

52030

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
AVRUPA TOPLULUĞU'NUN EKONOMİK YAPISI

TASARRUFLARIN YATIRIMA YÖNLENDİRİLMESİNDE BORSALARIN ÖNEMİ
VE
AVRUPA TOPLULUĞU'NA GEÇİŞ SÜRECİNDE
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI İLE AVRUPA TOPLULUĞU
BORSALARININ KARŞILAŞTIRILMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ
TEZ DANIŞMANI: PROF. DR. MEHMET ALTAN

İSMAİL GÖKÇEN TEKBAŞ
92-9111
İSTANBUL 1995

ÖZET

Türkiye' nin Avrupa Topluluğuna geçiş sürecinde olduğu bu dönemde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nın Avrupa Topluluğu borsaları içindeki konumunun Türkiye' deki iktisadi yapılanma ile birlikte değerlendirildiği ve borsaların ekonomik kalkınmadaki işlevlerinin de irdelendiği "Tasarrufların Yatırıma Yönlendirilmesinde Borsaların Önemi ve Avrupa Topluluğu'na Geçiş Sürecinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile Avrupa Topluluğu Borsalarının Karşılaştırılması" adını alan bu çalışma yedi ana bölümden oluşmaktadır.

Tezin ilk bölümünde kalkınmanın finansal kaynağı olan tasarrufun anlamı gerek gelişmiş gerekse azgelişmiş ülkeler açısından Klasik ve Keynesçi yaklaşımlar temel alınarak incelenmeye çalışılmış ve Avrupa' daki sanayileşme sürecinin kısa bir anlatımı verilmiştir.

İlk bölümde tasarruf kavramına getirilen açıklamaların ardından tasarrufların yatırıma dönüşümü sorunu tekrar Klasik görüş ile Keynesgil yaklaşımlar ile birlikte yorumlanarak tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinin iktisadi çerçevesi çizilmeye çalışılmıştır.

Bu bölümde ayrıca azgelişmiş ülkelerin sermaye birikimi problemine girilmiş ve sermaye birikiminin tanımı ve önemi vurgulanmıştır.

İkinci Bölüm sanayi devrimini gerçekleştirmiş ülkeler ile azgelişmiş ülkeler arasında Türkiye' nin konumunun belirginleştirilmeye çalışıldığı bölümdür. Sermaye birikimi sürecinin neresinde bulunduğu ve kapitalistleşememenin nedenlerinin belirtildiği bölüm ülkenin sermaye birikim sürecini geçen yüzyıldan alarak günümüze kadar gelen bir tarihsel süreç içersinde incelemeye çalışmıştır.

Osmanlı Döneminden başlayan iktisadi gelişimin açıklanması Cumhuriyet Dönemi ile birlikte devam etmiştir. Sermaye birikiminin günümüze kadar gösterdiği aşamalar devletçi politikalar, ithal ikameci politikalar, dış borçlanma

süreci, ihracata yönelik iktisat politikaları ile birlikte incelenmektedir. Türkiye' nin geldiği konumu açıklayan bu bölümde Türkiye' nin tasarruf birikimi, nüfus yoğunluğunun şekli ve üretim kapasitesi Avrupa Topluluğu ülkeleri ile karşılaştırılmaktadır. Bu bölümün sonunda ekonomik büyümeyi kısıtlayan bir etken olarak tasarrufları yatırıma yönlendirecek kanalların yetersizliği belirtilerek ülkemizin kalkınma sürecinde tasarruflarını arttırması ve bu artışın kurumsal yapıların desteğinde yatırıma yöneltilmesinin önemi vurgulanmaktadır.

Tezin üçüncü bölümünü yatırıma yatırılabilir kaynakların çoğaltılması konusu oluşturmaktadır. Bu bölümde maliye politikaları ve para politikalarının tasarrufları arttırıcı işlevi incelenmekte , tasarrufların yatırıma kaynak olabilmesi için gerekli koşullar ele alınarak etkin sermaye piyasalarının bu konudaki önemi vurgulanmaktadır.

"Kalkınmada Sermaye Piyasaları ve Borsaların Önemi" dördüncü bölümün başlığıdır. Para politikasının ihtiyaç duyduğu etkin sermaye piyasalarının ekonomik kalkınmadaki önemini belirleyen teorik yaklaşımların üzerinde durulduğu bu bölümde ekonomik gelişmişliğin önemli yapı taşlarından olan sermaye piyasaları ve borsaların batı toplumları için önemi ve ekonomik yapı içersindeki konumu "Sermaye Piyasaları ve Borsaların Ekonomiye Kaynak Yaratmadaki Rolü" alt başlığıyla incelenmiş, tarihsel süreç ise "Borsaların Doğuşu ve Gelişmesi" altbaşlığıyla incelenmiştir.

Beşinci bölüm Türk Borsacılığını Osmanlı Dönemi, Cumhuriyet Dönemi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası dönemi olmak üzere tarihsel bir süreç içersinde açıklamaktadır.

"Avrupa Topluluğu Ülkeleri Borsaları ve Türkiye" anabaşlığını taşıyan altıncı bölümde topluluk üyesi ülkelerin borsaları ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nın birliğe geçiş süreci incelenmektedir. Bu bölümde birliğin sermaye piyasaları entegrasyonunda bulunduğu nokta açıklanmış ve sermaye piyasalarının bütünleşme süreci gözden geçirilmiştir. Avrupa Birliği dahilindeki önemli üç borsa olan Londra Borsası, Paris Borsası, Frankfurt Borsası yanında İMKB de

incelenerek İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nın birlik borsaları içersindeki yeri netleştirilmiştir. İMKB' nin iktisadi işlevinin de sorgulandığı bu bölümün sonunda Avrupa Topluluğu Borsaları ile İMKB arasındaki mevzuat karşılaştırılmıştır.

Çalışmanın yedinci bölümü, Avrupa Birliği' nin finansal birliği yolundaki sorunlarına değinmektedir. Bu bölüm ile birlikte Türkiye' nin de sermaye piyasalarının uluslararasılaşması yolunda aldığı kararlar sıralanmaktadır.

Sonuç bölümüyle İMKB' nin, Avrupa Topluluğuna geçiş sürecinde mevzuat ve teknoloji bakımından entegrasyona hazır sayılabileceği ancak ekonomik işlevsellik bakımından gelişmiş ülkelerdeki iktisadi rolünü Türkiye' de yerine getiremediği belirtilmiştir. Bu işlevsizliğin nedenlerinin sıralandığı sonuç bölümünde, İMKB' nin Türkiye' nin ekonomik problemleri çerçevesinde oluşan işlevinin değerlendirilmesi durumunda Avrupa Topluluğu Borsalarına olan entegrasyonun teknik bir bütünleşmeden öteye geçemeyeceği belirtilerek çalışma sonuçlandırılmıştır.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
GİRİŞ	1
I. TASARRUF	4
II. TÜRKİYE VE TASARRUF	8
III. YATIRIMA YATIRILABİLİR KAYNAKLARIN ÇOĞALTILMASI	17
1. MALİYE POLİTİKALARI.....	17
2. PARA POLİTİKALARI.....	18
IV. KALKINMADA SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARIN ÖNEMİ	25
1. SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARIN EKONOMİYE KAYNAK YARATMADAKİ ROLÜ.....	26
2. BORSALARIN DOĞUŞU VE GELİŞMESİ.....	32
V. TÜRK BORSACILIĞI	35
1. OSMANLI DÖNEMİ.....	35
2. CUMHURİYET DÖNEMİ.....	37
3. İMKB DÖNEMİ.....	38
VI. AVRUPA TOPLULUĞU ÜLKELERİ BORSALARI VE TÜRKİYE	40
1. TOPLULUK ÜYESİ ÜLKELERİN BORSALARI.....	46
1.1. LONDRA BORSASI.....	46
1.2. PARİS BORSASI.....	54
1.3. FRANKFURT BORSASI.....	61
2. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI.....	65
VII. AVRUPA TOPLULUĞU PİYASA ENTEGRASYONU	80
SONUÇ	86
TABLolar	89
GRAFİK	111
KAYNAKÇA	112

GİRİŞ

1960' lı yıllarda başlayan finansal piyasalarda uluslararasılaşma süreci günümüzde bütünleşme ve uyumlaşma konularında büyük adımlar atmıştır. Bundan birkaç yıl öncesine kadar sanayileşmiş ülkelerdeki hisse senedi, tahvil, para ve türev piyasaları için kullanılan "uluslararası finansal piyasalar" deyimini, bugün Türkiye' nin de içersinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerdeki finans piyasalarını da ifade etmektedir. 1982 yılında "Uluslararası Finans Kurumu" tarafından incelenen 32 gelişmekte olan ülke borsasının toplam piyasa kapitalizasyonu 67 milyar dolar iken 1992 yılı sonunda bu rakam yaklaşık onbir kat artarak 770 milyar dolara çıkmıştır¹. Yine bu borsaların işlem hacimleri aynı dönemde yaklaşık yirmibeş kat artmıştır. Uluslararası Finans Kurumu'na göre, gelişen borsaları bir bütün olarak izleyen yeni karma yatırım endeksinin 1988-1992 döneminde yıllık ortalama getirisi %18.6 iken, ABD Standart and Poors' 500 endeksinin aynı dönemde yıllık ortalama getirisinin %15.6 olması bu borsaların gösterdikleri performansın başarısını ifade etmektedir.

Peki Türkiye' nin de dahil olmak istediği Avrupa Birliği içersinde para ve sermaye piyasaları entegrasyonu ne durumdadır ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nın bu entegrasyondaki konumu nedir? Avrupa Birliği ülkelerinin sermaye piyasaları ve borsalarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile karşılaştırılması bu sorunun cevabını vermektedir. Ancak tezin son bölümünde de belirtildiği gibi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nın mevzuat ve teknoloji konusunda gösterdiği hızlı gelişim ve dünyada yüksek getirisi olan borsalar arasında yer almasına karşın aşırı fiyat dalgalanmalarından kurtulamamasının nedeninin Türkiye' nin ekonomik

¹ IFC, Emerging Stock Markets Fact Book 1993, s.10-20.

problemlerinden kaynaklandığı görülmektedir. Bu durumda borsaların ekonomik yapılanma içersindeki rollerine değinmek ve gelişmiş ülkelerin sanayileşme sürecini inceleyerek bu rolü daha net ortaya koymak gerekliliği doğmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile Avrupa Topluluğu Borsaları karşılaştırmasına geçmeden önce borsaların tasarrufların yatırıma yönlendirilmesindeki rolleri tez içersinde belirginleştirilmeye çalışılmıştır.

Bu durumda tezin amacı tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde borsaların işlevlerinin iktisadi çerçevesini ortaya koyarak İMKB' yi Avrupa Birliği' ne geçiş sürecinde yalnızca hukuksal altyapı bakımından değil aynı zamanda gördüğü ekonomik işlevi açısından da sorgulamaktır. Bunun için gelişmişlik sürecini sanayi devrimiyle başlatan ülkelerin tasarruf kavramına verdikleri önem ile tasarruf ve tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinin önemi klasik iktisadi yaklaşım ve Keynesçi iktisadi yaklaşım ışığında değerlendirilmeye çalışılmıştır.

"Yatırıma Yatırılabilir Kaynakların Çoğaltılması" ve "Kalkınmada Sermaye Piyasaları ve Borsaların Önemi" konularıyla iktisadi çerçeve tamamlanarak Türk Borsacılığının ve Avrupa Topluluğu Ülkeleri Borsalarının karşılaştırmasına geçilmiştir. Bu karşılaştırma sonrasında İMKB' nin spekülatif karakteri belirginleştirilerek kamuyu bilgilendirme ve reel kesime kaynak aktarma açısından yetersizliği açıklanmıştır. Türk Sermaye Piyasasının kamunun borçlanma ihtiyacını karşılayan bir kanal haline dönüştüğünü belirten altıncı bölümün sonunda Avrupa Birliği mevzuatı ile İMKB' nin hukuki yapısı karşılaştırılmış ve Topluluk direktifleriyle Türkiye' deki mevzuat arasındaki paralelliğe dikkat çekilerek İMKB' nin hukuki çerçevesinin Topluluk standartlarıyla uyumlu olduğu görüşü belirtilmiştir.

"Avrupa Topluluğu Piyasa Entegrasyonu" konusu ile Avrupa' daki finansal bütünleşmenin geldiği nokta ve sermayenin uluslararasılaşması konusunda Türkiye' nin aldığı önemli kararlar incelenmiştir.

Sonuç bölümüyle İMKB' nin Avrupa Topluluğuna geçiş sürecinde iktisadi

işlevselliğinin yetersizliği vurgulanarak entegrasyona bu bağlamda hazır olmadığı ancak teknoloji ve hukuki altyapı bakımından Topluluk üyesi borsalarla bütünleşmede problem yaşamayacağı belirtilmiştir.



I. TASARRUF

18. yüzyılın başlarında Avrupa' da gerçekleşen sanayi devrimi, tarım toplumundan sanayi toplumuna geçiş süreciyle birlikte Gelişmenin ve Azgelişmişliğin tarihini de başlatmıştır. Kalkınmış ülkelerde tarımsal üretimin yarattığı artık, sanayi yatırıma kaynak yaratmış ve bu yatırımların getirilerinin yeniden üretim sürecine sokulmasıyla sermaye birikimi sürecine geçilmiştir. Sanayi yatırımlarıyla yaratılan istihdam tarımsal nüfusu azaltarak sanayi işçisini yaratmış ve kentleşme olgusu gelişmiştir. Kapitalist üretim tarzının gelişiminde, manufaktürden fabrika üretimine geçişi belirleyen sanayi devrimi, sınai ürünleri üreten ve ihraç eden ülkeleri doğurmuştur. Bu geçiş sürecini başaramayan ülkelere sınai ürünlerinin pazarı ve ucuz hammadde, yiyecek sunucusu ülkeler konumuna girmişlerdir.

Tarımsal üretimin sanayi üretimine kaynak yaratamadığı ülkelerin kalkınamadığını görürüz. Bu ülkelerde "sermaye birikimi" sorunuyla "tasarruf yetersizliği" sorunu özdeşleşmektedir. Gelirin tüketilmeyen kısmı olan tasarruf neoklasik teoriye göre gelir elde etmek için yapılır.² Bu şekilde, tasarruftan elde edilen faiz geliri ile tasarruf miktarı arasında pozitif bir ilişki kurulur, yani tasarruflar faiz haddinin artan bir fonksiyonudur.

Tasarrufların tamamen yatırımlara yönlendirilmesinde klasik iktisatçılara göre en önemli kuvvet faiz haddidir. Tam rekabet şartları altında fiyatın, arz ve talebi dengelediğini aynı şartlarda faiz haddinin de kredi arz ve talebini denge noktasına getireceği ve bu suretle tasarruf ve yatırımın eşit değerlerde birleşmesine neden olacağı kabul edilmiştir. J.B.Say' ın Mahreçler Kanununa göre "her arz kendi talebini yaratmaktadır". Klasik anlayışa göre tüm ekonomik faaliyetlerin amacı olan tüketim

² Asaf Savaş Akat: İktisadi Analiz, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi 1980, s.170.

gelire bağılı ve gelir de üretimden doğduğuna göre her üretim faaliyeti zorunlu olarak bir talep yaratmaktadır. Peki bazı ekonomik birimler gelirlerinin tamamını mal ve hizmet alımı için harcamayarak bir bölümünü tasarruf ettikleri takdirde toplam talep miktarı bu tasarruf miktarı kadar açık vermeyecek midir? Klasik yaklaşım bu açığı kabul etmemektedir. Tasarruf yatırım malı alımını gösterir ve bütün tasarruflar otomatik olarak yatırıma dönüşmektedir. Bu durumda toplam talep hacminde bir düşme olmayacaktır. Tasarrufun yatırıma dönüşmesini sağlayan kuvvet de faiz haddidir. "Faiz oranı; Say kanununun paralı bir ekonomide geçerliliği bu oran yardımıyla sağlandığından, klasik yapının temel taşı oluşturur. Tasarrufun temsil ettiği kaynak arzının talep yönünü yatırımlar temsil etmektedir ve faiz bu kaynağın, yani tasarrufun fiyatıdır. Faizin rolü, tasarruf ve yatırım eşitliğini sağlamaktadır ve bu, istihdam hacmi ve toplam reel gelirin belirlenmesi mekanizmasından bağımsız şekilde olur."³

Kredi talebinin ve özellikle kredi arzının (tasarruf) faiz haddi değişimleri karşısındaki hassasiyetine göre temellenen bu kabullenişe karşın Keynesçi görüş tasarruf ve yatırım eşitliğini faiz haddinden alıp geniş ve genel anlamıyla gelir oluşumunda aramaktadır. Tüketim seviyesinin az çok kararlı (stable) düzeyi üstünde yatırım, gelişmenin aktif-dinamik faktörü olarak, milli geliri tayin eder; milli gelir ise belli seviyelerde bireylerin ne kadar tasarrufta bulunacaklarını belirler. Devre başında yatırım cari tasarrufu aşmış bulunuyorsa, devre sonunda milli gelirle beraber tasarruflar da çoğalacağından iki değer arasında eşitlik kendiliğinden kurulmuş olacaktır. Özetle son açıklamaya göre eşitleyici kuvvet faiz haddi değil gelir oluşumudur. Milli gelir, yatırımın artmasından aldığı kuvvet ya da azalmasından uğradığı kayıpla tasarrufu belirleyecek ve devre sonlarında tasarruf ve yatırımı eşit hale getirecektir. Görüldüğü üzere Keynes'te gelir, tasarrufun en önemli karar verdiricisi durumundadır.

³ Tezer Öçal: Para Teorisi, Gazi Üniversitesi Yayınları, Ankara 1990, s.552.

Az gelişmişliğin en önemli nedeni olarak görünen tasarruf yetersizliğinin sebepleri üzerinde durmak, bu ülkeler arasında yer alan Türkiye' nin de sermaye birikimi problemini gündeme getirmektedir.

"Sanayileşme sürecinin başlatan sermaye ve sermaye birikimi iki açıdan ele alınmaktadır. Bunlardan birincisi, sermayenin parasal yönüdür, ya da para sermayedir. İkincisi de, üretimde kullanılan fiziksel mal varlıklarının yeniden üretilen kısmıdır. Bu ikinci yönüyle üretimin üretilmiş faktörü olan sermaye makina, ekipman ve teçhizat gibi üretimin uzun vadeli ve yavaş değişkenini ifade etmektedir. Sermayenin, bazan gerçek sermaye de denilen bu ikinci yönüyle ilgili veriler yoktur."⁴Bu anlamda sermaye birikiminin ölçülmesi ve tek bir rakamla ifadesi imkansız hale gelmektedir. Dolayısıyla sermaye zorunlu olarak parasal yönüyle ele alınmakta ve sermaye tasarruf birikimi ile özdeşleşmektedir. Sanayileşme sürecinde yatırıma kaynak teşkil eden sermaye, makina, ekipman ve teçhizat gibi üretimin uzun vadeli ve yavaş değişkenlerini ifade ettiği gibi bunların elde edinmesinde kullanılmış, aynı zamanda sonraki üretime girdi olacak malların üretiminde de bulunarak genişlemiştir. Kapitalist üretim koşulunda sermayenin kendini genişletmesi yani var olan sermaye değerinin yeniden üretilmesi doğal kaynakların etkin kullanımını, istihdamın artarak devamını ve emek verimliliğini sağlayacaktır. Kar kavramını belirginleştiren ve karı en yüksek düzeye çıkararak refahı arttırmak için birikmek zorunda olan sermaye, toplumsal sınıfların içersinde üretim araçlarına sahip olan bir sınıf ve emeğini satmak zorunda olan bir diğer sınıf olduğu sürece üretimin amacı ve ereği olarak refahın artışı yolunda birikimini genişletmek zorunda olmuştur.

Az gelişmiş ülkelerde kaynak yaratılamaması ve halkı tasarrufa itecek kurumlaşmanın yeterince sağlanamaması da tasarrufların milli gelire olan oranının düşmesine neden olmaktadır. Sermaye birikiminin yetersizliği üretim yetersizliğini getirmektedir. Sermaye birikimini sağlayamayan az gelişmiş toplumların üretim

⁴ Yakup Kepenek: Türkiye Ekonomisi, Savaş Yayınları , Ankara 1984, s.97.

yetersizliği neticesi yoksulluğu, bu ÷lkeler için fakirlikten dolayı fakir kalma döngüsü kavramını ortaya çıkarmıştır. Peki Türkiye, sanayi devrimini gerçekleştirmiş ÷lkeler ile azgelişmiş ÷lkeler arasında hangi konuma sahiptir ve sermaye birikimi sürecinin neresinde bulunmaktadır?



II. TÜRKİYE VE TASARRUF

1838 İngiliz Ticaret Antlaşması Osmanlı toplumunu açık pazar haline getirirken iç yapı üzerinde de iki tür etki yaratmıştır. Bir yandan Avrupa' daki sanayi rekabetine dayanamayan yerli sanayi çökerken, öte yandan da dünya pazarı ile bütünleşmeye çalışan bir aracı sınıf türemiştir.⁵Bu dönemde yeralan Tanzimat reformları diye anılan kurumsal düzenlemeler de Osmanlı toplumunun girmekte olduğu iş bölümünün gerektirdiği yönetsel, siyasal, mali ve kültürel düzenlemeleri içermiştir. Bu tür bir yapı içersinde dünya sistemi ile bütünleşme, beraberinde dış borçlanmayı da getirmiş böylece başlayan borçlanma süreci, giderek 1881' de Düyun-u Umumiye sisteminin kurulmasına kadar varmıştır.

Az gelişmişliğin sonucunu belirleyen bu ilk dönemin sonucunda Osmanlı toplumsal yapısı ve bu yapının uluslararası işbölümündeki konumu tipik bir görünüm içersine girmiştir. Pamuk, tütün, yün ve bazı yiyecek maddeleri ihracatın esasını oluşturmakta, sınai ürünler ise ithal edilmektedir.⁶İhraç konusu ürünler, pazara doğrudan ulaşabilen büyük toprak sahiplerince ya da küçük köylülerce üretilip ticaret sermayesi tarafından pazarlanmaktadır. Yirminci yüzyılın başlarına gelindiğinde sanayi, öncelikle dokuma-giyim ile uğraşan birkaç devlet işletmesi dışında, küçük ve ilkel yöntemlerle çalışan sınırlı sayıdaki kuruluşlarda gıda vb. ürünlerin işlenmesinden ibaret kalmıştır.

