4, Aralık 1986, s.157-184.

Eren, F. : “Mülkiyet Kavramı”, **Dr. Recai Seçkin’e Armağan**, Ankara, AÜ. HF. Yayınları No:351, Sevinç Matbaası, 1974, s.795-795.

Hayek, F. : “The Use of Knowledge in Society”, **American Economic Review**, 35(4), 1945, p. 519-530.

Schmidt, Klaus, Hebbel, B. Webb, G. Corsetti, : “Household Saving in Developing Countries: First Cross-Country Evidence”, **The World Bank Economic Review**, Vol.6, No.3, 1992, pp. 528-541.

- Tuncer, S. : “İktisadi Servet Mevhumu”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt:22, No.3–4, 1961, s.91-102.
- Yumuşak, İbrahim, Mahmut Bilen : “Gelir Dağılımı-Beşeri Sermaye İlişkisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilgiler Dergisi**, Sayı.1, 2002, s.77-96.
- Yalçındağ, Arzuhan Doğan : Milliyet, 19 Ocak 2010, Devrim Sevilay ile yapılan özel röportaj
- Wurgler, Jeffrey : “Financial Markets and the Allocation of Capital”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, 2000 pp.187-214.

Elektronik Kaynaklar

- Dünya Borsalar Birliği Federasyonu,- : 2008 Faaliyet Raporu, “World Federation of Exchanges,” (Çevirimiçi) www.world-exchanges.org/, 26 Nisan 2010.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası : Tarihsel Gelişmeler, (Çevirimiçi), <http://www.imkb.gov.tr>, 25.04.2010.
- Lipartito, Kenneth & Yumiko Morii : “Rethinking the Separation of Ownership from Management in American History”, (Çevirimiçi) <http://www2.fiu.edu/~lipark/Berlereint.pdf>, 25 Nisan 2010.
- Kuştepelı, Yeşim ve Umut Halaç : “Türkiye’de Genel Gelir Dağılımının Analizi ve İyileştirilmesi”, (Çevirimiçi) www.nuveforum.net/attachments/4174d1214325568-gelir-sbe-pdf, 25 Mayıs 2010.
- T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu : (Çevirimiçi) www.spk.gov.tr, 13 Nisan 2010.

- The Economist Online : “16 şirket 317 oldu,” Talip Yılmaz, 27 Aralık 2009, (Çevrimiçi) <http://www.ekonomist.com.tr/16-sirket-317-oldu-haberler/867.aspx?8.Page> , 25 Nisan 2010.
- TÜİK : 2006 ve 2007 Gelir ve Yaşam Koşulları Araştırması (Çevrimiçi) www.tuik.gov.tr, 23 Mayıs 2010.
- Yükseler, Zafer : “Hanehalkı Bütçe Anketi:Gelir Dağılımı ve Tüketim ve Tüketim Harcamalarına İlişkin Sonuçların Değerlendirilmesi,” Aralık, 2003, (Çevrimiçi) <http://www.tek.org.tr>, 25 Mayıs 2010.
- Zhu Xiao Di : “Growing Wealth, Inequality, and Housing in the United States”, Joint Center for Housing Studies Harvard University, (Çevrimiçi) www.jchs.harvard.edu/publications/markets/w07-1.pdf, 25 Mayıs 2010.
- : (Çevrimiçi) http://www.turkcebilgi.com/iktisadi_sistemler/ansiklopedi, 10.Nisan.2010.
- : “Küreselleşme ve Gelir Dağılımı,” (Çevrimiçi) www.foruz.org/akademi/siyasalbilimler/39.doc 25 Mart 2010.
- : “Dolar milyarderleri listesinde 35 Türk,” NTV-MSNBC, 7 Mart 2008 Cuma, (Çevrimiçi) <http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/438147.asp> , 23 Nisan 2010.

Diğer

- Çatana, Emin : **Krizin Nedenleri ve Sermaye Piyasaları**, 18.05.2010 tarihinde İ.Ü İktisat Fakültesinde verdiği konferans notundan.
- Demirörs, Ümran : **Krizin Nedenleri ve Sermaye Piyasaları**, 18.05.2010 tarihinde İ.Ü İktisat Fakültesinde verdiği konferans notundan
- U.S. Senate Committee on Banking and Currency : Staff Report, “Factors Affecting the Stock Market”, Washington D.C. 1955.