Cumhuriyetin kurulduğu dönemde büyük toprak sahiplerinin konumuna ilişkin olarak Osmanlı döneminin "Aşar Vergisi"nin kaldırılması önem taşımaktadır. Ürün üzerinden aynı ve standart bir yüzde on olarak alınan bu verginin kaldırılması,

⁵ Haldun Gülalp, a.g.e , s.19

⁶ Haldun Gülalp, a.g.e , s.20

mutlak kazanç olarak, küçük köylüden çok büyük toprak sahibine yaramıştır. Aşarın kaldırılmasının yanında köylünün desteklenmesini sağlayacak kredi politikaları gibi önlemlere gidilmemesi de bu verginin kaldırılışının büyük toprak sahiplerine yaradığının göstergesidir. 1920' lerin sonuna gelindiğinde, özellikle uzun savaş yılları boyunca gerileyen tarımsal üretimin yeniden genişlemesine bağlı olan bir büyüme yeralmıştır ama sınai bir gelişmeden söz etmek imkansızdır.⁷

Osmanlı İmparatorluğu Cumhuriyet dönemine oldukça zayıf bir ekonomik miras bırakmıştır. Sermaye birikimsizliğini gösteren 1923 ile 1929 yılları arasındaki yatırım ve tasarruf oranları Cumhuriyetin ilk yıllarındaki problemi açıkça ortaya koymaktadır (Tablo I).

1929 yılındaki büyük iktisadi bunalımla birlikte azgelişmiş ülkelerdeki sanayileşme süreci hız kazanmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki sanayi sermayesinin bunalımı azgelişmiş ülkelere oralarındaki egemen sınıfların bunalımı olarak yansımıştır. Azgelişmiş ülkelerin kısır da olsa güçlenmekte olan sanayi kesimi bu bunalımla birlikte iktidara ortak olma iradesini göstermiştir. Bu bunalım döneminde özellikle Latin Amerika' da oldukça hızlı bir sanayileşme görülmüştür.⁸Değişik ülkelerdeki sınai gelişmenin ortak özelliği, öncelikle temel tüketim mallarının iç pazara dönük biçimde üretilmeye başlaması olmuştur. İthal ikamesi yoluyla sınaileşmenin ilk aşamasını oluşturan bu dönemde sermaye birikimi özellikle dokuma ve gıda dallarında yer almıştır. Türkiye' de de bu dönemde yeralan gelişmelerin Latin Amerika örneğine oldukça paralel olduğu gözlemlenmiştir. Türkiye' nin 19. yüzyılın ortalarından sonra ilk ciddi sınai gelişmeye tanık olduğu dönem olan Devletçilik döneminin, Büyük Bunalım nedeniyle başladığı söylenebilir. "Bunalımın etkileri Türkiye üzerinde iki yönlü olmuştur. Bunlardan birincisi bunalımın Türkiye' nin ihraç ürünlerine olan talebin daralmasına ve bunun sonucunda tarımsal ürünlerin fiyatlarının ülke içinde

⁷ Haldun Gülalp, a.g.e., s.25.

⁸ Haldun Gülalp, a.g.e., s.26.

ve dışında düşmesine neden olmasıdır. İkinci olarak Bunalım Türkiye' nin geleneksel ithalatını da aksatmıştır. Bu döneme gelindiğinde Türkiye' nin un, şeker ve dokuma gibi en temel tüketim maddelerini bile ithal ettiği dikkate alınırsa, bunalımın toplumun tümünün kendini yeniden üretmesini tehdit edecek bir niteliğe sahip olduğu anlaşılabilmektedir"⁹. Türkiye' de bunalım ortamında sınai sermaye birikimi gereği ortaya çıktığında, bunu üstlenecek bir sanayi kesiminin henüz var olmayışı, "Devletçiliği" zorunlu kılmıştır. Sanayileşmenin neden gerekli olduğu ise, bunalımın yarattığı iki yönlü etki açısından anlaşılabilir. Ülke içinde başlatılacak bir sanayi sermaye birikimi, geleneksel ihraç ürünlerine yitirdikleri pazarı yeniden yaratırken, geleneksel ithalatın da ikamesini sağlayacaktır. Devlet, bunalım ortamında sermaye birikimi sürecini başlatmıştır. Dünya Bunalımının 1935' lerde son bulmaya başlaması ile birlikte, Türkiye' nin dış ticaret hadlerinde bir düzelme başlamıştır. "2. Dünya Savaşı döneminde de sanayileşme sürerken, döviz ve altın rezervlerinde de önemli ölçüde bir birikim sağlanmıştır. Savaştan çıkıldığında, savaş döneminde biriktirilmiş olan bu rezervler, ithal ikameci politikanın sürdürülmesi için gerekli temelleri oluşturmuşlardır".¹⁰ Ancak kalkınmayı sağlayacak sermaye birikimi problem olmaya devam etmiştir.

İç tasarrufların yetersizliği 1950' li yıllarda da sürmüştür. Bu yıllarda kapitalist ülkelerin kapitalist birikim süreci içinde eskiyen üretim teknolojilerinden vazgeçilmiş ve karlılığı azalan bu teknolojiler emek gücünün bol ve ucuz olduğu alanlara, az gelişmiş ülkelere kaydırılmışlardır. Dünya kapitalizminin en büyük gücü olan ABD' nin 1950' li yıllarda Türkiye ile girişilen politik ilişkiler sonucu Marshall yardımı, dış krediler, borçlar yoluyla teknolojik ömrünü doldurmuş Fordist makineleri Türkiye gibi az gelişmiş ülkelere kaydırarak kendi sanayilerinin tamamlayıcısı olma işlevini yüklemiştir. 1960' lı yıllarda da hızlı bir gelişme gösteren Türk Sanayi Sermayesi

⁹ Haldun Gülalp, a.g.e., s.28.

¹⁰ Haldun Gülalp, a.g.e., s.34

uluslararası işbölümüne göre şekillenmiş ve Türkiye dışarıya borçlanma yoluyla bu teknolojiden payını almıştır (Tablo II - Tablo III).¹¹

1960 ' lı yıllarda Türkiye dışarıya borçlanma nedeniyle daha emek yoğun teknolojileri kullanarak sanayileşmeye, sermaye birikimine çalışmıştır. Büyük yatırım gerektiren teknolojiler devlet tarafından kurulan işletmelerde (KİT' ler) kullanılmaya başlanmıştır. Türkiye' de 1960' lı yıllar üretimin nispeten istikrarlı bir artış gösterdiği yıllar olmuştur. Bu dönemde döviz yetersizliği söz konusu olmamıştır. Ancak bu dönemde sermaye sınıfı, birikim için öz sermayeleri yetersiz kalmaya başlayınca yatırımlarını finanse etmek için aşırı borçlanmıştır. Devlet için de borçlanma yüksek boyutlarda yaşanacaktır (Tablo IV-Tablo V). Çünkü, düşük döviz kuru, korumacılık, sübvansiyonlarla beliren bütçe açıkları, vergileri arttırarak kapatılmaktan ziyade iç ve daha çok dış borçlanmayla kapatılmaya çalışılmıştır.¹² 1970 yılında iç ve dış borçların gayri safi milli hasılaya oranı sırasıyla %17.7 ve %17'ye ulaşmıştır (Tablo VI). Kamu kesiminin özel kesime nazaran daha teknoloji yoğun yöntemler kullanıyor olması, ara ve yatırım malları üretiminde bulunmasına karşın özel kesim için sermayenin sanayii üretimi içinde yeni yeni palazlanıyor olması ve tüketim malları üretiminde yoğunlaşması, yetersiz üretkenlik artışı getirmiştir.¹³ Tüketim harcamalarından dolayı tasarruf oranları arttırılamamış, tasarrufların yetersiz olmasından dolayı emek üretkenliğini arttırmak için gerekli yatırımlar yapılamamıştır. Artan yatırımların iç tasarrufla karşılanması için tüketim harcamalarının kısılması gerektiği vurgulanmış, ama yetersiz üretkenlik artışlarından dolayı dünya pazarlarıyla rekabet edememe yüzünden yüksek maliyetle üretilen malların iç pazarda satılması gerekmiştir. İç talebin zorunlu uyarılmasıyla sermaye birikimi süreci 1970' li yıllara yüksek talep baskısı ve tasarruf yetersizliği ile girmiştir.

¹¹ Tülay Arın: Kapitalist Düzenleme, Birikim Rejimi ve Kriz (II): Azgelişmiş Kapitalizm ve Türkiye. Onbirinci Tez Kitap Dizisi III, 1986, s.86-125.

¹² Tülay Arın. a.g.e., s.106.

¹³ Ergun Türkcan: Sanayileşme Sürecinde Türkiye. 3.Basım Bilgi Yayınevi 1987, s.242-254.

Cumhuriyetin 50.Yıldönümünde de, tasarruf oranları ,ilk baştaki duruma göre değişmiş olsa da sorun olmaktan çıkmamıştır (Tablo VII).Bu yıllarda Türkiye imalat sanayi, tüketim malları üretiminden ara ve yatırım malları üretimine geçmeye başlamıştır (Tablo II-Tablo III). Bu malların üretimi için de gerekli sermaye yoğun teknolojilere ve hammaddelerin ithal edilmesine gerek duyulmuş ve dış borçlanma devam etmiştir (Tablo IV). İthal teknolojilerin kullanılması maliyetleri yükseltmiş karları düşürmüştür.¹⁴ Alt yapı yatırımlarının, ara ve yatırım mallarında büyük ölçekli yatırımları devlet üstlenmiştir. Bu yatırımların finansmanı içinse borçlanma dışında değişen dozajlarda enflasyona başvurulmuştur.¹⁵Yatırım mallarının ithal edilmesinin zorunlu olduğu bu dönemde dış ticaret dengelerinin bozulması döviz sorununu yaratmıştır.¹⁶Bazı iktisatçılar döviz yetersizliğinin önemine dikkat çekmiş ve döviz bulunursa ithalatın yapılabileceği ve sanayinin yeniden büyüme sürecine gireceğini belirtmişlerdir.¹⁷ Sermayenin temsilcileri birliği ise "1976 yılına girilirken dış ticaret açığı yüzünden sanayiide büyük hammadde tikanıklıkları ve darlıkları olacağı yolundaki tahminler gerçekleşmemiş, sanayiinin ihtiyacı olan ithalat yapıldığı gibi sınai üretim artmış ve sanayii mamullere ülke içinde geniş bir pazar bulunabilmiştir"¹⁸ diyerek döviz yetersizliğinden bahsetmemiştir.

1970' li yıllar yatırımların finansmanında borçlanmanın kullanıldığı yıllar olmuştur. İç tasarrufların yetersizliği yatırımların finansmanında borçlanmaya götürmüştür.Bu da para arzını ve banka kredilerinin genişletilmesini getirmiştir. Burada devletin borçlanma oranı yüksek olmuştur. Devlet boçlanmanın maliyetini de Merkez Bankası kaynaklarına başvurarak gidermeye çalışmıştır.Böylece bütçe açığı

¹⁴ Tülay Arın, a.g.e., s.110.

¹⁵ Şevket Pamuk: İthal İkamesi, Döviz Darboğazları ve Türkiye 1947-1949-Kriz Gelir Dağılımı ve Türkiye'nin Alternatif Sorunu, 2. Basım Kaynak Yayınları, Ankara 1987, s.37-69.

¹⁶ Tülay Arın, a.g.e., s.106.

¹⁷ Çağlar Keyder: İthal İkameci Sanayileşme ve Çelişkileri: Kriz Gelir Dağılımı ve Türkiye'nin Alternatif Sorunu, 2. Basım Kaynak Yayınları, Ankara 1987, s.13-36.

¹⁸ TOBB: Ekonomik Rapor 1976, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayını, Ankara 1977.

artmış, para arzı artmış ve enflasyon hızlanmaya başlamıştır.¹⁹ 1970'lerin sonunda Türk Ekonomisi milli gelirin %5.7 si kadar dış kaynak kullanmadan yaşayamaz duruma gelmiştir.

1980' in başında Türkiye' nin 24 Ocak kararlarını aldığını görürüz. Bu kararlarla Türk Lirası bir kere daha devalüe edilmiş ve ekonomide yeni bir istikrar programı devreye sokulmuştur. Program, piyasa ekonomisi koşulları içinde, fiyat kontrollerinin kaldırılmasını, KİT zamlarını, ücret sınırlamalarını, sıkı para, yüksek faiz politikasını, dış ticarete liberasyonu öngörmüştür. 12 Eylül 1980'de gelen askeri darbe, istikrar programının uygulanması için gereken her türlü desteği sağlamış; yeni dış krediler alınmış; günlük kur ayarlamaları şeklinde mini devalüasyonlarla döviz pahalı hale getirilmiş; ihracat, vergi iadesi ve sübvansiyonlarla teşvik edilmiştir. Ancak iktisadi düzenlemeleri içeren bu kararların işsizlik artışı, dış ticaret açıklarının azaltılamaması (Tablo VIII), dış borçlanmanın yüksek olması (Tablo IX), bütçe açıklarının büyümesi (Tablo IX), enflasyonun hızlanması (Tablo X) gibi sorunları önleyemediği açıktır. 1970' li yılların dünyadaki krizleri nedeniyle yeniden geliştirilen stratejilerin neticesi gelişmekte olan ülkelerin ihracata dayalı büyüme politikalarına 24 Ocak kararları geçiş sağlamaya çalışmıştır. Bu amaçla dövizin esnek kur sistemine geçişiyle birlikte TL. karşısında değeri arttırılmıştır. İhracata sağlanan vergi iadeleri, teşvikler, sübvansiyonlar ihracatı arttırmış, ihracatın artmasıyla ülkeye döviz girişi artmıştır.²⁰ Ancak dış borçlanmanın faiz maliyetine katlanmaya devam eden Türkiye yatırımlarını iç tasarruflarla finanse edememektedir (Tablo XI). Kredilerdeki genişleme artı değer ile dengelenemediğinden para arzı artışı (Tablo XII) devam etmiştir. Bu dönem için söylenecek olumlu sözler dünya ile entegrasyonda atılan önemli adımlarla birlikte verimlilik ve rekabet kavramlarının yerleşmesi ve sermaye piyasalarındaki kurumsallaşmadır.

¹⁹ Şevket Pamuk, a.g.e., s.56.

²⁰ Azmi Fertekligil: Türkiye'de Borsa'nın Tarihçesi, İMKB Yayınları İstanbul 1993, s.191.

Tarihsel süreç içerisinde az gelişmiş ülkelerin geleneksel üretim tarzlarına uyan bir yapı sergileyen Türkiye, kalkınmanın sanayileşme sürecinde en önemli kaynağı olan tasarruflarını, istenen düzeyde arttıramamış ve kalkınmasını dış borçlarla ve enflasyonla finanse ederek sermaye birikimi yetersizliğini gidermeye çalışmıştır. Tüm az gelişmiş ülkelerde olduğu gibi bozuk gelir dağılımı Türkiye' de de az nüfuslu bir üst düzey gelirli kesim yaratmış ancak bu kesimin yatırımlara kaynak olmadaki yetersizliği yanında cebri tasarruf yöntemlerinden olan verginin de bu kesimden alınamaması sermaye birikiminin artmasına engel olmuştur. Sermaye kesimi kadar tarım da vergi alınmayan ayrıcalıklı bir kesim halini almıştır. Tüm sanayileşmiş ülkelerde sanayileşmenin ihtiyacı olan ekonomik kaynak tarım kesiminden sağlanırken, Türkiye' de tarım kesimi gözetilmiş ve diğer sektörlerden buraya kaynak aktarılmıştır (Tablo XIII-Tablo XIV-Tablo XV). Buna karşın Tarım sektörü, Cumhuriyetin kuruluşunda GSMH içinde %43 ile en büyük paya sahip iken 1993 yılında bu oran %14.6' ya gerilemiştir. Tarım sektörünün yine en büyük artış gösterdiği dönem %7.6 ile 1923-1938 dönemi iken 60'lı yılların ortalama yıllık artış hızı %2, 70' li yılların %3.6 ve 80' li yılların %1.9 olmuştur. 1990 yılından günümüze ortalama artış hızı ise % 0.4' tür.²¹ Türkiye' de ne yazık ki, vergi yükünün diğer AT ülkelerine oranla çok düşük oluşu (Tablo XVI), ve verginin yaygınlaştırılamamış olması tasarruf oranlarının düşüklüğünün en önemli sebeplerinden biridir. Tasarruf oranlarının sorun olması, kalkınmanın ve sanayileşmenin sorun olması ile özdeşdir. Tasarruf oranı o ülkenin kalkınabilirliğini gösteren en önemli ölçütlerden biridir. Döviz yetersizliği ve teknolojik gerilik finansman sorununun boyutlarını arttırmaktadır. İhracatın ancak ithalatın üçte birini karşılar durumda olması Türkiye' de önemli bir döviz yetersizliğini açığa çıkarmaktadır. Gerçekten de, gelişmekte olan ülkemiz açısından bazı dönemler istisna edilirse döviz yetersizliği büyük boyutlara ulaşmıştır. Örneğin 1950'lerde ithalatın büyük kısmı, ihracat ile karşılanırken bu oran 1980' de %37' ye düşmüş; 1982'de ise

²¹ Ekrem Pakdemirli: Ekonomimizin Sayısal Görünümü, Milliyet Yayınları, İstanbul 1995, s.13.

tekstilde, tarıma dayalı ürünlerde ve sanayi mallarındaki artış nedeniyle %65.8' e çıkmıştır²². Türkiye' nin ihracat potansiyelini değerlendiremeyip döviz yetersizliği içersine düşmesinin başlıca nedenlerini ise şu şekilde açıklayabiliriz:

- İhracattaki fiyat dengesizliklerinin sadece devalüasyon, döviz kuru, vergi iadesi gibi yöntemlerle çözümlenmesi, üretimde verimliliğin gündeme gelmemesi,
- Mal çeşitliliğine gidilememesi,
- Kaynakların ihracata yönelik ve rasyonel bir biçimde kullanılmamış olması,
- Türk bankacılık sektörünün yurt-dışı ilişkilerindeki problemler,
- İhraç edilebilir ürünlerde iyi bir teşvik politikasının olmayışı,
- Altyapı alanlarının yetersizliği.

Türkiye,kendi boyutlarındaki AT ülkelerinin çok altında bir ulusal üretimle yetinmektedir (Tablo XVII). Bu alandaki performansı ancak beş milyonluk ülkelerle kıyaslanabilecek bir yetersizlikte kalmaktadır.AT ülkeleri içinde nüfus bakımından Türkiye boyutlarındaki ülkeler İngiltere,Fransa ve İtalya'dır.Almanya birleşmeden sonra nüfus olarak biraz daha çoğalmıştır. Bu ülkelerin yıllık toplumsal üretimleriyle, Türkiye karşılaştırıldığında çok ciddi boyutlarda bir farklılık ortaya çıkmaktadır.Almanya Türkiye'den 15,Fransa ve İtalya 11,İngiltere 9 kez daha fazla üretim yapmaktadır.Türkiye GSMH açısından,kendi boyutlarındaki ülkelere oranla çok yetersiz kalırken, ancak küçük Avrupa ülkeleriyle kıyaslanabilmektedir.²³

Tüm bu bilgilerin ışığında Türkiye' nin kalkınmanın en önemli kaynağı olan tasarruflarını genişletemediği ve Cumhuriyetin kuruluş yıllarında aşarın kaldırılmasıyla tarımsal üretimin desteklenmesi neticesinde küçük üreticiliğini hala tasfiye edememiş bir ülke olduğu gerçeğiyle karşılaşmaktadır. Bizdeki tarım nüfusunun yoğunluğu da bu gerçeğin bir diğer göstergesidir (Tablo XVIII).

²² Gülten Kazgan: Ekonomide Dışa Açık Büyüme, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul 1985, s.271.

²³ Mehmet Altan : Kapitalizm Bu Köye Uğramadı. AFA Yayıncılık, İstanbul 1994, s.112.

Günümüzde küçük üreticiliğin hala tasfiye edilememiş olması, vergi yükünün azlığı ve döviz yetersizliği ulusal tasarrufların düşüklüğüne yol açmaktadır. Türkiye' nin üretim biçimi olarak köylülüğü aşamaması, ulusal tasarrufları çoğaltamaması, vergi sorununu çözmemesi iktisadi geçmişin kısa bir özetidir.

Ülkemizin kalkınma sürecinde tasarruflarını arttırması ve bu artışın kurumsal yapıların desteğinde yatırıma yöneltilmesinin önemi gün geçtikçe artmaktadır. Ekonomik kalkınma için gerekli kaynakların yaratılması sorunun bir yönünü çözmektedir. Uyarılan, yaratılan tasarrufların yatırıma yönlendirilmesi aynı derecede öneme sahiptir. Az gelişmiş ülkelerde ekonomik büyümeyi kısıtlayan bir sebep de tasarrufları yatırıma yönlendirecek kanalların yetersizliğidir. Yatırıma yatırılabilir kaynakların geliştirilmesi ve yatırıma yönlendirilmesi, borsaların bu kalkınma sürecindeki işlevlerinin açıklanabilmesi için önem taşımaktadır.

III. YATIRIMA YATIRILABİLİR KAYNAKLARIN ÇOĞALTILMASI

Günümüzde tasarrufların yatırımlara kaynak olabilmesi için yatırımı yönlendirenlerin ve tasarrufta bulunanların koşulları ile bu iki kavram arasında akışkanlığı sağlayacak aracı hızlandırıcıların (etkin sermaye piyasaları, güçlü bankacılık sektörü) bulunması zorunludur. Ülkelerin tasarruflara verdiği önem ve bu tasarrufların arttırılması gereği, bu yönde maliye ve para politikaları çerçevesinde uygulamalara gidilmesini sağlamıştır. Vergi ve kamu harcamalarını kapsayan maliye politikalarıyla, para arzı kontrolüyle fiyat istikrarı ve dış ticaret dengesini sağlamaya yönelik para politikalarının birbiriyle uyumlu olarak ulaşmak istedikleri amaç tam istihdamın sağlanması ve aşırı enflasyon ve deflasyonla mücadeledir. Bu yapı içersinde tasarrufları arttırıcı mali politikalar ve parasal politikaların açıklanması ve ardından para politikasının ihtiyaç duyduğu sermaye piyasalarının etkinliği bizi borsaların bu konudaki işlevlerine doğru yönlendirecektir.

1. MALİYE POLİTİKALARI

Bütçe harcamalarıyla yatırımların desteklenmesini böylece eksik istihdamın önüne geçilmesini amaçlayan maliye politikası uygulaması bu yolla tasarrufların artacağını öngörmektedir. Vergilerin arttırılması da zorunlu tasarrufları doğuracak bir diğer unsurdur. Gelişmiş ülkelerde vergilerin arttırılması yoluna gidilerek tasarruf artışı sağlanabilmektedir.

Gelirlerin düşük olduğu ve gelir dağılımının oldukça bozuk olduğu azgelişmiş ülkelerde vergi adaletinin sağlanması oldukça güçtür. Alt gelir gruplarında insanların gelirlerinin büyük kısmını zorunlu ihtiyaçlarına ayırması, yüksek gelir gruplarının vergilendirilmesi neticesi gönüllü tasarrufların azalması sermaye birikimi sorununu daha zor hale getirmektedir. Bu problemin üstesinden gelebilmek için harcamalardan alınan vergilerin arttırılması yoluna gidilmektedir. Çünkü aksi takdirde vergilerin

tüketimi daraltıcı etki yapmayacağı açıktır. Buradan çıkartılacak netice vergi politikalarının ülkenin koşullarına göre ayarlanarak toplam tasarrufları dolayısıyla kaynak yaratma fonksiyonunu yerine getirmesi gerekliliğidir. "Tasarrufları arttırıcı bir rasyonel vergi politikasının özelliklerini kısaca aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz:

- Düşük gelir gruplarını dolaylı vergilere bağlarken, yüksek gelir gruplarının harcamalarını doğrudan vergilendiren,*
- Gönüllü tasarrufları olumsuz yönde etkilemeyen,*
- Vergi kaçakçılığını önleyecek kontrol mekanizmasını beraberinde getiren".²⁴*

Az gelişmiş ülkelerin tarıma dayalı ekonomileri olduğu bilindiğinden tarımın vergilendirilmesi kamu tasarrufunu arttırıcı bir diğer yoldur. Tarım alanlarının geniş olduğu ülkemizde zaman zaman bu alanların verimli kullanılmaması sebebiyle toprak vergisi de gündeme gelmiştir (Nicholas Kaldor). Tarımsal hammaddeye yapılan harcamaların ve elde edilen gelirin kayıtlanmasındaki zorluklar eşit oranlı bir vergilendirmeye de engel olmaktadır. Tarım ürünleri ihracatının vergilendirilmesi, genellikle üretimi azaltıcı ve iç pazara yöneltici etki yapmaktadır. Kısacası kaynak transferi nedeniyle uygulanan tarım ürünleri ihracatının ve tarım alanlarının vergilendirilmesi en etkin vergi alanları olarak görülmektedir.

2. PARA POLİTİKALARI

Para politikalarının anti-enflasyonist kararları getirerek iç tasarruf mekanizmasını işletmesi ve yarattığı bu tasarruf birikimi vasıtasıyla ekonomiyi yatırıma ve ihracata yöneltmesi açısından önemi büyüktür. Para politikalarının tasarruf birikimi yaratan uygulamaları şunlardır²⁵:

-Yüksek faiz uygulaması: Tasarruf ve yatırımları faiz haddinin birer fonksiyonu olarak gören klasik teoriyi neo-klasik anlayışın Wicksell Yaklaşımı da desteklemektedir. Günümüzde az gelişmiş ülkelerde finansal serbestleştirme neticesi

²⁴ Türkel Minibaş: Az gelişmiş Ülkelerde Kalkınmanın Finansman Politikaları ve Türkiye, Edebiyat Fakültesi Yayınları, İstanbul 1989, s.29-30.

²⁵ Türkel Minibaş, a.g.e., s.22-27.

yüksek faiz uygulamasının gelirlerin düştüğü bir dönemde tasarrufları fazla etkileyemeyeceği görüşü Keynes'in tasarrufları gelir oluşumunda arayan yaklaşımını destekler görünmektedir. Ancak yapılan araştırmalar faiz hadlerinin tasarrufların bileşimini kesin olarak etkilediğini göstermekte ve faiz hadlerinin yükselmesinin tasarrufların fiziksel aktiflerden, yabancı aktiflerden ve örgütlenmemiş finansal aktiflerinden çözülüp yerli finansal aktiflere yönelmesine yol açtığı görülmektedir.²⁶ Tasarrufları arttırıcı böyle bir gelişme yatırıma kullanılacak kaynak artışını getirebilecektir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerdeyse yüksek faize dayalı para politikaları gelir artışı yaratılamadığı takdirde yeniden enflasyona neden olacaktır. Çünkü böyle bir yaklaşım bir yandan toplam tasarrufların limitine gelinmesine sebep olmakta , diğer yandan mevduat faizlerinin tüketime yönelmesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

- Kurumlaşmış Bir Mali Sistemin Gerekliliği:

Sermaye piyasalarının örgütlenmesinin tasarrufları arttırıcı yönde etkisi paranın maliyetinin düşmesini sağlayarak yatırımlara hız kazandıracaktır. Azgelişmiş ülkelerin birçoğunda sermaye piyasasının gelişmemiş ya da hiç kurulmamış olması nedeniyle mevcut tasarruflar ya gömülenmekte ya da banka sistemi içinde kısa vadeli cari hesaplar şeklinde toplanmakta; genellikle de ticari ve spekülatif faaliyetlerin finansmanında kullanılmaktadır. Bu da sermaye birikiminin oluşmasını ve kredi mekanizmasının yatırımların finansmanında beklenen rolü oynamasını engellemektedir. Halbuki kurumlaşmış bir sermaye piyasasının varlığı hem bu engelleri hem de tasarrufların yatırımlara dönüşmesi sırasında ortaya çıkan zaman farkını ortadan kaldırmaktadır.

"Para piyasası örgütlendikçe tasarruflar artarak faiz oranlarının düşmesini, dolayısıyla yatırımların artmasını sağlar. Bu gelişme ters gibi görünmekle birlikte

²⁶ İzzettin Önder, Oktar Türel, Nazım Ekinci, Cem Somel: Türkiye' de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim 1993, s.80.

örgütlenmemiş para piyasası çok yüksek faizlerle daha çok tüketim harcamalarına borç verdiği halde, örgütlenmiş para piyasasında faiz oranları daha düşüktür ve krediler yatırıma yöneliktir. Böylelikle mali aracı kurumlaşmanın olduğu bir para piyasasında tasarruflar verimli yatırımlara kanalize edilebilmektedir. Zira mali varlıklar çeşit ve miktar yönünden artış katettiğinden tasarrufların üretken olmayan alanlara kayması önlenmiş olmaktadır. Aynı zamanda kredi faizlerinin sermaye verimliliği kriterine göre rasyonel dağılımı sağlanarak "sermaye piyasasının faiz yapısı bakımından" bütünleştirilmesi ilkesi de gerçekleştirilmektedir."²⁷ Sistemin en önemli organlarını ise ekonomiyi yönlendirerek kalkınmanın finansmanına katkıda bulunmak ve selektif kredi kontrolü yaparak kaynakların kalkınmada öncelikli yörelere dağılımını gerçekleştirmekle görevlendirilen Merkez Bankası ile para ve sermaye piyasalarında etkin ve güvenilir bir yapı oluşturulmasını amaç edinen Sermaye Piyasası Kurulu oluşturmaktadır.

- Kesimler Arası Kaynak Aktarımı: "Azgelişmiş ülkelerin tarım ağırlıklı bir üretim yapısına sahip olmaları, tarım kesiminden sanayiye kaynak aktarımını olanaklı kılmaktadır. Böyle bir kaynak transferinin yapılabilmesi sermaye piyasasının varlığına ve tarımda biriken servetin alternatif maliyetinin sanayi sektöründe yüksek olmasına bağlıdır. Sermaye piyasası burada, tarım kesiminde yapılan tasarrufların sanayiye aktarılabilmesi için köprü görevi görmektedir."²⁸

Tasarrufların artırılması ve kaynakların etkin kullanımı için bankacılık sektörü ile sermaye piyasalarının etkinliğine ihtiyaç vardır. Tasarrufların teşvik edilmesi, yaratılan fonların gerekli yatırım sùjelerine akışı ve rasyonel kullanımı bu sektörlerin organizasyonu ve denetimi altında mümkün hale gelmektedir. Sermaye piyasalarının ihtiyaç duyduğu düzenlemelerin yapılması ve denetimlerin etkin hale getirilmesi Sermaye Piyasası Kurulu'nun görevleri içersindedir. Aynı şekilde

²⁷ Türkel Minibaş, a.g.e., s.24.

²⁸ Türkel Minibaş, a.g.e., s.25.

bankacılık sektöründeki iyi işleyen bir kredi mekanizmasının varlığında Merkez Bankaları önemli paya sahiptirler. Açık piyasa işlemleri, reeskont oranlarının ayarlanması, disonibilibite tayini, kalitatif ve kantitatif kontroller ile Merkez Bankaları para ve kredi aletlerini kullanarak kalkınmayı finanse edecek kaynak yaratılmasında etkin bir para politikası yaratabilmektedirler. Tasarrufu arttırıcı diğer para politikası uygulamalarını özetleyecek olursak:

* Emisyon hacminin arttırılması neticesi gelirlerin yükseltilmesi: Potansiyel tasarrufların fiili tasarruflara dönüşmesiyle gömülü kaynakların açığa çıkmasıdır. Emisyon hacminin artışı menkul değer fiyatlarına talebin artışı ve faiz oranlarının düşüşünü getirecektir. Gerek menkul değer talebinin artışı neticesi halka arz yoluyla sermaye finansmanı yolunun açılması gerekse düşen kredi faizleri neticesi uzun vadenin belirsizliğinin nispeten kısa vadede riskinin azalması yatırımlara hız verecektir. Yatırımların gelirleri daha yüksek bir tasarruf ve kaynak artışı getirecektir. Yeni sanayileşmekte olan ülkelerde sermaye piyasasının gelişmemiş ve fertlerin likidite tercihlerinin faize karşı esnek olmayışı para arzındaki artışların tüketime gitmesini kolaylaştırmaktadır.

* Şirketlerin sermaye finansmanına önem vermelerinin özendirilmesi : Şirketler sermaye piyasalarından kaynak sağlamaya eğer yeterli değilse kar dağıtımını minimuma indirerek oto-finance gitmelidirler. Daha risksiz gibi görünen kendi iştiraki bankalardan kredi kullanma bile borç finansmanının dezavantajlarını azaltmayacaktır. 1994 Türkiye'sinin yalnız yurtdışına kamu olarak değil özel sektör olarak da borçlu bulunması, bankalarımızın uzun vadeli fonlamalarının yetersizliği borç finansmanının riskini göstermiştir.

* Tüketim harcamalarının kısılarak tasarrufların gelir içindeki payının yükseltilmesi : Tasarrufları özendirmek, gömüleri ve spekülatif plasmanları çözmek amacıyla yüksek faiz uygulamasına gidildiğinde eğer güçlü bir bankacılık sistemi ve etkin bir sermaye piyasası mevcut değilse yatırımcılar da yüksek faize yönlenecek ve

yüksek likidite düşük yatırım, gelecek dönemleri de riske atacaktır. Bu durumda yüksek faiz uygulaması tüketim harcamalarını kısıtlayıcı önlemlerle birlikte uygulanmalıdır.

* Kredi hacminin artırılması : "Seçici bir kredi kontrolü üretim artışı yaratacak yatırımlara öncelik tanır. Bu yolla genişletilen satınalma gücü tüketim ve yatırım mallarına olan talebi artırarak gelir artışı yaratır. Öteyandan az gelişmiş ülkelerde yetersiz sermaye birikimi kredi faizlerinin yükselmesine , dolayısıyla girişimcilerin yatırımlarını spekülatif alanlara kaydırmalarına neden olmaktadır."²⁹

Yatırıma yatırılabilir kaynakların geliştirilmesi ve tasarrufların sermaye birikimi yaratması için uygulanan politikalar, az gelişmiş ülkelerin gelişme yolunda sıkı sıkıya sarıldıkları yöntemlerdir. Gerek para politikaları gerekse maliye politikalarının tasarrufları artırıcı uygulamalarından sonra "yaratılan kaynaklar"la "yatırıma yönlendirilen kaynaklar" ifadelerinin farkını yaratan altyapı koşullarına değinmek ve tasarrufta bulunanlarla yatırıma yönlendirenler arasında akışkanlığı sağlayacak sermaye piyasalarının önemine değinmek gerekecektir.

Sanayileşme sürecinde kurumsallaşmış yapılar altyapı koşullarından biridir. Bu kurumların yatırıma yönelmiş şirketler olması ve tasarruflarla bu yatırımlara kaynak yaratması, tasarrufların yatırıma daha sağlıklı gitmesini sağlayacaktır. Dolayısıyla tasarrufu yaratan ekonomi içersinde kurumsal yapı ile bireylerin ağırlığı arasındaki oran bize yatırıma yönlendirilebilecek tasarruflar hakkında bir görüş verebilecektir. Tasarrufların artmasıyla birlikte bu artış bireylerin tasarruflarından kaynaklanıyor ve de artışın nedeni bireysel servet artırma ya da ihtiyat güdüsüyle para tutma niteliği taşıyorsa böyle bir artıştan ekonomik büyüme beklenemeyeceği açıktır.

Girişimcinin ya da firmanın elinde biriken tasarruflarını yatırıma yönlendirmesinde alışkanlıkların da önemi büyüktür. Firmalar 1995 Türkiye'sinde

²⁹ Türkel Minibaş, a.g.e., s.42.

olduğu gibi yatırım yerine likiditesini arttırarak ihtiyat güdüsüyle para tutabilir ve faiz getirisi sağlar ya da rant getiren alanlara tasarruflarını yönlendirebilirler.

Tasarrufların yatırıma yönlendirilmesi için gerekli altyapının ana noktaları böylece ortaya çıkmaktadır. Bunlar tasarrufu kurumların mı bireylerin mi ağırlıklı olarak elde tuttuğudur. Kurumların tasarruflara sahip olması yatırımı kolaylaştıran bir etkidir. İkinci nokta girişimcilerin yatırım kapasiteleri ya da yatırım yapma konusundaki eğilimleridir. Girişimcilerin gelecek şekillendiren (pro-active) yapıda olmaları yatırıma yönelik alışkanlıkları tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde gerekli unsurlardır. Firmaların dış kaynak bulabilme ve borçlanma gücü de, küçük ve önemsiz gözükken tasarrufların bile yatırıma yönlendirilmesine sebep olan bir diğer unsurdur. Bu gücün sınırını da geri ödeme yeterliliği çizmektedir.³⁰

Son olarak dış kaynak bulabilme gücüne baktığımızda durumu yalnız borç olarak yatırım yapan girişimci açısından değil borç vererek tasarrufunu kullandıran üçüncü şahıslar açısından görmek gerekir. Tasarruflarını yatırıma yönlendirecek kişiler, firmanın ve ilgili sektörün kar beklentileri yanında piyasanın hukuki çerçevesine dikkat edeceklerdir. Dış kaynaklar, gerekli altyapıyı bulduğunda akışı hızlandıracak mali ve parasal politikalar yanında etkin sermaye piyasalarına ihtiyaç duyacaklardır. Dış kaynakların güçlü bir bankacılık sistemi ile güçlü bir sermaye piyasasına ihtiyaç duyduğu açıktır. Ancak güçlü bir bankacılık sisteminden kullandırılacak krediler, ödünç alan açısından borçlanabilme gücüne bağlıdır. Borç finansmanı, risk taşıyan bir kaynak şekli olmakla beraber bankacılık sektörüyle firmaların ilişkisi bu yönde olumlu rol oynar. Daha az risk taşıyan sermaye finansmanı ise etkin bir sermaye piyasası yanında güvenilir birincil ve ikincil pazarları gündeme getirir. Firmaların kendi kendilerine borç bulabilme olanağını rahatça bulabilecekleri, bunun yanında halka açılarak sıfır maliyetli kaynak sağlayabilecekleri ortamlar, tasarrufların yönlenmesinde ve kalkınmanın finansmanında büyük öneme

³⁰ Sabri Ülgener: Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme, Der Yayınları, İstanbul 1991, s.215.

sahiptirler.

Enflasyon azgelişmiş ülkelerde bir çözüm şekli gibi görünmüşse de kısa vadede sürekli fiyat artışları yaratarak spekülâtif plasmanları arttırmıştır. Türkiye' de adaletsiz bir gelir dağılımı yaratarak sermaye birikimini arttırma çabaları ve para arzını arttırma düşüncesi artan bütçe açıklarını, artan bütçe açıklarının enflasyonla kapatılmaya çalışılması yeni bütçe açıklarına neden olmuştur. Azgelişmiş ülkelerde finansman kaynaklarının kalkınmayı gerçekleştirecek yatırımları sağlamakta yetersiz kalması yapısal sorunların düzeltilmesi ve güvenilir gelişmiş sermaye piyasaları ve bankacılık sektörünün kurumsallaşmasıyla üstesinden gelinebilecek problemidir. Gelişmiş batılı ülkelerde sermaye piyasaları ve borsaların önemi yüzyıllar önce anlaşılmış ve bu konuda batı uzun yollar katetmiştir. Ekonomik gelişmişliğin önemli mihenk taşlarından olan Sermaye Piyasaları ve Borsaların batı toplumları için önemi , tarihsel süreç ve gelişmişlik çabası içerisinde aldıkları yer Kalkınmada Sermaye Piyasaları ve Borsaların Önemi bölümünde incelenme fırsatı bulacaktır.

V. KALKINMADA SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARIN ÖNEMİ

Borsaların kalkınmada taşıdıkları önemin belirlenleştirilmesi borsaların da içinde yer aldığı sermaye piyasalarının açıklanmasıyla mümkündür. Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı; hisse senedi, tahvil ve benzeri menkul kıymetlerin alışverişinin yapıldığı piyasalardır. Finansal piyasaların en önemli işlevi ekonomilerdeki tasarrufları toplayarak, bunları ekonominin ihtiyacı için kullandırmaktır. Ekonomideki fonlara aracılık ederek, fonların akıcılığını temin etmektir. Bu işlevi gören en önemli alt piyasalar, para piyasaları ile sermaye piyasalarıdır. Günümüzde eşanlamlı kullanılan bu iki piyasa şeklinde para piyasaları bir yıldan az süreli kısa vadeli likid değerlerin, sermaye piyasaları ise bir yıldan uzun vadeli likid değerlerin piyasasını belirtmektedir. Bu piyasaların kurumları da para piyasalarında bankacılık sistemi, sermaye piyasalarında ise menkul kıymet borsaları olarak şekillenmektedir³¹. Ancak artık vadeler konusunda çok net farklılıklar ortaya konmadığı için bu piyasalar sermaye piyasaları olarak da anılabilmektedir. İkincil piyasalar olarak adlandırılan borsalar daha önce birincil piyasada menkul kıymet satın almış olan (Birincil piyasalar şirketlerin menkul kıymetlerinin direkt şirketlerden temin edildiği piyasalardır) ve bazı nedenlerle bu menkul kıymetleri elden çıkarmak isteyen yatırımcılarla, bunları satın almak isteyen yatırımcıları biraraya getiren piyasalardır.

Sermaye piyasalarının fonların dağıtımında ve işleyişte etkin (allocational and operational efficiency) olması arzulanmaktadır. Dağıtımda etkinlik (allocational efficiency) ile sermaye pazarı yoluyla fonların en fazla ödeyen sektörlerle akışının sağlanması kastolunur. İşleyişteki etkinlikte (operational efficiency) ise sermaye pazarında görülen işlemlerin maliyetinin benzer hizmetlerde en düşük düzeye

³¹ Targan Ünal: Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları. İTO Yayınları 1990, s.3.

indirilebilmesi ifade olunmaktadır. Sermaye pazarında yeter sayıda pay senedi ve tahvil sürülmüş ve bunlar üzerinde aktif bir alışveriş başlamışsa bu pazar hem dağıtımında etkinliği sağlayacak hem de işleyiş en etkin düzeyde oluşacaktır.

Sermaye piyasası birçok kurumdan oluşmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde bu açıdan görülen finansal aracı kuruluşların çeşitlerini şu şekilde özetleyebiliriz:

- 1- Ticari Bankalar,*
- 2- Yatırım Bankaları,*
- 3- Belli sektör ya da şirketlerin pay senedi ve tahvilleri üzerinde uzmanlaşmış yatırım grupları (dealers),*
- 4- Taşınır kıymet borsa acentaları (brokers),*
- 5- Borsalar,*
- 6- Yatırım Ortaklıkları*

1. SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARIN EKONOMİYE KAYNAK YARATMADAKİ ROLÜ

Sermaye piyasaları kalkınmada bir ekonomide üç önemli fonksiyonu yerine getirmektedirler. Bunlardan birincisi, toplumun mevcut tasarruflarını en etkin kullanıcılar arasında paylaşdırmak veya onların hizmetine sunmak ; ikincisi, eğer tasarruf açıkları önemli bir şekilde büyümeye engel oluyorsa tasarruf oranını arttırmak; üçüncüsü ise, fon aktarımını en düşük maliyetle gerçekleştirmektir ³² Ayrıca sermaye piyasasının dengede olması veya en azından ekonomik sistem için istikrarsızlık yaratmaması gerekmektedir.

Sermaye piyasalarının ekonomik kalkınmadaki rolleri üzerine üç yaklaşımdan söz edilmektedir.

1. Tinbergen/Mahalanobis Yaklaşımı

³² Jamshed Ghandhi: Reflection On The Operation Of Capital Markets, "Proceedings Of The Oecd-Cmb Conference. SPK Yayınları, Ankara 1988, s.3.

Bu yaklaşımda, ekonomik büyüme fiziksel olarak planlanmakta ve sermaye piyasası reel kesimdeki planlara uymaya zorlanmaktadır. Ekonomideki yatırımın hacmi ve kompozisyonu fiziksel plan tarafından tesbit edildiği için sermaye piyasasının kaynak dağılımı üzerinde herhangi bir rolü bulunmamaktadır. ³³

Merkezi planlamaya dayalı veya kalkınmaya devletçi açıdan yaklaşan ülkelerde görülen bu stratejinin yetersiz kaldığı ortaya çıkmıştır. Ekonomideki tasarrufların farklı kurumlar ve araçlar arasında dağılımı genellikle planda belirlenenin aksine olmuştur. Faiz oranları düşük tutularak ekonomik büyümenin hızlandırılacağı varsayılmış ve sadece belli sektörlerin gelişmesine öncelik verilmiştir. Tinbergen/Mahalanobis yaklaşımını benimseyen ülkeler sonuçta finansal baskı (financial repression) rejimleri ile karşı karşıya kalmışlardır.

Ekonomik kalkınmada sermaye piyasalarının önemini vurgulayan başka bir yaklaşım, Schumpeter tarafından geliştirilmiştir. ³⁴

2. Schumpeter Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre ekonomik kalkınmadaki en önemli faktör, üretim teknolojisine yenilik getirmek isteyen girişimcidir.³⁵ Girişimci, bu potansiyelini kaybetmemek için getireceği yeniliği finanse etmek durumundadır. Ancak kendi kaynakları ile finansman sağlaması zordur. Dolayısıyla modern dünyada finansal araçlara karşılık gelen ve her zaman planlarını reddetme yetkisine sahip olan kapitalistin desteğine ihtiyacı vardır.

Eğer girişimcinin üretim teknolojisini yenileme arzusu kapitalistinkinden fazla ise kalkınma sürecinde bir aksama olacaktır. Schumpeter yaklaşımına göre sermaye piyasalarının geliştirilmesi, bu aşamada önem kazanmakta ve girişimcinin faaliyet alanının genişlemesine yardım etmektedir. Schumpeter yaklaşımı, sermaye piyasasının kalkınmadaki önemini kabul etmiştir ancak kalkınma sürecinde sermaye piyasasına

³³ Jamshed Ghandhi, a.g.e., s.7.

³⁴ Jamshed Ghandhi, a.g.e., s.7.

³⁵ Jamshed Ghandhi, a.g.e., s.7.

öncelikli bir rol vermemiştir. Bununla birlikte serbest işleyen bir sermaye piyasasına kalkınma sürecinde daha aktif ve pozitif bir rol veren yaklaşımlarda bulunmaktadır.

3. Beckhart Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre ekonomik büyümeyi engelleyen tek faktör, modern bir sermaye piyasasının geliştirilememesidir. Beckhart, kalkınmanın ancak meşru fon ihtiyaçlarını, enflasyona neden olmaksızın karşılayan bir sermaye piyasasının kurulması halinde gerçekleşeceğini ileri sürmektedir.³⁶ Piyasada çok sayıda katılımcı bulunması ve hiçbirinin piyasayı etkileyecek bir güce sahip olmaması, menkul kıymetlerle ilgili bilgilerin düşük maliyetlerle sağlanabilmesi ve ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki değişikliklerin derhal piyasaya yansması, piyasada likitidenin yüksek işlem giderlerinin düşük olması, kurumsal yapı ve düzenleyici mevzuatın çok gelişmiş olması gelişmiş bir sermaye piyasasının başlıca özellikleridir.³⁷ Bechard yaklaşımının sermaye piyasalarına verdiği işlevsel öneme rağmen finansal gelişmenin tek başına ekonomik büyümeyi sağlayacağı görüşü fazla iyimser bir yaklaşımı ifade etmektedir.

Sermaye piyasalarının bir tür sınıflandırılması da ilkel piyasalar ve gelişmiş piyasalar şeklinde yapılan ayrımdır. İlkel olarak nitelendirilen piyasa ile gelişmiş bir piyasa arasındaki sınır da kesin değildir. İlkel bir mali piyasada, tasarrufların mobilize edilmesini sağlayan ticaret bankaları gibi kurumlar bunların doğrudan yatırımlara aktarılmasını sağlarlar. Piyasa gelişmeye başladıktan sonra, doğrudan plasman yapan mali araçların önemi azalmaya, beceri-yoğun bir tarzda faaliyet gösteren ve doğrudan plasman yerine, tasarrufçular ile yatırım yapanları menkul kıymetler aracılığı ile karşılaştıran, diğer bir deyişle, tasarruf yapanların hak ve alacaklarını belgeleyen menkul kıymetlerin yatırımcılardan tasarrufçulara, bunun karşılığında da sermaye fonlarının tasarrufçulardan yatırımcılara aktarılmasını sağlayan kurumların önemi

³⁶ Jamshed Ghandhi, a.g.e., s.8.

³⁷ G. Karaşin: Sermaye Piyasası Analizleri, 2.Baskı SPK Yayınları, Ankara 1987, s.95.

artmaya başlar (Securitization).

Sermaye piyasaları belirli bir gelişme aşamasına geldikten sonra bu piyasaların çalışmasını sağlayan menkul kıymetlerin cinsleri arttığı gibi, kurumlarında da çeşitlenme meydana gelir. Yatırım bankaları tipinde aracı kurumlar, komisyoncular, yatırım fonları ve ortaklıkları gibi çeşitli kurumlar tasarruf edenlerin her türlü ihtiyaçlarına cevap verebilecek hizmetler arz etmeye başlarlar. Bunlar arasında piyasanın arz ve talep, dolayısıyla fiyat hareketlerinin düzenlenmesine katkıda bulunan ve market-maker denilen kendi nam ve hesaplarına menkul değer alıp satan kurumlar da yer alır. Herhangi bir menkul kıymeti devamlı olarak satın almaya amade bulunan bir kişi veya kurumun varlığı sözüedilen menkul kıymetin likiditesini artırır. Mali piyasada menkul kıymet alıp satanların yani yatırımcıların alış ve satış emirlerinin zamanlaması farklı olduğu takdirde, satışa sunulan menkul kıymeti satın alarak stok tutan, taleple karşılaştığı zaman ise yatırımcıya satan kurumlara ihtiyaç vardır. Alım satım emirleri sayı ve hacim bakımından gelişip, karşılaşmaları açısından zamanlama problemi ortadan kalktığı takdirde, bir kurumun araya girmesinin gereği giderek azalır. Alıcıların ve satıcıların alış ve satış emirleri aynı zaman döneminde merkezi bir sistemde karşılaştırıldığı takdirde, işlemlerin çok hızlı bir şekilde gerçekleşmesi, işlemler hakkında bilgi edinilmesi ve işlem maliyetlerinin asgariye indirilmesi mümkün hale gelebilir. İşte burada menkul kıymet borsaları mali piyasanın bir düzeni olarak ortaya çıkmaktadır. Mali piyasalara güven arttıkça merkezi piyasaya yani borsaya yatırımcıların iştiraki çoğalmakta ve bu şekilde piyasanın temeli genişleyip güçlenmektedir.

Piyasa ekonomisinin hakim olduğu bir ortamda ekonomideki "tasarruf seviyesinin yükseltilmesi" ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması şeklinde ortaya konulabilen kaynak sorununun çözümlenmesi için etkin bir mali piyasanın mevcut olması gereklidir. Böyle bir mali piyasada bütçe açığını borçlanmak suretiyle karşılamak isteyen veya elinde bulunan ticari işletmeleri şirket haline

getirerek bunların hisse senetlerini halka satmak isteyen devletin, kısa veya uzun vadeli borç senedi çıkararak borçlanmak isteyen özel sektörün ve hisse senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan sınai şirketlerin karşılaşacakları ilk problem, değerlendirme konusudur. Tahvil çıkarılırken faiz haddi ne olmalıdır, vadeler nereye kadar gitmelidir? Hisse senetleri için ihraç fiyatları, şirketlerin karlılığı, net varlıkları, vb. mali göstergelerle ilişkileri açısından ne olmalıdır? Diğer bir deyişle hangi fiyatlardan menkul kıymet satılabilir, hangi fiyat menkul kıymeti satacak olan şirketin satış gelirini optimum kılacaktır?

Bu soruların cevabı ikinci el piyasada oluşan işlemlerin sonuçlarında bulunmaktadır. Menkul kıymeti ihraç edecek olan devlet veya şirket veya bu menkul kıymetin satışına aracılık edecek veya aracılık yükleniminde bulunacak olan kurum (underwriter) bu konudaki faaliyetlerine yön vermek için, sürekli ve en iyi bilgiyi menkul kıymetler borsasında bulacaktır.

Mali piyasada yatırım yapan kişi veya kurumun karşılaşacağı en önemli sorun, yatırımını nakde çevirmek veya "likide" etme sorunudur. Yatırımcı nakit ihtiyacı doğduğunda veya yatırımından gerekli değer artışına sağladığına inanıp alternatif bir yatırım yapmaya karar verdiğinde, sahip olduğu menkul kıymeti en etkin bir şekilde nerede ve nasıl satacaktır? Yatırımını nakde çevirme ihtiyacının yanı sıra yatırımlarının oluşturduğu portföyün yönetimi açısından da menkul kıymetler borsasının kendisine sağladığı açıklıktan yararlanacaktır.

Borsaların öneminin belirlenmeye başladığı bu noktada borsalar likiditeyi çift yönlü sağlamaktadırlar. Birinci yön şirketlere sermaye finansmanı ile fon yaratırken çıkartılan menkul kıymetlerin hızlı, adaletli ve rekabete açık fiyatlarla işlem görmesini sağlamaktır. İkinci yön ise yatırımcılara aldıkları menkul kıymeti elden çıkarmak istediklerinde kolaylık, hız ve uygun fiyatlarla satım olanağı tanımlar. Borsalar olmadan yatırım birimlerinin ekonomik büyümeyi sağlayacak yeterli kaynağı

bulabilmeleri çok zordur³⁸. Ekonomi içersinde bu kadar öneme sahip borsaların batı toplumlarındaki tarihçesine geçmeden önce etkin çalışan borsaların göreceği işlevleri kısaca özetlemek gerekmektedir.

- İkinci el piyasalar, daha önce ihraç edilen menkul kıymetler için daimi bir pazar oluşmasını sağlarlar³⁹. Böylece menkul kıymetlerin likiditesi artar ve finansal varlıklar yatırımcılar arasında kolaylıkla ve düşük maliyetle el değiştirirler.

- Likiditenin yüksek ve işlem maliyetlerinin düşük oluşu menkul kıymetlere yatırımı arttırır. Finansal araç sayısının çoğalması da, yatırımcılara çeşitlendirme yolu ile riskin azaltılması imkanını verir. Bu da finansal tasarrufların artmasına neden olur⁴⁰. Şirketler uzun vadeli yatırımlarını finanse etmek için borçlanma araçları ihraç ederler. Ancak şirketler bu araçları pazarlamakta güçlük çekerler. Etkin çalışan bir borsa bu sorunu ortadan kaldırır ve böylece uzun vadeli reel yatırımların kısa vadeli tasarruflarla finanse edilmesi mümkün olur.

- Birinci el piyasalardaki vade, fiyat ve diğer koşulların belirlenmesinde kullanılacak bilgileri sağlar.Şirketler daha objektif bilgilere dayanarak kaynak maliyetlerini hesaplarlar. Bu durum, birinci el piyasalardaki sınırlı kaynakların en etkin alanlara yönelmesine yol açar.

- Halka açılmayı, sermayenin tabana yayılmasını teşvik eder. Piyasada etkinlik yoksa ancak blok halinde hisse senetleri satışları yapılabilir. Oysa etkin bir ikinci el piyasa, çok kişiye küçük miktarlarda satış yapılmasını ve sermayenin tabana yayılmasını sağlar.

- Hisse senetleri uzun vadeli yatırım araçları olduklarından, ikinci el piyasanın varlığı birinci el piyasanın gelişmesi için mutlak bir önkoşuldur. Borsalar, birinci el

³⁸ Stanley B.Block, Geoffrey A.Hirt: Foundations of Financial Management, Homewood Illinois 1984, s.385.

³⁹ Abdullah Akyüz: The Organization, Operation and Efficiency of Secondary Markets in Turkey, "Current Issues in Turkish Capital Markets". SPK Yayınları Ankara 1990, s.155.

⁴⁰ A.Akyüz, a.g.m., s.155.

piyasaların faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için gereklidirler⁴¹.

Diğer taraftan, menkul kıymet borsaları, ekonomiyi yönlendiren kişi veya kurumlara da ekonominin gidişatı hakkında iyi ve devamlı bir gösterge sağlayarak, ekonomik politikaların oluşturulup uygulanmasına katkıda bulunacaktır. Bu açıklamalardan sonra batı toplumları için borsaların tarihsel süreç içerisindeki gelişimine bakabiliriz.

2. BORSALARIN DOĞUŞU VE GELİŞMESİ

Borsaların başlangıcı çok eski devirlerde kurulan pazar ve panayırlardır. Bu pazar ve panayırlarda her türlü ticari emtia meyanında kıymetli madenler ve ticari senetler de alınıp satılmaya başlanmış, zamanla bu pazarlar devamlılık kazanmış, pazar ve panayırın kurulmasına bağlı olmaktan çıkmış, sonra belli kapalı mahallerde yerleşmiş ve nihayet ticaretin gelişmesi ile ihtisaslaşma kazanmıştır. Emtia borsaları yanında para, altın ve ticari evrak borsaları kurulmuştur. Şüphesiz ticari evrak borsalarının kurulması bu gelişmenin en sonunda yer almaktadır ve geniş çapta hukuk alanındaki gelişmelerden, özellikle Roma hukukunda bulunmayan sınırlı sorumluluk (anonim şirketler) ilkesiyle kıymetli evrak (tahvil ve hisse senedi) müessesesinin hukuk sistemlerine yerleşmesinden kaynaklanmaktadır.

Pusulanın icadı, denizciliğin ve dünya deniz ticaretinin gelişmesi, İngiltere, İtalya, Belçika, Hollanda gibi denizci ülkelerde büyük ticari merkezlerin kurulmasına yol açmış, bu ticari merkezlerdeki faaliyetler aracılının rolünü arttırmış, ticari senetlerle kredi belgelerinin doğmasına ve 15. yüzyılda ilk poliçelerin kullanılmaya başlanmasına yol açmıştır. 15. yüzyıldan itibaren yaygınlaşan ticari senetlerin kullanılmasına ve el değiştirmesine ilişkin bazı kurallar ortaya çıkmıştır. O zamanki Hollanda'nın bugünkü Belçika' nın Brugge şehrinde bazı yahudi aileler para ticaretini meslek haline getirmişlerdir. Hatta, "borsa" deyiminin de bu şehirdeki Van Der Burse

⁴¹ A.Akyüz, a.g.m., s.156.

ailesinin adından geldiği iddia edilmiştir.

Avrupa' da ilk borsa 1487 tarihinde Anvers' te kurulmuş, 16. yüzyılda altın çağını yaşayan Hollanda' nın Amsterdam borsası bunun yerini almıştır. Aynı yüzyılın sonlarında ve müteakip yüzyıllarda Avrupa' nın diğer ülkelerinde de borsalar ortaya çıkmış ve bugünün büyük borsaları meydana gelmiştir. 16. yüzyıl içinde Paris ve Londra; 17. yüzyılda Berlin, Basel; 18. yüzyılda Viyana, New York; 19. yüzyılda Brüksel, Roma, Milano, Madrid, İstanbul, Tokyo borsaları kurulmuştur.

O devirlere gelinceye kadar ellerindeki menkul kıymetlerin değiştirilmesi isteğinde bulunan kimselerin belli bir buluşma yeri yoktu. İşlemler çoğunlukla sokak ortasında yapılıyordu. Daha sonraları işlemlerin hacmi daha da genişleyince, bazı kahveler ve lokantalar birkaç kişinin komisyon karşılığı olarak işlem yapmak amacıyla hazır bulunduğu yerler olmuştur. Böylece borsa işleri, zamanla resmi bir nitelik almış ve işlerin yönetimi düzene sokulmak için bir takım kurallar ortaya konmuştur. New York' da ilk alım satımların bir ağaç altında yapıldığı daha sonra kapalı bir yere taşındığı söylenir.

Menkul kıymet borsaları asıl karakterlerini 19. yüzyılda yatırım alanı arayan kapitalin çoğalması, anonim şirketlerin büyümesi, denizaşırı yatırımların ve deniz ticaretinin gelişmesi sonucunda kazanmışlardır. İşlerin genişlemesiyle borsada işlem yapanlar arasında ihtisaslaşma ve meslek dayanışması artmış, birlikler kurulmuş, hile ve dolandırıcılığa çok açık olan borsa muamelelerinin disiplin ve yatırımların güvence altına alınması gereği devlet müdahalesini, yasal düzenleme ve teşkilatlanmayı gerektirmiştir. İhtisaslaşma sonucunda da menkul kıymet borsaları ortaya çıkmıştır.

Kıt' a Avrupası ülkelerinde borsa, devletin yasayla düzenlediği resmi ya da yarı resmi bir kuruluş olmuştur. Anglo Sakson ülkelerinde ve Anglo Sakson geleneğine sahip ülkelerde ise, borsalar genellikle özel hukuk hükümlerine göre oluşturulan kuruluşlardır (dernek, şirket) ve kendi özel tüzük ya da sözleşmelerine göre işlevlerini

yürütmektedirler⁴² .Dünyanın en gelişmiş borsaları Amerika Birleşik Devletlerinde bulunmaktadır. Kapitalist ekonominin lokomotifi olan Amerika Birleşik Devletlerinde 7' si büyük 10 menkul kıymet borsası, 12 vadeli işlem borsası ve 17 opsiyon borsası bulunmaktadır⁴³. Bu rakamlar dünyanın en büyük sanayi devlerinden Amerika Birleşik Devletlerinde sermayenin tabana nasıl yayıldığıнын ve sermaye finansmanı yoluyla kalkınmadaki öneminin işaretidir.

Sanayileşmiş ülkelerin uzun süredir kurulu bulunan menkul kıymet borsaları vardır ve ABD, Almanya, İngiltere ve Japonya gibi ileri sanayi ülkelerinin borsaları en gelişmiş borsalar içersindedir. Uzun süre dünya kapitalizminin öncülüğünü yapan bu ülkeler içersinde Japonya konum itibariyle farklılaşmaktadır. İkinci Dünya Savaşı' nın en fazla acı çeken ülkesi pozisyonundaki Japonya' ya savaş sonrası yıkım ortamında sanayi ve ticaretin kanı demek olan uzun vadeli ve ucuz sermayeyi Japon Sermaye Piyasası kazandırmıştır⁴⁴. Bugün teknoloji ve sanayileşme yönünde dünyanın en güçlü ülkeleri arasında yeralan Japonya' nın sermaye piyasası, kalkınma sürecinde pek sözedilmeyen ancak Japon mucizesinin ardında yatan gerçek sırdır. Bu konuda gelişmiş ülkelerin sermayeyi yatırıma yönlendirme ve tasarrufları en ucuz kaynak olarak kullanmadaki başarıları gözden kaçırılmaması gereken unsurlardır.

⁴² Muharrem Karslı: Türkiye ve Dünyada Menkul Kıymet Borsaları ve İktisadi İşlevleri, Yüksek Lisans Tezi. İstanbul 1989, s.2.

⁴³ T.Ünal, a.g.e., s.33.

⁴⁴ Güven Gürel: "Firmanız Borsa ile Büyütün". Macro Economy Dergisi.Intermedya Mayıs 1995, s.52.

V. TÜRK BORSACILIğI

Türk borsacılığını Osmanlı Dönemi, Cumhuriyet Dönemi ve İMKB Dönemi olmak üzere üç ayrı devrede kısaca inceleyerek, Avrupa Topluluğu' na geçiş sürecinde ve tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde, önemini sürekli tekrarladığımız menkul kıymet borsamız İMKB' nin AT Borsaları ile birlikte durumunu inceleyeceğiz.

1. OSMANLI DÖNEMİ

18. yüzyılda Avrupa' da meydana gelen sanayi devrimi anonim şirketleri çoğaltmış ve geliştirmiştir. Türkiye bu devrime yabancı kaldığı halde , ülkede yaşam tarzı itibariyle Avrupa' ya bağlı kalan azınlıklar menkul kıymetlerle ilgilenmişler ve Galata bankerlerinin aracılığı ile piyasayı oluşturmuşlardır. Bu gruplar ayrıcalıklardan da faydalanarak dışarıya para çıkarmışlardır. Osmanlı devletinin parasının altın halinde olması kendiliğinden konvertibiliteyi sağladığından dolayı dışarıya para çıkışı rahat olmuştur.

Menkul kıymet işlemlerinin ilk olarak tanzimattan sonra görülmeye başlaması yanında 1854 Kırım Harbi dolayısıyla yapılan borçlanmalara ait tahvillerin yaygın şekilde el değiştirmesi de borsa faaliyetlerine zemin hazırlamıştır. 1864 yılında Havyar Hanı' nda teşkilatlanma hazırlıklarına başlanmıştır. Borsa' nın kurucuları - ki, yine Galata bankerleri oluyor- 1865 yılında özel bir tüzük hazırlamışlar ve işleri yürütmek üzere aralarında esnaf derneği biçiminde bir heyet oluşturmuşlardır. Borsa konusunda tamamiyle özel nitelikteki bu ilk teşkilatlanmada , çoğunluğu Rumlardan oluşan dernek yönetim kurulu Rum kiliselerindeki yönetim kurullarına benzetilerek "euphoria" diye adlandırılmıştır. Derneğin önsözünde kötü şöhret sahiplerinin, sözünde durmayanların , hava oyununu meslek edinmiş olanların derneğe alınmamaları öngörülmüştür. Daha sonraları daha ciddi bir organizasyona gerek

duyulmuş ve 13. Nisan. 1866 tarihinde çıkarılan bir kararname ile Borsa Galata' da Komisyon Han' da resmen faaliyete geçmiştir. Sözü geçen kararnamede , borsa işlemlerinin Maliye Bakanlığı' nın atayacağı bir komiser tarafından denetlenmesi de öngörülmüştür. Borsanın resmi kuruluşu konusundaki resmi bilgiler çok açık olmadığından 13.Nisan.1866 tarihinde yayınlandığı ifade edilen kararnamenin ayrıntıları ve bunun gereği olarak hükümetçe bir borsa komiseri atanıp atanmadığı hususunda somut bir bilgi edinilemediği için, bu durumda, borsanın 1866 tarihinde kurulmuş olduğunu , ancak diğer kaynaklarda daha belirli bir şekilde verilen bilgilere göre, 1873 tarihinde resmi bir kurum şeklini aldığı ve hükümetçe atanan bir komiserin gözetimi ve denetimi altına konulduğu kabul edilmiştir⁴⁵.

İlk resmi borsa tüzüğü olarak bilinen "Dersaadet Tahvilat Borsası" Tüzüğü'nün yayınlanması gecikmiştir.Borsanın resmi şekil alıp bir düzene kavuşmasında bankerlerin de yararları olmuştur. Borsa faaliyetlerinin gelişmesiyle, bankerlerin devlet dairelerine borç vermede üstlendikleri riski yayma imkanı olmuş, genişleyen iş hacmiyle birlikte kazançları ve prestijleri de artmıştır. 1906 yılında çıkarılan bir nizamname ile İstanbul Esham Tahvilat Borsası adını alan bu borsaya ikinci meşrutiyete kadar sadece İstanbul, Selanik ve Beyrut' ta kurulmuş bulunan yabancı şirketlerin çıkarmış oldukları menkul değerler kayıtlı iken, Meşrutiyetten itibaren yerli şirketlerin menkul kıymetleri de kaydolabilmiştir. Daha sonra Balkan Savaşı ile 1.Dünya Savaşı neticesinde İmparatorluğun parçalanması, sanayileşmiş ve gelişmiş bölgelerin dışarıda kalması, azınlıkların değiş tokuşu ile Osmanlı Borsası ömrünü tamamlamış ve tarihe karışmıştır.

Osmanlı Borsası' nın yapısı Batı borsalarından çok farklıdır. Batı ülkelerinde borsaların gelişmesi, ekonomik faaliyetlerin gelişmesiyle bir paralellik arz eder. Borsaların çağdaş bir nitelik kazanması ve rollerinin genişlemesinde başlıca etken, ekonominin güçlenmesi, anonim şirketlerin yaygınlaşması, sınai faaliyetlerin,

⁴⁵ Azmi Fertekligil, a.g.e., s.22.

sermaye birikimin ve finansal yatırımların genişlemesi, kısaca, kapitalist ekonomi sisteminin gelişmesidir. Borsalar, bu gelişme içinde serpilip büyümüşlerdir. Ama, Osmanlı borsasında böyle bir ekonomi ve finans anlayışı oluşmamıştır. Borsa faaliyetini besleyecek ekonomik ortam son derece zayıftır. Borsanın kurulmasında en önemli neden olarak devlet tahvillerinin dolaşımı ve değerlendirilmesi gösterilebilir. Ama, bunun bile amacına eriştiği söylenemez. Bu durumda İmparatorluk ve altın para durumunun sağladığı avantajlar, yabancılara tanınmış olan imtiyazlar, dış borçlanmalara bağlı tahvil ihraçları v.s. gibi faktörlerin etkisi altında Galata borsası, ulusal bir borsa olmaktan ziyade, uluslararası bir borsa olarak gelişmiştir⁴⁶.

2. CUMHURİYET DÖNEMİ

Cumhuriyet Dönemine geçiş aşamasında savaş sonrasında son derece ağır politik, sosyal, ekonomik güçlükleri içinde rolünü büyük ölçüde kaybetmiş olan borsa, yerleşme durumu açısından da bir türlü istikrara kavuşamamış, 1921 yılı Ocak ayında yeni inşa edilen Komisyon Han' a taşınmış 1922 yılı sonlarında düşman güçleri İstanbul' u terkedip Türk ordusunun başkente girmesiyle yeni bir döneme girmiştir. Belirsizlik içersindeki borsa için 1922 yılında çıkarılan bir nizamname ve 22.Ağustos.1923 tarihinde Bakanlar Kurulu kararıyla kabul edilen ek tüzük ile bugünkü sisteminin esasını oluşturan hükümler getirilmiştir. Hükümet, borsa konusunda ilk icraat olarak 1923 tarihinde, yetenekli bir maliye müfettişini borsa komiserliğine tayin etmiştir. Onun da ilk işi, yeni tüzük hükümlerinin verdiği yetkiyi kullanarak borsayı kozmopolit unsurlardan temizlemek ve kaçakçılık yuvası olan Kambiyo Kulübünü kapatmak olmuştur. Böylece kambiyo alım satımıyla ilgili işlemler yeniden borsaya dönmüştür. 1929 yılında kabul edilen 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve aynı yıl çıkarılan 8172 Sayılı Nizamname ile mevcut Borsa yeniden düzenlenerek İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında çalışmaya başlamıştır.

⁴⁶ Azmi Fertecligil, a.g.e., s.89.

1936 yılında *Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'* nun çıkmasıyla getirilen kambiyo kontrolü daha ziyade yabancı şirketlerin menkul kıymetleri üzerinde ve Avrupa borsalarına bağlı olarak çalışan ve konvertible Türk parasına dayalı *İstanbul Borsası* için büyük bir darbe olmuştur. 1959 yılında bu kontrol de kaldırılarak borsanın kambiyo faaliyetlerine son verilmiştir. Bu karar borsa ve borsacılar üzerinde şok etkisi yaratmıştır. Ama, uzun vadeli düşünüldüğünde, borsanın, asli faaliyet alanı olan menkul kıymet ticaretinin düzenlenmesi konusunda uzmanlaşması ve derinleşmesi ve borsacıların bütün gayretlerini bu bölüm üzerinde yoğunlaştırmaları daha önemlidir. Ve anlaşıldığına göre, bu yol ayırımından sonra, resmi olsun, özel olsun, ilgili çevrelerde borsanın geleceği, nasıl canlandırılıp ekonomik kalkınmanın hizmetine konulacağı üzerinde daha fazla düşünölmeye ve konuşölmaya başlanmıştır⁴⁷. 1938 yılında çıkarılan bir kararname ile *İstanbul Borsası* kapatılarak *Ankara'* da " *Kambiyo Esham ve Tahvilat Borsası* " adı altında faaliyetlerine başlatılmış; ancak 1941 yılında yeniden *İstanbul'* a nakledilmiştir.

1960' lı yıllardan itibaren hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonolarının ihracı ile sermaye piyasasında yeni bir süreç başlamış ve adı geçen tahvil ve bonoların alınıp satılmaları ile ikincil piyasa gelişmiştir.

3. İMKB DÖNEMİ

1980 yılında sermaye piyasasında tasarruf bonolarının yerini büyüyen şirketlerin hisse senetleri yavaş yavaş almaya başlamıştır. Dış kredi ile finanse edilen veya iştiraki olan şirketlerin halka açılması ile hem sermaye piyasasına kaynak sağlanmış hem de yeni şirketler desteklenmeye başlamıştır. 30.06.1981 tarih 2499 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu" yürürlüğe girmiştir. Bu dönemde Sermaye Piyasası Kurulu' nun kurulması ile sermaye piyasası kurumsallaşma yolunda önemli bir mesafe katetmiştir. Bu yeni hamle döneminde 1447 sayılı eski Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu' nun yerini almak üzere 06.10.1983 tarihinde 91 sayılı

⁴⁷ Azmi Fertekligil, a.g.e., s.177.

Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname yayınlanmış; 1984 yılında ise *Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik* yürürlüğe girmiştir. 1985 yılında " *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği* " nin yayınlanması ile hukuki çerçeve tamamlanmıştır. 27.02.1985 tarihinde ilk borsa başkanı üçlü kararname ile tayin edilmiş, Borsanın ilk genel kurulu 19.04.1985 tarihinde toplanarak ilk yönetim kurulu seçilmiş , 31.10.1985 tarihli genel kurulda ise *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İç Yönetmeliği* kabul edilmiş ve Borsa 26.12.1985 tarihinde açılarak 02.01.1986 tarihinde ilk seansını yapmıştır.



VI. AVRUPA TOPLULUĞU ÜLKELERİ BORSALARI VE TÜRKİYE

Topluluk üyesi ülkelerin borsaları ile İMKB' nin birliğe geçiş sürecinde durumunun incelenmesi öncesi birliğin sermaye piyasaları entegrasyonunda bulunduğu noktayı açıklamak ve bütünleşme sürecini bir kez daha gözden geçirmek gerekecektir. Geçtiğimiz yakın dönemler ve yıkılan duvarlar içinde dünya ekonomisinde hızlı bir değişim rüzgarı yakalanmıştır. Bu değişimler finansal piyasalarda da kendini göstermektedir. Bu piyasalarda bir güne sığan iş hacminin, dünya ticaretinin yıllık hacmine eşitlenmesi bu piyasalarda ulaşılan büyüklüğü göstermesi açısından en önemli örneği oluşturmaktadır. Dünya finansal sisteminde görülen böyle bir gelişim çok sayıda alt boyutta yaşanırken, finansal piyasaların giderek global tek bir pazar haline geldiği gözlemlenmektedir.

Son yıllarda Japonya, Amerika Birleşik Devletleri gibi ülkelerin uzak asya ülkeleriyle beraber dünya ticareti üzerinde gösterdikleri başarı diğer ülkeleri entegrasyon konusunda birliğe doğru itmektedir. Dünya ticareti içersinde doğal olarak açığa çıkan bu gerçek, finansal piyasalarda da kendini göstermektedir. 1960' lı yıllarda başlayan finansal piyasalarda uluslararasılaşma süreci, günümüzde bütünleşme (entegrasyon) ve uyumlaşma (harmonizasyon) konularında büyük adımlar atmıştır. Peki Türkiye' nin de dahil olmak istediği "Avrupa Birliği" içersinde para ve sermaye piyasaları entegrasyonu ne durumdadır? Bu konudaki teorik yaklaşımlar ve pratikteki uygulamalar hangi aşamadadır? Bu soruların cevaplarını vermek, ilgili ülkelerin sermaye piyasaları ve borsalarını inceleyerek İMKB ile karşılaştırmaya giderek Türkiye' nin bulunduğu noktayı daha iyi görmek, tezin son bölümünün ana konularını oluşturacaktır.

Üye ülkeler arasında sermaye piyasalarının entegrasyonu birlik içersinde

gelişme ve istikrarın devamı açısından öneme haizdir. Para politikalarındaki bütünleşme başlıca iki amaç taşımaktadır. Birinci amaç üye ülkeler arasında istikrarlı bir döviz kuru politikası için kur oranlarında bir bütünlük sağlamak; ikinci olarak, ödemeler bilançosunda cari işlemler ve sermaye hesaplarında döviz kontrol yöntemlerinin ortadan kaldırılmasını amaçlayan konvertibl bir para sisteminin uygulanmasını sağlamak⁴⁸.

Parasal bütünleşmede ticaret hacminin akımı için gerekli olan konvertibilite sermaye hesabı için de uygulanmaya çalışılır. Sermaye akımının bölgesel sınırlamalardan arındırılmış ve serbestçe hareketini sağlayan bütünleştirilmiş tek bir sermaye piyasasının varlığı paranın konvertibilitesinin yanında etkin bir politika aracı olarak düşünülebilir. Sermaye piyasasının bütünleştirilmesi ileri aşamalı ekonomik bütünleşmenin bir gereğidir. Birlik içinde para ve döviz kuru politikası üye ülkelerce ortaklaşa yürütülecektir. Şöyle ki;

- Para arzının arttırılmasında ve kredilerin genişletilmesinde ortak kararlar uygulanır. Bütçe açıklarının finansmanı, üye ülkelerin cari faiz oranlarından, sermaye piyasasından sağladıkları fonlarla yapılır. Parasal bütünleşme üye ülkelerde farklı olan fiyat düzeylerinin ayrıcalıklarını ortadan kaldırır ve üye ülkeler arasında karşılıklı ödemelerde görülen dengesizlikleri giderebilir.

- Ekonomik bütünleşmeyi oluşturan üye ülkelerin ödemeler bilançolarının dış dünyaya karşı düzenlenmesi birlik düzeyinde yapılır. Bu iş için para otoriteleri ortak bir döviz rezervi (fonu) oluştururlar ve diğer ülke paralarına karşı uygulanacak döviz kur oranları birlik düzeyine göre ayarlanır. Birliğe üye ülkelerin ulusal paralarının değerini birlikten bağımsız olarak saptamaları mümkün olmaz.

Ekonomik bütünleşme sonucu sağlanan genişletilmiş bir piyasa yapısı özel girişimcilerin yatırım kararlarını etkileyecektir. Yatırım kararları uzun dönemli bir

⁴⁸ Canan Balkır, Muzaffer Demirci: Uluslararası Ekonomik Bütünleşme ve Avrupa Topluluğu. Filiz Kitabevi İstanbul 1989, s.78.

olguyu içerdüğinden girişimcilerin, üye ülkeler arasındaki ticareti engelleyen sınırlamaların ve döviz kontrollerinin giderek azaltılacağına ve piyasa mekanizmasının devam edeceğine güvenmeleri gerekmektedir. Öyleyse ortak bir sermaye ve para sisteminin oluşumunun ilk koşulu gereksinim duyulan döviz kuruna verilen güvencedir⁴⁹.

Bütünleşmenin ikinci katkısı kaynak israfını önlemektir. Üye ülkeler arasındaki ticaretin güvence ve emniyet içinde yapılması, farklı sermaye kazançlarının karşı karşıya gelmesi kaynak dağılımının faydalarını arttıracak ve kaynak israfını önleyecektir. Parasal bütünleşmenin üçüncü yararı, birlik içinde döviz rezervlerinin kullanılmasından kaynaklanır. Ortak bir para sistemi ve döviz rezerv fonu oluşturulduktan sonra rezerv miktarına olan talep iki nedenden azalır.;

1- Zaman içinde birlik üyesi ülkeler aynı anda dış açığa sahip olamayacaklarından, parasal bütünleşme, konjonktürel dalgalanmaların olumsuz etkilerini azaltarak döviz rezerv talebini azaltacaktır.

2- Ekonomik bütünleşmeden sonra parasal bütünleşmeye gidildiğinde üye ülkeler arasındaki ticari ilişkilerde dövize daha az gereksinim duyulacaktır.

Parasal bütünleşmenin dördüncü yararı finansal maliyetlerin azalmasında görülecektir. Bütünleşme ile finansal maliyetlerin dağıtılması mümkün olacağından kişi başına düşen maliyet miktarı azalacak ve böylece yaratılmış olan ek kaynakların yatırımlar için kullanımı sağlanmış olacaktır⁵⁰.

Ekonomik bütünleşmede esnek kur sisteminin uygulanması ulusal ekonomide tam istihdamı gerçekleştirmek için iç dengeyi, ödemeler bilançosunu denkleştirmek amacıyla da dış dengeyi sağlamaya yöneliktir. Ancak iç ve dış dengelerin sağlanabilmesi için geleneksel esnek döviz kuru sisteminin en azından iki araca gereksinimi vardır. Bunlar:

⁴⁹ C.Balkır, M.Demirci, a.g.e., s.78.

⁵⁰ C.Balkır, M.Demirci, a.g.e., s.79.

- 1- İç dengeyi düzenlemek için talep üzerinde etkili olan finansman politikası ve
- 2- Dış dengenin sağlanması için döviz kuru politikasıdır.

Amaçlara ulaşılması açısından, uygulamada her iki politikanın da etkisi bulunmaktadır. Finansman politikası; iç ve dış denge üzerinde farklı etkiler yaratabilecek para ve maliye politikalarını içerir. Birliğe üye ülkelerden birinde esnek kur sisteminin devamında para ve maliye politikası araçlarından sadece bir tanesi kullanılıyorsa, ekonomik bütünleşmeyi oluşturan diğer üye ülkelerin iç ve dış dengeyi sağlama amaçlarından sapmalar görülecektir.

Parasal bütünleşmede ise iç ve dış dengenin sağlanmasında kullanılan politikalarda bir uyum yaratılarak dengesizliklerin giderilmesi kolaylaşır. Her üye ülkenin kendi başına dış ticaret açığı veya fazlası üzerinde düşünmesi gerekmez. Ortak bir döviz kuru politikası uygulandığı için, dış dengenin sağlanmasında açık veya fazlalık olmayacaktır. Ancak iç dengenin sağlanmasında özellikle bölgesel işsizlik gibi bazı yapısal sorunlarla karşılaşılabilir.

Günümüzde sermaye hareketlerinin fazlalığı iki ülke arasındaki finansal varlıkların ikame esnekliklerinin yüksek olduğu anlamını taşımaktadır. Ekonomik bütünleşmede üye ülkeler arasında potansiyel kazanç farklılıklarının büyüklüğü ölçüsünde sermaye hareketleri artacaktır. Sermayenin bu akışkanlığını dengeye getirici veya dengeden uzaklaştırıcı biçiminde iki yönlü düşünmek mümkündür.

Sermaye akışkanlığının hızlanmasının, parasal bütünleşme ile sağlanması düşünülen dengeyi bozabilir. Sermayenin serbest dolaşımı, girişimcileri işsizliğin yüksek olduğu diğer üye ülkelerde yatırım yapmaya iter. Çünkü sermayenin marjinal verimliliği girişimcilerin kendi ülkesinde düşüktür. Ancak sermaye-yoğun teknolojilerin seçilmesi halinde bu durum başlangıçta işsizliğin yüksek olduğu bölgelerde teknolojik işsizliğe yolaçarak mevcut işsizliğin daha da artmasına ve ulusal gelirin azalmasına neden olacaktır.

Parasal bütünleşme savunucuları ise kısa dönem sermaye hareketlerinin üye

lkeler arasındaki dengeyi kolaylaştırdığını vurgulamaktadırlar. Örneğin, bölgenin ihracatına karşı talep azaldığında bankalar kısa dönemli kredi vererek talebi arttırabilirler⁵¹.

Parasal bütünleşmede ye ülkeler bağımsız bir para politikası uygulamadıkları için, faiz farklılıklarına dayalı ulusal politikalarla yatırımlar üzerinde etkili olamazlar. ye lkeler arasında sermaye hareketliliğini arttırmak için ulusal düzeyde alınan mali politikalarla destekleme yapılabilir.

Özetle, parasal bütünleşmenin başlıca üç temel ilkesinden söz edilebilir. Birinci etkisi, parasal birliğin ye ülkeler arasında verimlilik farklılıklarına yol açmasıdır. Bu etki, ticarete kolaylık yaratan faktör hareketliliğinden kaynaklanmaktadır. İkincisi ise maliyet etkisidir. Maliyet etkisi bazı ülkelerin birliğe geçiş aşamasında enflasyona bağlı olarak karşılaştıkları üretim ve istihdam kaybı olarak ortaya çıkar. Bazı ye ülkelerde yüksek enflasyon oranı maliyet etkisi olarak değerlendirilir. nc faktör, kaynak transferine olan gereksinimdir. Geçiş döneminde parasal bütünleşme ile bağlantılı politik bir ortam yaratılabilir. Amaç maliyet ayarlamasını kolaylaştırmaktır. Parasal bütünleşmede gerekli politik ortam gelirin bölgesel düzeyde eşit olarak dağılımı için kaynak transferini zorunlu kılacaktır. Transfer maliyeti ekonomik yönden kuvvetli olan birlik üyelerince üstlenilecek ve böylece parasal bütünleşmenin ekonomik bağlayıcılığı azalmış olacaktır. Ancak, parasal bütünleşmenin yukarıda açıklanan olumsuz etkileri birliğin geleceğe yönelik kararları açısından genelleştirilmemelidir.

Peki Avrupa Birliği dahilinde para ve sermaye piyasası entegrasyonu açısından hangi gelişmeler ve düzenlemeler olmuştur? Roma antlaşması ile kurulmak istenen rekabet esasına dayalı ekonomik birlik çerçevesinde, 1989 yılında Avrupa Topluluğu Komisyonu tarafından Konseye "White Paper" adı verilen düzenleme sunularak; ye devletler arasındaki fiziki, teknik ve mali sınırlamaları 1992 yılına kadar kaldırmak suretiyle Avrupa' daki tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesini kolaylaştıracak tek

⁵¹ C.Balkır,M.Demirci, a.g.e., s.80.

bir mali piyasa oluşturulması amaçlanmıştır. 1991 Aralık ayında imzalanan Maastricht Antlaşması ile Avrupa Birliğinin siyasi yönleri de belirlenmiş ortak dış politika ve ortak savunma politikaları benimsenmiştir. 2010 yılında gerek siyasi gerekse ekonomik birliğe ulaşmayı hedef alan Maastricht, 2000 yılına kadar tek para birimi ve tek merkez bankası ile para politikaları entegrasyonunu sağlamayı amaç edinmiştir. 11.12.1991 tarihinde antlaşmanın hemen akabinde ekonomik ve parasal işbirliği (EMU) ve politik işbirliği (PU) imza edilmiştir⁵².

Avrupa Parlementosunu üye ülkeler parlamentolarından daha üstün kılan bu antlaşmanın diğer sonuçlarından ziyade parasal bütünlüğü sağlamak açısından önemini vurgulamak gerekmiştir.

1992 yılında Toplulukta yayınlanan " Cecchini Raporu " ile , Topluluk ekonomisi içinde sermaye piyasasının önemi vurgulanmış olup; bu piyasa aracılığı ile Topluluğa üye ülkelerde % 7' ye yaklaşan milli gelir artışı ve beş milyon kişiye yeni iş imkanı yaratılacağı belirtilmiştir⁵³.

Toplulukta sermaye piyasası ile ilgili olarak, yapılması planlanan düzenlemeler maddeler halinde aşağıda belirtilmektedir:

- Avrupa borçlanma senedi piyasası kurularak, uluslararası düzeyde tahvil ticareti yapan, farklı borsalardan oluşan bir sistemle entegre olması,

- Borsaların birbirine elektronik sistemle bağlanarak, etkin haberleşme ağının oluşturulması ve müşterilere en iyi fiyatlar ve en iyi şartlarda menkul kıymet alım satım hizmetinin sunulabilmesi,

- Bir üye devlet vatandaşının, başka bir üye devletteki kredi kurumundan kredi alabilecek duruma gelmesi,

- Ülkelerarası sigorta, tahvil ve hisse senedi ihracının serbest bırakılarak, diğer üye devletlerin borsalarında alım satım yapılabilmesi,

⁵² Dünya Gazetesi: European Community Eki, İstanbul 5.7.1994.

⁵³ Türkiye İş Bankası- İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü: "Türk Sermaye Piyasası ve Avrupa Topluluğu", Türkiye İş Bankası Yayınları, Ankara 1992, s.3.

- Ülkelerarası menkul kıymet ihracı ve ticareti yapma konusunda bazı üye bankaları üzerinde bulunan yasakların ve özellikle kambiyo engellerinin kaldırılması.

Tüm bu düzenlemeler yoluyla, yatırımlar daha etkin değerlendirilecek, üretim daha düşük maliyet seviyelerinde gerçekleştirilecek ve yüksek getirisi olan alanlara kayacak sermayenin maksimum düzeyde marjinal verimliliğe ulaşması sağlanacaktır. Sermayenin marjinal verimliliğinin yükselmesi, sermaye maliyetinin düşmesi sonucunu doğuracak; böylece, yatırımlar ve sonuçta büyüme hızı artacaktır. Finansman kaynaklarının daha kolay bulunabilmesi ve mali kaynakların; dolayısıyla yatırım mallarının ucuzlaması, genişlemeden doğan enflasyonist oluşumun etkisini azaltacaktır.

Bütün bu amaçlara uygun olarak, Avrupa Topluluğu bünyesinde sermaye piyasalarının entegrasyonunu sağlamaya yönelik ve bu piyasada faaliyet gösteren kuruluşları düzenleyici direktifler hazırlanmış; bunların bazıları konsey tarafından kabul edilirken, bir bölümü de öneri halinde konseyin onayına sunulmuştur. Avrupa Konseyi, bu yolla, yatırımcının korunması amacıyla Avrupa Topluluğu çapında belli standartları belirleme amacını gütmüştür.

1. TOPLULUK ÜLKESİ ÜLKELERİN BORSALARI

1.1. Londra Borsası

Londra, bankacılık ve sermaye piyasası işlemleri ile finansal kurumları ile uluslararası bir finans merkezidir. Londra' da City adı verilen bölgede başta Bank of England olmak üzere yüzlerce yerli ve yabancı banka, aracı kurum, sigorta şirketi ve diğer finansal kuruluşlar birarada bulunmaktadır.

1694 yılında Bank of England, Fransa ile yapılan savaşı finanse etmek amacıyla borçlanma senetleri çıkarmıştır. Bu borç senetleri günümüzde "Gild-Edged" adı verilen kamu menkul kıymetlerinin ilk örneklerini oluştururken, kamu menkul

kıymetleri için bir pazar kurulmasını sağlamıştır⁵⁴.

İngiltere' de resmi bir borsa kurulmadan önce menkul kıymet alım satımı Londra' nın belirli kahvehanelerinde düzenli ancak gayri resmi şekilde yapılmıştır.

1773 yılında Jonathan kahvehanesine ilk kez "Stock Exchange" (Borsa) adı verilmiş; inşa edilen yeni bina ise 1801 yılında açılmıştır. Bu binanın yıkılması ile yapılan yeni bina ise 1884 yılında hizmete girmiştir. Londra Borsası halen bu binada hizmet görmektedir.

I. ve II. Dünya Savaşları arasında İngiltere ve İrlanda' da işlem gören 22 menkul kıymet salonunun, 1960 yılından itibaren bir federasyon altında birleşmesi gayretleri 1973 yılında sonuçlanmış ve "Borsalar Federasyonu" adı altında organize olmuşlardır. Daha sonra, bu organizasyon "Büyük Britanya ve İrlanda" adını almıştır.

1960 ve 1970' li yılların sosyal ve ekonomik değişiklikleri ve sosyal güvenlik kuruluşlarının (kurumsal yatırımcıların) menkul kıymetler piyasasında işlem yapmaya başlamaları ile yeni düzenlemeler yapılmış; 1970 yılında, bilgisayarlı işlem ve takas sistemine geçilmiştir. Aynı dönemde, kambiyo kontrollerinin kaldırılması ile İngiltere' ye yönelik yatırım hacminde önemli gelişmeler olmuştur.

"1986 yılında dünya borsaları arasında ilk defa Londra Borsası' nda çok önemli değişiklikler yapılmış "Big Bang" adı verilen girişim ile 27.10.1986 tarihinden itibaren Londra Borsası' na uluslararası rekabette çok önemli avantajlar sağlanmıştır.

Borsa' da işlem yapabilme hakkı yani borsa üyesi olma hakkı yerli aracı kurumların yanısıra tamamen yabancı aracı kurumlara da verilmiş, yabancı menkul kıymetlerin kotasyon şartları hafifletilmiştir. Big Bang ile birlikte komisyon oranları düşmüş ve tüm üye aracı kurumlar "broker" olarak kendileri ve müşterileri hesabına işlem yapabilme hakkına sahip olmuşlardır. Bu yeni pazarı desteklemek amacıyla, Borsada geliştirilmiş tamamen kurulu terminallere dayalı olarak çalışan yeni bir işlem

⁵⁴ T.Ünal, a.g.e., s.76.

sistemi "Stock Exchange Automatic Quotations System" SEAQ kullanılmaya başlanmıştır."⁵⁵ Aynı şekilde 1994 yılı sonu itibariyle 464 yabancı firmanın kote olduğu yabancı menkul kıymetler pazarındaki hisse senetlerinin elektronik ortamda fiyatlandırma ve kotasyon işlemi için de SEAQ International kullanılmaktadır.⁵⁶

Big Bang sonrasında Borsa' da geleneksel şirket hisse senetleri pazarında hisse senetlerinin işlem hacimleri arasında farklar oluşmuş, daha az işlem gören yaklaşık 500 hisse senedi 1980 yılında kurulan "Unlisted Securities Market" kot dışı pazar adı verilen pazara geçmişler ve bu pazar böylece son derece canlılık kazanmıştır. 1993 yılında da likiditesi az olan hisse senetlerinin elektronik ortamda işlem görebilmesi için SEATS (Stock Exchange Alternative Trading Service) kurulmuştur. 1986 yılında yürürlüğe giren Finansal Hizmetler Kanunu ile borsa işlemleri ve sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kurumlar genel bir düzenlemeye ve kontrole tabi olmuşlardır⁵⁷.

Londra Borsası ana ve uluslararası piyasası ile birlikte yatırımcıya yedibinden fazla menkul kıymet üzerinde işlem yapabilme imkanı tanımaktadır. Ayrıca, birçok ülkenin hisse senetleri de Londra Borsası' nda kayıtlı olup kendi ülkelerinde bile Londra Borsası aracılığı ile işlem görmektedirler. Tüm bu gelişmelerde en önemli rolü, Big Bang reformları ile başlatılan ve katılımcıların "Dealing Room" ları aracılığıyla işlem yapmalarına olanak sağlayan yeni teknolojik sistem oynamış; bu yolla, diğer ülkelerdeki menkul kıymet şirketleri, bankalar ve diğer kuruluşlar da sisteme dahil olmuşlardır. Ayrıca Finansal Hizmetler Yasası (Financial Services Act) piyasayı düzenleyerek; Londra Borsası' na açıkça tanımlanmış yetki ve sorumluluklar vermiştir. Yine Big Bang ile düşürülen komisyon oranları ortalama % 0.39 civarındadır. İçeriden haber alanların ticareti olarak tanımlanabilecek "Insider Trading" e karşı, para ve hapis cezası öngörülmüş olup; sert hukuki yaptırımlar amaçlanmıştır.

⁵⁵ T. Ünal, a.g.e., s.77.

⁵⁶ London Stock Exchange, "Fact Book 1995" London Stock Exchange Yayınları, London 1995, s.4.

⁵⁷ T. Ünal, a.g.e., s.77.

Londra Borsası 1986 yılının Kasım ayında Limited Şirket Statüsü almış ve şirketin hissedarları da tek oy hakkı ile üye firmalar olmuştur. 1875 Deed of Settlement Kanunu da 1991 yılındaki şirket kuruluş sözleşmesiyle değiştirilmiş Borsa Meclisi, Borsa Yönetim Kurulu adını almıştır.

Londra Borsası rekabet gücünü korumak ve uluslararası işlemlerdeki etkinliğini sürdürebilmek amacıyla 1993 yılında Sequence Program adını alan bir dizi çalışma başlatmıştır. Daha geniş ve iyi kalitede bilgilendirme ve işlem yapabilme imkanı sağlamaya yönelik bu program "Londra Pazarı Bilgi Hattı" (LMIL- London Market Information Link) olarak adlandırılan bilgilendirme hizmet hattını 1994 yılı kasım ayında uygulamaya koymuştur. SEAQ, SEAQ International ve SEATS sistemlerinin yeni bir platformda çalışmasını sağlamaya yönelik bu programda LMIL tüm pazarlarla ilgili bilgi ihtiyacını geniş kapsamlı bir şekilde karşılamaktadır.

LONDRA BORSASI' NDA İŞLEMLER

Londra Borsası' nda işlem yapabilmek amacıyla, şirketlerin kotasyon için (Official List) başvurması gereklidir. Bu nedenle, kotasyon için şirket, geçmişi, finansal tabloları, yönetim ve yaptığı iş ile ilgili tüm bilgileri Borsa' ya vermek zorundadır. Borsa kotasyon şartlarını "Yellow Book" isimli yayınında açıklamaktadır. Şirketler kote edildikten sonra da hisselerinin fiyatını etkileyebilecek her türlü bilgiyi borsaya vermek zorundadır. Bu nedenle Borsa, kotasyon şartlarını sürdürmek için gerekli olan şartları "Continuing Obligations of Listing" adlı düzenlemede belirtmektedir.

1986 yılının mayıs ayında borsa yönetimi halihazırdaki kotasyona tabi ve kot dışı menkul kıymetlerin dışında ve bunlara tamamlamaya yönelik bir üçüncü piyasanın kurulmasına karar vermiştir. Ocak 1987 tarihinde açılan üçüncü piyasa ile özellikle görevli olarak küçük ve "Unlisted Securities Market" piyasasının şartlarını kaldıramayacak şirketlere organize sermaye piyasalarına giriş olanağı sağlanmıştır.

Günümüzde ise İngiltere' de hisse senedi piyasası;

1- Resmi Kot İçi Pazar,

2- Kot Dışı Menkul Kıymetler Pazarı,

olmak üzere iki esas pazardan oluşmaktadır. Piyasada mevcut olan üçüncü pazar ise 31.Aralık.1990 tarihinde resmen kapatılmıştır.

Borsada alış verişler Borsa Otomatik Kotasyon Sistemi (SEAQ) ile mekanize hale getirilmiştir. Tüm işlemlerin üç dakika içinde bu sisteme aktarılması gerekmektedir. SEAQ sisteminde, bilgisayarlar hem borsada hem de borsa dışında faaliyet gösteren firmalara hizmet sunmaktadır. Borsa salonu içinde kendi kulübesinde faaliyet gösteren aracılar, iki yönlü fiyat esasına göre kotasyonlarını bilgisayara vermek zorundadır. Bu fiyatlar eş zamanlı olarak, bilgisayar vasıtasıyla, borsa dışında faaliyet gösteren pazar yapımcıların da bilgisi içine girecektir. Aynı şekilde borsa dışındaki üyeler de benzer şekilde hareket etmek durumundadır.

Londra Borsasında işlem gören dört ayrı menkul kıymet mevcuttur;

- İngiliz Şirketlerinin hisse senetleri,

- Diğer ülke şirketlerinin hisse senetleri,

- İngiliz Hükümeti tarafından kamu harcamaları için ayrılan fonu kısa vadeli olarak değerlendirmek amacıyla çıkarılan senetler (Gilds),

- Bono ve sabit faizli tahviller.

Şirketler ya da yerel otoriteler tarafından çıkarılan bu menkul kıymetleri satın alanlara, belirli bir faiz ve önceden belirlenmiş tutarın vade tarihinde ödeneceği, çıkaran şirket ya da yerel otorite tarafından garanti edilmektedir.

1992 yılında, İngiliz ve İrlanda Şirketlerinin menkul kıymetlerinin alım satımından dolayı piyasadaki işlem hacmi 1.7 Milyar Sterlindir. Bu rakam 1994 yılında günde ortalama 37000 işlemin üzerinde 2.4 Milyar Sterline çıkmıştır.⁵⁸

Londra Borsası en çok dış kökenli menkul kıymetlerin işlem gördüğü borsa

⁵⁸ London Stock Exchange, a.g.e.,s.16.

özelliğini taşımaktadır. Beşyüz menkul kıymet "SEAQ International" da yani Borsanın uluslararası piyasasında işlem görmektedir. Her gün 8500 dolayında işlem gören bu uluslararası menkul kıymetlerin emisyon hacmi 1.3 Milyar Sterline ulaşmaktadır.

Piyasayı Ölçme

Bir hissenin fiyatı yanında, piyasanın gidişiyle ilgili daha fazla bilgi sahibi olmak için, belli sayıda hissenin durumu incelenmel istendiğinde "Endeks" incelenmelidir. Londra Borsası verilerine göre düzenlenen önemli endeksler aşağıda belirtilmektedir:

- En çok kullanılan endeks ise kısaca "Footsie" olarak anılan "FT-SE 100 Index" olup, 1984 yılından bu yana Borsa' nın kote edilmiş en büyük 100 şirketini içermektedir. Bu endeks, modern bilgisayar teknolojisiyle işlem saatlerinde dakika dakika hesaplanmaktadır.

- "Financial Times Ordinary Share Index": 1935 yılında başlayan ve İngiliz Endüstrisi ve Ticareti hakkında bilgi sahibi olmak için kullanılan; 30 şirketin dahil olduğu endekstir.

- "FT Actuaries All Share Index": 1962 yılından beri kullanılan bir endeks türüdür. Gün sonunda hesaplanmaktadır.

- "FT-SE Mid 250": Ekim 1992' de kullanılmaya başlanan ve her dakika hesaplanan orta ölçekli İngiliz şirketlerinin performansını ölçen endekstir.

- "FT-SE Actuaries 350": FT-SE 100 ve FT-SE 250 endekslerinin kombinasyonu olan FT-SE Actuaries 350 endeksi büyük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senedi performanslarını sektör bazında vermektedir.

- "FT-SE Small Cap": Ocak 1993' te kullanılmaya başlanan ve 500' e yakın küçük ölçekli şirketin performansını ölçen endekstir. FT Actuaries All Share endeksi gibi gün sonunda bir kere hesaplanmaktadır.

Londra Borsası' nda Avrupa' nın önde gelen şirketlerinin hisse senedi

performansını ölçen FT-SE Eurotrack 100 (İngiltere hariç) ve FT-SE Eurotrack 200 (Tüm Avrupa) adlı endekslerde mevcuttur.

Vergi

İngiliz Borsa sisteminde iki tip vergi tahsil edilmektedir;

- Gelir vergisi (Income Tax),*
- Sermaye Kazancı Vergisi (Capital Gains Tax)*

Hükümet Bonoları ve şirketlerin sabit faizli tahvilleri sermaye kazancı vergisinden muaftır.

İngiltere hisse senedi piyasası \$ 888 Milyarlık piyasa kapitalizasyonu ile 1990 sonu itibariyle Avrupa' da birinci sırayı almıştır. 1994 yılı sonunda İngiltere' de 2.7 Trilyon Sterlin yaklaşık \$4.1 Trilyonluk piyasa kapitalizasyonunun GSYİH'a oranı Avrupa ortalamasının üzerinde ve % 99 olup; diğer Avrupa pazarlarına oranla ekonomiyi daha sağlıklı bir biçimde yansıtmaktadır. En büyük 5 hisse senedi pazarının % 15.9 luk payına sahip olan Borsanın sektör payları genel olarak incelendiğinde; sınai sektörünün % 23, elektrik sektörünün % 10, petrol sektörünün % 10, yiyecek sektörünün % 6 ve diğerlerinin % 51 pay aldığı görülmektedir.

İngiltere, uluslararası menkul kıymet ticaretinde de aracı olarak birinci sırayı almaktadır. 1990 yılında toplan yabancı hisse senetleri işlemlerinin 150 Milyar Sterlin' lik bölümü SEAQ sistemi aracılığı ile yapılmış, işleme konu olan hisse senetleri içinde de en büyük payları Hollanda ve İsveç hisse senetleri almıştır. 1994 yılı sonunda Avrupa Birliği toplam işlem hacminin %60' ını ifade eden 429 Milyar Sterline ulaşan bu rakam içersinde en fazla hisse senedi işlemi ise 103 Milyar Sterlin ile Fransa ,81 Milyar Sterlin ile Almanya ve 55 Milyar Sterlin ile Hollanda' nındır.⁵⁹ Toplam olarak, dünya sınırdışı menkul kıymet ticaretinin %60'nı aşan bölümü Londra Borsası aracılığı ile yapılmakta, bu oran Avrupa genelinde % 93'e varmaktadır.⁶⁰

⁵⁹ London Stock Exchange,a.g.e.,s.7.

⁶⁰ London Stock Exchange,"Fact Book 1994" London Stock Exchange Yayınları,London 1994,s.14.

Londra Borsası, artan işlem hacmiyle orantılı artan bir piyasa kapitalizasyonuna sahiptir. Londra Borsası 1993 yılına nazaran %42'lik artışla 256 yeni İngiliz ve İrlanda Şirketini bünyesine katmıştır. 1994 yılında 25.3 Milyar Sterlin'lik sermaye artışının 11.6 Milyarlık bölümü yeni kote edilen şirketlerin olmuştur. 1994 yılında Londra Borsası'na sermayesi 25 Milyon Sterlinin altında 109 küçük şirket katılmış ve 1.8 Milyar Sterlinlik bir sermaye finansmanı sağlamışlardır. Bu miktarın 1.1 Milyar Sterlini 85 adet mali olmayan şirkete gitmiştir ki bu reel sektöre gerçek bir kaynak transferidir.

Londra Borsası'nda 31.Mayıs.1990 tarihinden itibaren, bir firmanın %3 ü oranında hisse senedine sahip olan kişi iki gün içinde durumu firmaya bildirmek zorundadır. Birleşme ve satınalma konularında kanunsal düzenlemeler az sayıda olmakla birlikte "The Takeover Code" pratikte kolaylık sağlayacak kuralları ve uygulamaları içermektedir. Türk Sermaye Piyasası'nda da yeralan "Kamuyu Aydınlatma" (Disclosure) düzenlemeleri, İngiliz sistemiyle benzerlikler içermektedir. Avrupa Birliği dahilinde tek pazarda işlemi öngören Avrupa Birliği Yatırım Hizmetleri Direktifi' nin (ISD) Avrupa dahilinde yatırım serbestisi getiren pasaportuna sahip olunabilmesi ve direktifin diğer şartlarına da adapte olmayı kolaylaştırmak amacıyla (üye ülkeler 1995 yılı sonuna kadar ISD şartlarına uyum sağlamak zorundadır) Borsa Yönetimi 1994 Temmuz ayında bir açıklayıcı doküman yayınlamıştır.

Borsa Yönetimi:

"Büyük Britanya' da 17. yüzyılda başlayan sermaye piyasası işlemleri ve borsa faaliyetlerinde, çok sayıda borsa kurulmuş olmasına rağmen, bugün için bunlar tek bir çatı altında toplanmışlar ve yönetimleri de Londra' dan merkezi olarak yapılır hale gelmiştir. İngiltere' de tek bir borsa düzeni ve tek bir borsa yönetimine 1964 yılında geçilmiştir. "⁶¹ Buna göre Borsa Yönetimini, Başkan ve Borsa Meclisi yürütmektedir.

⁶¹ T.Ünal, a.g.e., s.81.

Borsa Meclisi (1991 yılında Borsa Yönetim Kurulu adını almıştır) eski bağımsız borsalardan seçilmiş olan üyelerden oluşmaktadır. İdari Merkezi Londra' da olan Borsa' nın diğer üniteleri Midlands, Batı, Kuzey, Belfast, İskoçya, ve Provincial Unit' ten oluşmaktadır. Her bölgesel üniteye yönetim başkanı bir komite ve merkezi idare ile Borsa Yönetim Kurulu' na bağlı çalışan resmi görevliler yer alır. Borsa Yönetim Kurulu, sermaye piyasası ve borsalar ile ilgili kararların alınması, yürütülmesi ve kontrol edilmesi işlevlerini yerine getirmektedir. Borsada Kurulun yürütme ve kontrol işlerini fiilen yürüten, Kurula bağlı olarak çalışan Yürütme Komitesidir. Yürütme Komitesinin altında da iki ana grup bulunmaktadır. Bunlardan ilki Hizmet birimleri, diğeri ise pazarlardır. Sayılan pazarlar dört tanedir:

- Londra opsiyon pazarı,*
- Birleşik Krallık hisse senetleri,*
- Uluslararası hisse senetleri,*
- Kamu menkul kıymetleri ve sabit faizli menkul kıymetler.*

1.2. PARİS BORSASI

Fransa' da borsanın kuruluşu diğer ülkelere benzerlik göstererek, ülkenin geçirdiği çeşitli ekonomik gelişmeleri izlemiş ve hükümetin rolü, borsanın geliştirilmesi yerine, çeşitli düzenlemeler yapması ile sınırlı kalmıştır.

1304 yılında Kral "Phillippe de Bel" tarafından verilen buyruk ile, borsaya benzeyen bir teşkilat kurulmuş ve bu teşkilat ile ilgili çeşitli yasal düzenlemeler yapılmıştır⁶². Bu dönemde "Pont de Change" adıyla belirlenen köprüde alım satım işlemleri yapılırken; Toulouse' de borsa kurulması için verilen emir sonucunda yarı resmi memur statüsünde çalışan borsa personeli ile borsa kurulmuştur.

IV. Henry döneminde örgütlenmeler düzenli hale getirilmiş; 1638 yılında Danıştay Kararı ile işlem yapan yirmi aracı kuruma ek olarak on kurumun daha

⁶² İMKB: "Borsa Rehberi" , İMKB Yayınları, İstanbul 1987, s.12.

açılmasına ve devlete önemli ölçüde vergi vermek koşuluyla genel bir borsa ve sendika kurulmasına izin verilmiştir. 1639 yılında ise bu örgütlenmeler kaldırılmış ve tellallara "Banka Acentesi" adı verilmiş; yetkisi olmadan bu işlemleri yapan kişiler için ise ceza sistemi düzenlenmiştir. 1684 yılında hazırlanan yönetmeliklerle tüm işlemler kamu denetimine tabi tutulmuştur.

1705 yılında yüzonaltı banker ve mubayacıdan oluşan bir heyet oluşturulmuş ve yeni bir karar ile adlarını "Kralın aziz ve sevgili danışmanları" olarak değiştirmişlerdir. 1720 yılında çıkarılan bir yasa ile "Quincompoix" sokağında toplanılmış ve hisse senedi ve tahvil üzerine yetkili olanlar belirlenmiş; yetkili olmayanların ise işlem yapması yasaklanmıştır. 1724 yılında ise bir yasa ile Paris Borsası kurulmuştur. Bu yasada emre yazılı senet gibi dolaşabilen ticari kağıtlar ile mal ve eşya alımı işlemleri yapmak üzere Paris' te bir borsa kurulması öngörülmüştür. Bu yasanın en önemli özelliği ise önceki yasaların aksine hazineye gelir sağlamak yerine, "borsa" üzerinde yasal düzenleme yapmasıdır. İhtilal sonrasında 1795 yılında yeni bir yasa ile kurulan Paris Borsası, 1801, 1802, 1807 ve 1816 yıllarındaki yasa ve tüzüklerle güçlenmiştir. Daha sonra kurulan Lyon, Marseille, Bordeaux, Nantes ve Thoulouse borsaları da aynı esaslara bağlı kalmışlardır.

Paris Borsasında menkul kıymet işlemleri "Societes de Burse" olarak adlandırılan üye şirketler tarafından yapılmaktadır. Ocak 1991 tarihinde Paris Borsası' nda uygulanmaya başlanan bilgisayarlı alım satım sistemi, altı değişik bölgedeki borsada da (Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy ve Nantes) uygulanmaya başlamıştır.

Ocak 1988 yılında yapılan reformlar finansal yapı ve kurumlarda radikal değişiklikler meydana getirmiştir. Yeni yapılanma dört değişik kuruma dayandırılmıştır;

1. 1988 Reformu ile "Societes de Bourse" olarak adlandırılan Borsa üye şirketleri (Agents de Change), gerçek kişi üyelikten tüzel kişi üyeliğe geçmiştir.

2. Borsa Konseyi' nin "CBV" (The Conseil de Bourses de Valeurs) görevi, "piyasa ve üyelerin işlemleri ile ilgili yasal düzenlemeleri yapmak" şeklinde tanımlanmıştır.

3. "SBF" (The Societe des Bourses Françaises) adlı kuruluş pazarda sistemin düzenli işleyip işlemediği konusunda çalışmaktadır.

4. "AFBS" (The Association Française des Societes de Bourse) özelliği ise, SBF' yi temsil eden profesyonel bir örgüt olarak kurulmuştur.

Fransız reformunun en önemli yeniliklerinden biri; aracılık işlemini diğer finansal aktivitelerden ayıran engellerin ortadan kaldırılmasıdır. Günümüzde tüm üye firmalar sermayelerini , Fransız ya da yabancı bankalara, sigorta şirketlerine, finansal kuruluşlara, ticari ve endüstriyel kurumlara açmışlardır.

PARİS BORSASI'NDA İŞLEMLER

Paris Borsasının endeksi CAC (Cotation Assistee en Continu)-40 endeksidir. Fransa' da broker olarak işlem yapan üyeler arasındaki alım-satım emirleri, merkezi bir piyasada işlem görmektedir. New York,Tokyo ve Toronto Borsaları'ndaki sisteme benzer olan bu sistem borsalardaki emirlerin otomatik olarak eşleştirilmesini sağlayan ve CAC (Compagnie des Agents de Change) adını alan bir elektronik alım-satım sistemidir. Sistemin terminalleri, komisyoncu firmalar ile Fransa Borsalar Birliği arasında bağlantılıdır. 24.Ocak.1991 tarihine kadar bir hisse senedi veya bir tahvil sadece 7 borsanın birinde kote edilebilmekteyken başka bir deyişle, Paris Borsası' na kote edilen hisse senedi sadece Paris Borsası'nda, Lyon Borsası' na kote edilen hisse senedi sadece Lyon Borsası'nda işlem görebilmekte iken bu tarihte CBV (The Conseil des Bourses de Valeurs) tarafından yapılan değişiklikle ulusal pazar kurulmuş ve bölgesel borsalar Paris Borsası' na eklenerek tek bir liste oluşturulmuştur. Böylece üye şirketlerin Paris Borsası vasıtasıyla bütün hisse senetlerinde alım-satım yapabilmeleri sağlanmıştır.

Menkul kıymet alım-satımlarının yapıldığı 3 pazar bulunmaktadır;

1. En önemli Fransız hisselerinin (kamu ya da özel kesime ait) işlem gördüğü birinci pazar (The Official List-Cote Officielle)

2. Orta büyüklükteki hisselerin işlem gördüğü ikinci pazar (The Second Market-Second Marche)

3. Birinci ve ikinci pazarda kote edilmeyen hisselerin işlem gördüğü kot dışı pazar (Marche Hors-Cote)

Birinci pazarın kotunda bulunan menkul kıymetlerin alım satımlarında iki tür pazar bulunmaktadır;

1. Ödeme yükümlülüğünün bir ay içinde yerine getirildiği, aylık vadeli işlem pazarı (Monthly Settlement or Forward market-Le Marche a reglement mensuel-RM)

En önemli ve en çok alım-satımı yapılan hisse senetleri bu pazarda işlem görmektedir. Bu pazarda alım-satımlarda hisse miktarları lot olarak verilmekte ve ödemeler ile teslim, ayın son gününde yapılmaktadır.

2. Para piyasası (Cash Market-Marche au comptant)

Bütün diğer hisselerin işlem gördüğü bu pazarda, alım-satımı yapılan hisse miktarlarına takas ve teslim işleminin anında gerçekleşebilmesi için herhangi bir alt sınır getirilmemektedir.

Son bir kaç yılda Paris Borsası önemli yenilikleri uygulamaya koymuştur. Buna göre işlem salonu (floor trading) yerini, üye şirketlerin kendi yerleşim birimlerinde yer alan elektronik sisteme (Workstation) bırakmıştır. Ayrıca 1990 sonbaharından bu yana takas ve saklama sistemi, uluslararası standart olan T+3 sistemini benimsemiştir.

Kamuyu Aydınlatma (Disclosure)

Bir Fransız şirketinin toplam varlığının %5, %10, %20, %33.5 ve %50'sini kapsayan tüm işlemler , adı geçen şirkete; ayrıca, eğer şirket Resmi Liste ya da İkinci Pazar'a kote edilmişse, beş gün içinde de Paris Borsasına bildirilmelidir. Piyasa ya da piyasa dışında yapılan tüm işlemlerde "Kamuyu Aydınlatma" zorunludur. Resmi liste

ya da İkinci Pazar' da herhangi bir şirketteki Avrupa Topluluğu üyesi olmayan bir kişi ya da grubun %20 ya da üstü oranındaki işlem talebi Fransız Maliye Bakanlığının onayı olmadan yapılamaz.

Fransız Şirketler Hukukunda 1989 yılında yapılan değişikliğe istinaden; hisse sahipleri Borsa Konseyine rapor vermek, Konsey de istendiğinde hisse sahipleri arasında uzlaşmayı sağlamak hususlarında görevlidirler. Fransa' da ikamet etmeyen kişi veya kurumlar, Borsa üye şirketinde bir hesap açmak şartıyla serbest olarak Fransız veya yabancı menkul kıymetleri alıp satmakta özgürdür. 1994 yılının ocak ayında Fransız Parlamentosu yabancılar için damga pulu vergisini de kaldırmıştır.⁶³ Fon ve menkul kıymetler de istendiğinde yurtdışına çıkarılabilir. İkamet etmeyen yatırımcılar "Sermaye Kazançları Vergisi" (Capital Gains Tax)nden muaftırlar. 1989 yılında yapılan bir değişiklik ile, önceden saptanmış komisyon oranları kaldırılarak; komisyon oranlarının, müşteri ve üye şirketler arasındaki görüşmeye bağlı olarak serbestçe belirlenmesi esası uygulanmaya başlanmıştır.

Paris Menkul Kıymetler Piyasasında 1990 yılı sonunda ülke genelinde ulaşılan sermaye hacminin GSYİH' ya oranı yaklaşık %30 olarak bulunmuştur. Toplam sermaye içinde içinde banka ve diğer finansal kurum kağıtlarının payı, hiçbir banka kağıdının en büyük beş hisse senedi arasında yeralmamasına rağmen,%25'in üzerindedir.

Paris Borsası' nda 1985 yılında 650 Milyar Fransız Frangı olan piyasa kapitalizasyonu 1988 yılında 1,484 Milyar Fransız Frangına, 1995 yılı şubat ayında da 2.4 Trilyon Fransız Frangına ulaşmıştır.⁶⁴ 480 Milyar Dolarlık bir rakamı ifade eden bu piyasa kapitalizasyonuna karşın aynı yıllar sırasıyla ele alındığında 1985 yılındaki 146 Milyar Fransız Frangı olan işlem hacminin 1988 yılında 431 Milyar Fransız Frangına, 1994 yılı sonunda da 3.5 Trilyon Fransız Frangına ulaştığı görülmektedir.

⁶³ Brian Unwin, Jörg Franke: The Euroclear IFR Handbook of World Stock Commodity Exchanges,Euroclear IFR, 1995,s.258.

⁶⁴ Paris Bourse Activity: SBF . Paris Bourse,February 1995.

Artan sermaye stoğu üzerine artan bir işlem hacmi göze çarpmaktadır.

1988 yılına kadar Borsa aracı kuruluşları şahıslara ait olurken bu tarihten itibaren köklü değişikliklerle firmalar borsa üyeliğine kabul edilmişlerdir. Aynı zamanda hem Fransız bankaları hem de yabancı yatırımcılar önceden kurulmuş aracı kurumlardan pay alabilmektedirler. Sonuçta, 1990 yılı sonunda 58 üye firmanın 53'ü bu yolla, çoğu bankalar içinden olmak üzere destek bulmuştur. Bugün birçok büyük Fransız Bankasının bu aracı kuruluşlarda çoğunluk payları bulunmaktadır. Fransa'da menkul kıymetler piyasasının müşterisini büyük çoğunlukla küçük yatırımcılar oluşturmaktadır. 1989 yılında Borsada kayıtlı hisse senetlerinin % 35 i hane halkının elinde bulunurken; bu oran 1990 yılında faizlerin yükselmesiyle %30'a düşmüştür. 1993 yılı içerisinde 5.7 Milyon bireysel yatırımcı borsada işlem yapmıştır ki bu rakam 1992 yılına göre % 26.6' lık bir artışı ifade etmektedir. Bu rakamlar Fransa' da sermayenin tabana ne kadar yayıldığıнын göstergesidir. Bu arada, Fransız hisse senetlerine yabancı yatırımcıların ilgisi hızla artmış ve 1990 yılında %34'ü bulmuştur. Fransız kurumsal yatırımcıları ise, hisse senedine daha az yatırım yapmaktadır. 1988 yılında oluşturulan yerli emeklilik fonlarının oluşturduğu 85 Milyar Fransız Frangı tutarındaki fonun yalnızca 10 Milyarı hisse senetlerine, kalanı ise tahvillere yatırılmıştır. Yakın gelecekte son beş yıldır Fransa' da yapılan büyük yatırımların ürününü vermesiyle şirket karlarında artış görülmesi ve hükümetin özelleştirme çalışmalarına ağırlık vermesiyle kaliteli hisse senetlerinin artması beklenmektedir. Küçük firmaların ve hane halkının ilgisini özelleştirmeye çekebilmek için hükümetin bir dizi mali teşvik uygulanması ile ilgili çalışmaları da mevcuttur.

Paris Borsası Yönetimi

Fransız finans sistemini ve sermaye piyasalarını liberalleştirmek ve Paris'i Kıta Avrupa'sının önemli finans merkezlerinden biri haline getirmek için Haziran 1988' de uygulamaya konulan bir dizi tedbir, menkul kıymet borsalarının üç düzenleyici organının yapısında köklü değişikliklere neden olmuştur.

1.Menkul Kıymet Borsaları Meclisi

Menkul Kıymet Borsaları Meclisi, piyasayı denetleyici ve düzenleyici organdır. Piyasaların ve komisyoncu firmaların belirli kurallar altında faaliyet göstermesini sağlayan meclisin 12 üyesi bulunmaktadır. Meclis üyeleri , kendi aralarından bir meclis başkanı seçmektedir. Fransız Hükümeti, mecliste Finans Bakanı tarafından belirlenen bir komisyon üyesi ile temsil edilmektedir.

Meclisin piyasa faaliyetlerini düzenleyici kurallar, Borsa faaliyetleri komisyonu' nun ve Fransa Bankası' nın uygunluğu alındıktan sonra Fransa Finans Bakanlığı tarafından desteklenmektedir. Bu kurallar yeni aracı kurumların faaliyet şartlarını , menkul kıymetlerin kotasyonunu, Borsa üyelerinin , onların yan kuruluşlarının yönetimlerini ve çalışanlarının faaliyetlerini düzenlemektedir.

2. Fransa Borsalar Birliği

Borsa Meclisi' nin piyasa ile ilgili aldığı kararlara işlerlik kazandıran Fransa Borsalar Birliği, uzmanlaşmış bir finansal enstitü niteliğindedir. Ana hissedarları borsa şirketleridir. Birlik, borsa şirketlerinin öngörülen standartlar içinde piyasa faaliyetlerinde bulunmalarını denetlemekte ve yatırımcılarla kamuoyuna piyasa aktiviteleri hakkında karşılaştırmalı bilgiler vermektedir. Ayrıca borsalar birliği, borsa şirketleri arasında menkul kıymetlerin ve nakdin takas ve teslim işlemlerinde bir takas odası gibi faaliyet göstermektedir.

3. Fransa Borsa Şirketleri Birliği

Komisyoncu firmaları temsil eden Borsa Şirketleri Birliği, uzman bir kuruluştur. Üye firmalara mali ve hukuki konularda profesyonel bir danışman olarak hizmet vermektedir. Haziran 1988 reformu, hisse senedi alım-satımlarında borsa komisyoncularının egemenliğine son vermiş, bu piyasaya bankalar ile menkul kıymet şirketlerinin girmesine olanak tanımıştır. Ayrıca getirilen değişiklikle borsaya üye firmalar, Fransız ve yabancı bankalara, sigorta şirketlerine, finansal kurumlara, sınai ve ticari şirketlere sermayelerini açabilmektedirler.

1.3. FRANKFURT BORSASI

Frankfurt Borsasının gelişimi, Paris Borsasında olduğu gibi büyük panayırlar ile ilişkili olarak ticaretin istek ve trendine bağlı olarak gelişmiştir. 9-Eylül-1585 tarihinde Frankfurt' ta 85 tacir tarafından 9 çeşit paranın kurlarının sabitleştirilmesi işlemi Frankfurt Borsası' nın ilk kuruluş tarihi olarak verilmektedir.⁶⁵

1779 yılında Frankfurt' ta önemli bir "sermaye ticareti"nin başladığı görülmektedir. 18. yüzyılın sonlarına doğru Avusturya, Prusya ve Silezya hisse senetlerinin Borsada işlem görmesi, Borsanın büyümesini sağlayan önemli faktörler arasındadır⁶⁶. Uluslararası ticaret ilişkilerinden dolayı Frankfurt Borsası Berlin Borsasından daha etkin ve önemli olmuştur.

1739-1799 yılları arasında Frankfurt Borsası' nda yasal düzenlemeler yapılmıştır. 1843 yılında ise Ticaret Borsası bir tüzük hazırlayarak; "Borsa, ticaret işlemlerinin kolaylaştırılması amacıyla Frankfurt ticaret çevreleri Ticaret Odası gözetiminde kurulmuş ve hükümetçe izin verilmiş sarraflar ve komisyonculardan kurulmuş bir meclistir." şeklinde tanımlamıştır. Almanya' da 1993 yılında tüm borsalar Alman Borsası (Deutsche Börse AG) adı verilen birleşik ortaklık şemsiyesi altında toplanmışlardır. Kamu Hukuku hükümlerine tabi olan Frankfurt Borsası' nın Almanya' nın en büyük borsası olması nedeniyle Deutsche Börse AG bu borsanın destekleyici kurumu pozisyonunu almıştır. Bu destek personel, donanım ve mali desteği içermektedir. İki kurumun yetkili organları arasında işlevsel açıdan fark bulunmamaktadır. 13-Ekim-1993 tarihinde Avrupa' nın en büyük Futures ve Options borsası olan DTB Deutsche Terminbörse GmbH-Frankfurt ile Deutsche Börse AG'nin birleşmesi onaylanmış ve 1-Ocak-1994' ten itibaren entegrasyon gerçekleştirilmiştir.⁶⁷

Pazar değeri açısından 1990 yılı sonunda ulaşılan \$ 343 Milyarlık

⁶⁵ Brian Unwin, Jörg Franke: a.g.e., s.267.

⁶⁶ T.Ünal, a.g.e., s.80-82.

⁶⁷ Brian Unwin, Jörg Franke: a.g.e., s.267.

kapitalizasyonla Almanya Borsası dünya sıralamasında dördüncü sırayı almıştır. Bu artış oranına rağmen milli sermaye tutarının GSYİH' ya oranı ancak % 25 dolaylarında çıkmıştır. Dax 100 Endeksindeki şirketlerin 1987 Aralık ayı sonundaki 872,712,000 adet hissesi 1994 yılı Eylül ayında 1,167,634,000 adete ulaşmıştır ki bu hisselerin pazar değeri 423 Milyar Dolardır.⁶⁸ Bu göstergeler ile Almanya sanayisinin milli borsada Fransa, Hollanda, İsviçre, İspanya veya İngiltere' ye oranla daha düşük düzeyde temsil edildiği ortaya çıkmaktadır.

Almanya' da firmalar Borsa kanalıyla finansman sağlamak yerine bankalardan kredi kullanarak finansman ihtiyaçlarını gidermeyi tercih etmektedirler. Bu yaklaşımda, banka kredilerinin geleneksel bir finansman yöntemi olarak görülmesinin yanısıra, Alman bankalarının çoğunun sanayi dallarında holdinglere sahip olmalarının ve dolayısıyla firma yönetim kurullarında banka sahiplerinin bulunması sebebiyle kurulmuş olan sıkı bağların etkili olduğu bilinmektedir. Aile firmalarının borsadan çekinmelerinin en büyük sebebi ise , hisse senetlerinin tek elde toplanması sonucu yönetimin başkasına geçebilmesi korkusudur.

FRANKFURT BORSASI'NDA İŞLEMLER

Frankfurt Borsasının % 70'lik pay ile en büyük paya sahip olduğu Almanya' da sekiz menkul kıymet borsası 1993 yılında birleştirilmiştir. Almanya Borsaları'nda üç ana alım-satım piyasası bulunmaktadır.

1. Resmi Pazar (Amtlicher Handel): En büyük ve likit senetler ile devlet tahvilleri işlem görmektedir.

2. İkinci Pazar "Güdümlü Pazar" (Gegelter Market): Borsada işlem gören fakat daha yumuşak ve maliyeti artırmayan yönetmeliklere bağlı senetlerin ticareti yapılmaktadır.

3. Serbest pazar (Freiverkehr): Listede yer almayan senetlerin alım satımı gerçekleştirilmektedir.

⁶⁸ Dax 100: Deutsche Börse A.G.1995,s.4.

Almanya' da önde gelen hisse senetlerinin daha çok Londra' da kurulu bulunan Uluslararası Borsalar üzerinden işlem görmeye yönelmeleri, Frankfurt Borsası' nı teknolojik reform mahiyetinde mekanizasyon yatırımlarına itmiştir. Bu amaçla ilk adım, 1987 yılında KISS sisteminin kurulması olmuştur. Fiyatlar hakkındaki bilgiyi uluslararası düzeyde yaymak, sistemin sağladığı en önemli hizmeti oluşturmaktadır. Reuters kanalıyla haber yayma işlemi ise MATIS adlı sistemle mümkün olmaktadır. Yine bir bilgi sistemi olan IBIS (The Integrated Stock Exchange Trading And Information System)' in 1991 Nisan ayında Alman bankaları tarafından kurulmasından sonra aracılara alım-satım işlemlerinde daha avantajlı fiyat verebilme olanakları sağlayan BOSS (Stock Exchange Order Service System) sistemi Kasım 1992' de devreye girmiştir. Emirlerin daha hızlı işleme girerek sonuçların hemen alındığı BOSS sisteminde aracılar müşterilerine işlemlerle ilgili bilgileri daha hızlı verebilmektedirler. BOSS sistemi tüm borsalarla ilgili genel bir bilgilendirme servisi de sunmaktadır.

İçeriden öğrenenlerin ticareti olarak adlandırılan "Insider Trading" ile ilgili olarak Avrupa Topluluğu'nun 13.Kasım.1988 tarihli cezai hükümleri Frankfurt Menkul Kıymetler Borsası tarafından uygulanmakta; yakın bir tarihte de bu kararların Almanya' da kanunlaştırılması hedeflenmektedir.

Vergi

Küçük tasarrufçuyu hisse senedi almaktan uzaklaştıran menkul kıymet satış vergisi, mali pazarı canlandırmaya yönelik alınan tedbirler çerçevesinde, 1992 Ocak ayından itibaren Federal Parlamento tarafından iptal edilmiştir. Gerek Alman yatırımcıları gerekse yabancı yatırımcılar için yıllık temettüler üzerinden %25 gelir vergisi alınmaktadır. Çoğu uluslararası anlaşmalarla çifte vergilendirmeyi önlemek için yabancı yatırımcılarda bu oran %15' e inebilmektedir.

Frankfurt Borsası Yönetimi

13.Ekim.1975 tarihli Borsa Yönetmeliğine göre Frankfurt Menkul Kıymetler

Borsası, Borsa Yönetim Kurulu tarafından yönetilir.

Borsa Yönetim Kurulu en az 19, en fazla 22 üyeden oluşur. 19 üye seçici kurul tarafından kendi aralarından seçilir. Borsa Yönetim Kurulu;

- Borsada bağımsız olarak çalışmalarına izin verilmiş kredi kuruluşlarının 13 temsilcisi,

- 2 borsa acentesi,

- 2 serbest acente,

- Borsaya girmelerine izin verilmiş şirketlerin işlemlerini yürütmeye yetkili iki şirket temsilcisinden oluşmaktadır.

Yönetim Kurulu seçimi 3 yılda bir tekrarlanır. Borsa Yönetim Kurulu arzu ettiği takdirde borsaya kote edilmiş hisse senedi çıkaranlar, yatırımcılar ve yatırım şirketlerinden birer kişiyi üye olarak seçebilir⁶⁹.

Borsa Yönetim Kurulu' nun görevleri;

- Şirketlerin ve kişilerin borsaya girmelerine izin verilmesi,

- Seans saat ve yerinin belirlenmesi,

- Organizasyonun düzenlenmesi,

- Elektronik alım satım sisteminde işlem görecekt menkul kıymetlerin belirlenmesi,

- Hukuksal düzenlemeler yapılması,

- Uyuşmazlıklar ile ilgili düzenlemeler yapılması.

Borsanın denetimi "Borsa Gözetim Komitesi" (Stock Exchange Supervisory Committee) tarafından yürütülür. Üyelerin seçimine yönetim kurulu karar verir.Frankfurt Borsası'nın diğer kuruluşu; Uzmanlar Komitesi, Kabul Kurulu ve Kabul Komitesi adlı üç kuruldan oluşan Hakimler Kürsüsüdür.Uzmanlar Komitesi, menkul kıymetlerin tesliminin kontrolünden; Kabul Kurulu, menkul kıymetlerin resmi kotasyon listesine dahil olmasıyla ilgili kararların verilmesinden; Kabul Komitesi ise

⁶⁹ T.Ünal, a.g.e., s.141.

menkul kıymetlerin işlerliği, piyasaya kabulü gibi konulardan sorumludur.

2. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

1986 yılında çalışmaya başlayan İMKB' nin faaliyetleri ve işlemlerinden, Türkiye' de ikinci el hisse senedi piyasasının hızlı bir gelişme katettiği anlaşılmaktadır. 1986 yılı sonunda 8.703 Milyon TL. olan işlem hacmi, yaklaşık 4000 katı büyüyerek 1991 yılı sonunda 35.5 Trilyon TL.' ye yükselmiştir. İMKB, bu haliyle, dünyada yeni gelişen borsaların bir çoğunun da önüne geçmiş bulunmaktadır.

6.Ekim.1983 tarihli resmi gazetede yayınlanan 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK), Genel Yönetmelik ve İMKB yönetmeliği ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının yasal düzeni esas itibariyle meydana çıkmış, ve İMKB, bu karar ve yönetmeliklerin getirdiği hükümler çerçevesinde faaliyete başlamıştır.

Borsanın Üyeleri

KHK' nın 4. maddesinde, gerçek ve tüzel kişi olarak borsa üyelerinin belirlenmesi ve borsada işlem yapmalarına izin verilmesiyle SPK yetkili kılınmıştır. Üyelerle ilgili hükümler en geniş şekliyle genel yönetmeliğin ikinci bölümünde yer almıştır. (Md.7-14) İç Yönetmelikte de, üyelere ilişkin dağınık bazı hükümler bulunmaktadır.

KHK/91 ile getirilen sistemde dört kategori borsa üyesi öngörülmektedir.

- 1. Yatırım ve Kalkınma Bankaları,*
- 2. Ticaret Bankaları,*
- 3. Aracı Kurumlar.*

Borsanın Organları

91 sayılı KHK ve Genel Yönetmelikte yer alan hükümlerde borsanın organları:

- Genel Kurul,*
- Yönetim Kurulu,*
- Denetim Kurulu,*

- Borsa Başkanlığı,

olarak belirlenmiştir.

Genel Kurul:

Borsa üyelerinden oluşan Genel Kurul borsanın üst karar organıdır. Başlıca görevleri:

- Borsa işleri üzerinde karar almak, bu hususta yetkili mercilere teklifte bulunmak,

- Borsa yönetmeliklerini inceleyip karara bağlamak,

- Borsanın faaliyet raporunu ve denetçiler raporunu inceleyip karara bağlamak,

- Borsanın bilançosunu ve gelir- gider hesaplarını inceleyerek karara bağlamak, personel kadrosunu ve kesin hesabı onaylamak,

- Yönetim Kurulu ve Denetim Kurulu üyelerini seçmek ve ibra etmek,

- Seçimi Genel Kurula ait olan komitelerin üyelerini belirlemek.

Genel Kurul kararları, SPK' nın onayı ile (Bu onayın gecikmesi halinde 30 gün içinde) yürürlüğe girer. Kararların tümünün veya bir kısmının onaylanmaması Genel Kurul'un yeniden karar almasını gerektiriyorsa, Genel Kurul, SPK tarafından, gerekliliğin belirlendiği tarihten itibaren 15 gün içinde olağanüstü toplantıya çağrılır.

Yönetim Kurulu:

Borsa, bir başkan ve 4 üyeden oluşan 5 kişilik bir Yönetim Kurulu tarafından yönetilir.

Borsa Başkanı, aynı zamanda Yönetim Kurulunun da başkanıdır. Yönetmelikte Yönetim Kurulu' nun görev ve yetkileri şu şekilde belirlenmiş bulunmaktadır (Gnl.Yön.Md.21):

- Borsaya ilişkin her türlü mevzuatı hazırlamak,

- Menkul kıymetlerin borsaya kote edilmeleriyle ilgili başvuruları karara bağlamak,

- Borsa işlerinin mevzuata ve kurallara uygun olarak düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak,

- Genel Kurulca kurulanlar dışında yönetmeliklerle belirlenmiş veya ihtiyaç duyulabilecek ihtisas komitelerini kurarak üyelerini seçmek ve çalışmalarını düzenlemek,

- Borsa kotunda yer almayan, ancak, işlem hacmi geniş olan menkul kıymetler hakkında SPK'ya bilgi vermek,

- Borsa işlerinde çıkabilecek uyuşmazlıkları inceleyerek sonuçlandırmak,

- Borsa bültenini çıkarmak, borsa tarafından açıklanması gereken bilgilerin ve borsada oluşan fiyatların düzenli olarak yayımlanmasını sağlamak,

- Borsada işlem gören menkul kıymetler hakkında istatistikler düzenleyerek yayımlamak,

- Borsanın bütçesini hazırlayıp SPK'ya sunmak,

- Borsanın kadrosunu ve kesin hesabını hazırlayarak Genel Kurula sunmak,

- Borsa gelirlerinin tahsilini ve harcamalarının yapılmasını sağlamak,

- Borsa adına imzaya yetkili olanları ve yetki sınırlarını belirlemek,

- Personel atamalarını yapmak ve bu yetkiyi gerektiğinde borsa başkanına bırakmak.

Denetleme Kurulu:

Denetleme organı, Genel Kurul tarafından, Genel Kurul üyeleri arasından veya dışarıdan 2 yıl için seçilen 2 üyeden oluşur. Genel Kurulca 2 de yedek üye seçilir.

Denetçiler, borsanın hesap ve işlemlerini, kanun, kararname, tebliğ, SPK ve Borsa Genel Kurul Kararaları çerçevesinde denetlemekle görevli ve yükümlüdürler. Denetçiler, her yıl sonunda borsanın işlem ve hesapları hakkında hazırlayacakları raporu genel kurula sunarlar.

Borsa Başkanlığı:

Borsa Başkanı, borsanın en üst amiri olup borsanın genel yönetimi ve temsili ile görevlidir. İdare ve yargı mercileriyle 3. kişilere karşı borsayı borsa başkanı temsil eder. Borsayı, mevzuat, SPK kararları, Genel Kurul ve Yönetim Kurulu kararları

çerçevesinde yönetir, borsa içinde kurulan pazarların çalışma düzenini sağlar.

Borsa Başkanı, özel bir kanuna dayanmadıkça resmi veya özel hiçbir görev alamaz, ticaretle uğraşamaz, ortaklıklarda pay sahibi olamaz. Borsada menkul kıymet alım-satımı amacıyla dolaylı da olsa emir veremez.

Genel Yönetmelikte ve İMKB Yönetmeliğinde yeralan hükümlere göre, borsada, bir başkan ve iki üyeden meydana gelen bir Kotasyon Komitesi, bir Disiplin Komitesi ve bir de Uyuşmazlık Komitesi bulunur (Tablo XIX).

- Kotasyon Komitesi: Kotasyon komitesi başkan ve üyeleri, borsa başkanlığının teklifi üzerine Yönetim Kurulunca, borsa işlemleri konusunda uzman nitelikleri taşıyanlar arasından seçilir. Görevi menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması için yapılan başvuruları değerlendirerek, hazırlayacağı raporları Yönetim Kuruluna sunmak ve aynı konuda Yönetim Kurulunca verilecek diğer işleri yapmaktır.

- Disiplin Komitesi: Başkan ve üyeleri, borsa üyelerinin mensup olduğu gruplar adına gösterilecek adaylar arasından Yönetim Kurulunca seçilir. Komite, borsada düzeni ve dürüstlüğü bozan ve borsa işlerine hile karıştıran, borsa işlerinin açık, düzenli ve dürüst yürütülmesi için alınan kararlara uymayanlarla ilgili disiplin kararlarını verir. Borsa yönetmeliklerinde öngörülen disiplin kurallarını uygular ve kararlarını yönetim kurulunun onayına sunar. Bu kararlara SPK nezdinde itiraz edilebilir.

- Uyuşmazlık Komitesi: Borsa işlemlerine ilişkin olarak üyeler veya üyelerle müşterileri arasında çıkan uyuşmazlıkların idari yoldan çözümü için borsa yönetim kuruluna yardımcı olur, Yönetim Kurulu tarafından hazırlanacak uyuşmazlık kurallarına göre bulduğu çözüm yolunu en çok 5 iş günü içinde Yönetim Kuruluna sunar. Yönetim Kurulunun kararlarına karşı 10 iş günü içinde SPK' ya itirazda bulunabilir. SPK' nın kararları kesindir.

Borsada Oluşturulan Pazarlar:

İMKB Yönetmeliğinin 11. maddesinde yeralan, borsada kota alınmış menkul

kıymetler için pazarlar açılmasıyla ilgili hüküm gereğince, borsa yönetim kurulu tarafından alınan kararlarla, hisse senedi ve tahvil alım-satımı için gerekli pazarlar ve ihtiyaç duyulan işlem bölümleri oluşturulmuştur. Bu bağlamda,

- Hisse senedi işlemleri için Ulusal Pazar, Bölgesel Pazar,

-Tahvil işlemleri için Kesin Alım-Satım Pazarı, Repo-Ters Repo Pazarı ihdas edilmiştir.

Hisse senedi ulusal pazarında, 1995 yılı sonu itibariyle 193 şirket, bölgesel pazarda da 12 şirket işlem görmektedir. Bölgesel pazar orta ve küçük ölçekli ve kotasyon şartlarını kaldıramayan şirketlere tahsis edilmiştir.

İstinye' deki binasına 1995 yılında taşınan İMKB tam otomasyona geçmiştir. İMKB' de resmi iş günleri Pazartesi' den Cuma' ya kadar olup seans saatleri sabah 10.00-12.00 öğleden sonra da 14.00-16.00 arasındadır. Sermaye piyasasında menkul kıymet pazarlarının performansı, işlem hacimleri ve fiyat endeksleriyle ölçülür. Borsalarda hazırlanan fiyat endeksleri ekonomik hayatın önemli bir göstergesini teşkil eder ve hergün gazeteler, radyolar ve televizyonlarda yayınlanır.

Ülkemizde hisse senedi piyasası için resmi endeks yayınlanması ilk defa İMKB ile başlar. İMKB' de başlangıçtan beri kullanılan endeksin "baz değeri", Ocak 1986 tarihi itibariyle 100 kabul edilmiş, zaman içinde oluşan fiyatların kaydettiği seviyeler bu ölçüye göre hesap ve ifade olunmuştur. İMKB' de endeks hesaplaması, önceleri, haftalık olarak yapılmıyordu. 26 Ekim 1987' den itibaren günlük olarak hesaplanmaya başlanmıştır.

Ocak 1991' de İMKB endeksleri konusunda büyük bir yenilik yapılmış, mali sektörde yer alan firma sayısının artması üzerine , hem kapanış fiyatları , hem ağırlıklı fiyatlar üzerinden genel endeksin yanında, sanayi sektörü ve mali sektör için ayrı endeksler hazırlanmasına geçilmiştir. İMKB endeksleri seans boyunca sürekli olarak hesabedilmektedir. Bu nedenle, endekslere dahil hisse senetlerinin fiyatlarında değişme oldukça endeks rakamları da değişiklik göstermektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nı gerçek anlamda uluslararası bir finans merkezi haline dönüştürecek projelerin en önemlisi olan "İMKB Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi" kuruluş ve işletme sözleşmesi, 25 Ağustos 1995'te imzalanmıştır. Bu sözleşme ile İMKB binasında yer alacak bölge içinde bir "uluslararası işlem salonu" ve "uluslararası saklama merkezi" kurulacaktır. Bu uygulamayla dünyada ilk kez menkul kıymetler bir serbest bölgede alınıp satılabilecektir. Sözleşmeyle "bölge kurucusu ve işleticisi" ünvanını alan İMKB, tüm alım-satım işlemlerinin ve kazançların vergiden muaf olduğu bu alan içinde elektronik ortamda işlem görecektir. Sözleşmeye göre "gümrük dışı alan" olarak belirlenen İMKB Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi'nde, başlangıçta, 1996 yılı başında açılacak olan Uluslararası Pazar, Takasbank A.Ş. ile İMKB' nin öncülüğünde kurulan Avrasya Borsaları Federasyonu (FEAS) faaliyette bulunacaktır. Kuruluş ve işletme sözleşmesi, 30 yıllık süreyi kapsamakta ve 7 maddeden oluşmaktadır. İMKB, bölgenin kurulup işletilmesi amacıyla mal, idari, denetim ve hizmet temini yükümlülükleri ile sorumludur.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nın yeni kurulmuş şirketler için Nisan-1995 tarihinden itibaren " Yeni Şirketler Pazarı"nı devreye sokarak pazarda risk sermayesi yatırım ortaklarının ve girişim şirketlerinin kuruluşunun hızlandırılması hedef alınmış borsa kanalı ile halka arz edilmek suretiyle halka açılacak şirketlerin hisse senetlerinin borsada güven ve açıklık ortamında, organize bir piyasada işlem görmesi sağlanmak istenmiştir. Ekonomideki atıl fonların, büyüme potansiyeli olan şirketlere aktarılması, bu fonların sermaye piyasası fonlarına kazandırılmasını sağlamaktadır. Ancak İMKB' nin Yeni Şirketler Pazarı'na ilginin 14.8.1995 tarihi itibarıyla az olduğu bildirilmiştir⁷⁰.Borsa yetkilileri resmi olarak herhangi bir

⁷⁰ Milliyet Gazetesi: İstanbul 14.8.1995, s.7.

başvuruda bulunulmadığını bildirerek bu konudaki ilginin eksikliğine dikkat çekmişlerdir.

Yalnızca yatırım birimleri için değil yatırıma hevesli girişimciler için de sermaye finansmanına olanak sağlayan bu pazara olan ilginin azlığı yanısıra bölgesel pazardaki orta ve küçük ölçekli şirket sayısının azlığı da dikkat çekicidir.

İkincil piyasadaki likidite artışına karşın bu artışın reel sektörlere nasıl yansıtıldığının incelenmesi İMKB' nin iktisadi işlevinin sorgulanmasındaki başlangıç noktasıdır:

** İMKB' nin toplam işlem hacminin GSMH içersindeki payının 1986' da %0.02 ve 1990' da %3.83' ten 1993' te %13.25' lere tırmanması İMKB hisse senedi piyasasının büyüdüğünü göstermektedir.⁷¹ İşlem hacimlerine ABD Doları bazında bakıldığında 1986' da \$11.5 Milyon olan hacmin 1993' ün ilk altı ayında 7 Milyar ABD Dolarına, 1994' ün ilk altı ayında 9.4 Milyar Dolara ulaştığı görülmektedir. Aynı işlemi piyasa kapitalizasyonuna uyguladığımızda ise 1986' da 938.9 Milyon ABD Doları olan piyasa kapitalizasyonunun 1993' te 37.8 Milyar ABD Dolarına yükseldiğini ve 1994' ün ilk altı ayında ise 16.3 Milyar ABD Dolarına indiği görülmektedir. Piyasa fiyatlarıyla değerlendirilmiş sermayenin değerinin azalışına karşın işlem hacminin azalmaması, azalan sermaye stoku üzerinde artan ölçüde işlem yapıldığını işaret etmektedir ki bu bizde İMKB' nin yarattığı likiditenin birincil piyasalara aynı ölçüde yansımadağı şüphesini uyandırmaktadır. İMKB' nin iktisadi boyutunun incelenmesi gereğine dikkat çeken bu ters orantı gerçeğı, likidite ve işlem hacminin nicel büyümesinin işlemlerin niteliğinin spekülâtif mahiyette olduğuna işaret etmektedir.*

İMKB' deki spekülâtif işlem eğilimini Grafik 1' de görmek mümkündür. "Bu

⁷¹ SPK Araştırma Dairesi: Türkiye' de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü:1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi.SPK Yayınları Mayıs 1995,s.62.

grafikte noktalı çizgiler İMKB endeksindeki günlük yüzde oynamaları vermektedir. Değişimler 1988-1992 arasında piyasalarda oluşan 1200' ün üzerindeki fiyattan elde edilmiştir. Grafiğe 1993 ve ekonomik kriz yılı olan 1994 yılı verilerini de kattığımızda son verilerdeki fiyat hareketleri yüzde 5' lerin üstüne çıkmaya başlayacaktır. Bu grafikten de anlaşılacağı gibi İMKB' de fiyatların bir gün içinde yüzde 5' ten fazla oynaması, sık rastlanan bir olgu haline gelmektedir. Bu olgunlaşmış bir borsada görülmesi imkansız bir durumdur."⁷²

* Peki şirketlerin gelişen borsa işlem hacmine karşın borsadan faydalanma durumları ne düzeydedir? Tablo XX' den de görüleceği gibi İMKB işlem hacminin GSMH içindeki payı artarken, şirketler kesiminin hisse senetleri vasıtasıyla topladığı fonların, yeni hisse senedi ihraçlarının GSMH içersindeki payının azaldığı görülmektedir. Hisse senedi birinci el piyasası tarafından doğrudan reel sektöre aktarılan kaynakların sistematik bir biçimde azalışı yanında hisse senedi ihraçlarının özel sabit sermaye yatırımları içindeki payını gösteren Tablo XXI bu payın da 1990' dan itibaren sistematik olarak azaldığını göstermektedir. Bu durum bize hisse senedi piyasasında birinci ve ikinci el piyasaların birbirine paralel bir gelişme içinde olmadıklarını anlatmaktadır. Birinci el piyasalar küçülürken, ikinci el işlemlerin büyümesinin hisse senedi fiyatlarının iktisadi anlamını tartışılır kılacağı açıktır. Azalan hisse senedi stoğuna artan oranda talebin gelmesi, fiyatların reel sektör bağlantılarının kopartılması imkanını yaratmaktadır ki bu durum İMKB' de fiyatların, şirketlerin reel sektör performansını yansıtamaması ihtimalini ortaya çıkartmaktadır.

* Türk Sermaye Piyasası'nda dikkat edilmesi gereken bir diğer husus aracı kurumların ikinci el piyasaların birinci el piyasalara likidite sağlama ve fon aktarma işlevini ne ölçüde yerine getirdikleridir. "1992 yılında yeni ihraç edilen hisse

⁷² Tüsiad: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası-Genel Durum ve Öneriler, Tüsiad Yayınları İstanbul, Ekim 1993, s.36.

senetlerinin tutarı, hissedarların portföyünden yapılan satışlar düşüldükten sonra, 4.888,7 milyar TL. ve 1993 yılında da 8.258,2 milyar TL. olmuştur. Bu yeni ihraçlar işlem hacminin 1992 yılında %8.7 ve 1993 yılında %3.2' sini teşkil etmektedir. Görüldüğü üzere, yeni ihraçların işlem hacmi içindeki payı oldukça düşüktür. Ayrıca, bu ihraçları piyasa kapitalizasyonuna oranladığımız zaman, sırasıyla %5,8 ve %1,5 olmaktadır. Dolayısıyla, şirketlerin sermayeleri içinde oldukça küçük bir tutardır. Öte yandan, piyasadaki işlem görme oranı 1992 için %66,5 ve 1993 içinde %46,8' dir.

Birinci el piyasalar vasıtasıyla borsaya giren fonlara göre, piyasada işlem görme oranı oldukça yüksektir. Dolayısıyla, hisse senedi piyasasının %70' ine hakim olan aracı kurumlar ikinci el piyasaların temel işlevlerinden biri olan birinci el piyasalara fon aktarımı ve likidite sağlamak yerine, mevcut hisselerin el değiştirmesine ve spekülâtif talebin oluşmasına yardımcı olabilmektedirler. Aracı kurumların ekonomik fayda sunabilmeleri için spekülâtif talep yaratmak yerine birinci el piyasalara likidite sağlama ve fon aktarma işlevlerine ağırlık vermeleri gerekmektedir. Dolayısıyla, piyasada güvenli bir ortam yaratmak ve fon ihtiyacı olan şirketler kesimi için bu piyasayı cazip kılmak sermaye piyasalarının mali piyasalar içindeki temel işlevini yerine getirmesini sağlayacaktır."⁷³

* Yatırıma kaynak yaratma açısından pek iyi bir performans gösteremeyen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nın likiditeyi sağlama ve bilgilendirme fonksiyonlarının Türkiye' deki iktisadi yapılanma içersinde yetersiz kaldığı görülmektedir. Sermayeyi tabana yayarak küçük tasarrufların değerlendirilmesini amaçlayan kamu politikalarına karşın İMKB' nin spekülasyona açık yapısı küçük tasarruflarda şüphe uyandırmıştır. Aracı kurumların gelirlerine bakıldığında spekülâtif bir yapının yanısıra sermayenin tabana yayılamadığı gerçeği de görülmektedir. 1993 yılında aracı kurumların esas faaliyet karları toplamının, net

⁷³ SPK Araştırma Dairesi, a.g.e., s.179.

satışlar toplamının %4' ünü oluşturduğu dikkate alındığında bu kurumların gelirlerinin büyük bir kısmının kendi hesaplarına yaptıkları işlemlerden kaynaklandığı ortaya çıkmaktadır.⁷⁴Türkiye' de müşteri ve kendi adına işlem yapma faaliyeti içiçe geçmiştir. Halbuki Avrupa Birliği' ne üye ülkelerde bu faaliyetler ayrılmış ve farklı sermaye ve yükümlülüklerle tabi tutulmuşlardır.

Avrupa Topluluğu' nun Yatırım Şirketleri ve Kredi Kuruluşlarının Sermaye Yeterliliği Konsey Direktifinde (15.4.1993-93/6 EEC) aracı kurum, müşterilerinin parası ve menkul kıymetleri için saklama hizmeti vermeyecek, kendi hesabına işlem yapmayacak ve halka arzedilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapmayacak ise başlangıç sermayesi en az 50.000 ECU olmalıdır. Müşteri için saklama hizmeti verecek, müşterilerin verdikleri emirleri yerine getirecek, müşteri portföyü yönetecek, kendi hesabına alım satım yapmayacak ve halka arzedilen menkul kıymetlerin tümüne yüklenim yapmayacak ise en az 125.000 ECU sermayeye sahip olmalıdır. Bunlar dışında kalan bütün aracı kurumların da en az 730.000 ECU sermayeye sahip olmaları gerekmektedir. Yani bir aracı kurum sadece brokerlık yapıyorsa komisyonculuktan öte bir hizmet sunmuyorsa en az 50.000 ECU sermayesi olmalıdır. Buna, müşterinin menkul kıymetlerini ve nakdini saklama hizmeti ve müşteri portföy yönetimi eklendiğinde sermaye koşulu 125.000 ECU olmaktadır. Bütün hizmetler için ise bunun yaklaşık 6 katı sermaye gerekmektedir. Bizde, 730.000 ECU koşulunu sağlayan sadece 5 aracı kurum bulunmaktadır.

Avrupa Birliği borsa mevzuatının İMKB mevzuatıyla karşılaştırılmasına geçmeden önce birlik dahilinde incelediğimiz borsaların bazı istatistiki büyüklükleriyle İMKB' nin rakamları aşağıda karşılaştırılmaktadır:

Londra Borsası' nda 1994 yılı itibariyle günlük ortalama işlem hacmi 3.7 milyar dolar civarındadır. Aynı yıl İMKB' nin günlük ortalama işlem hacmi 91.71

⁷⁴ SPK Araştırma Dairesi, a.g.e., s.177.

milyon dolardır. Günlük ortalama işlem hacminde bu rakamlar İMKB' nin Londra Borsası' nın %2.4' üne tekabül eden bir büyüklüğe sahip olduğunu göstermektedir. 1994 yılı sonunda Londra Borsası piyasa kapitalizasyonu \$4.1 trilyon iken İMKB' de aynı yıl sonu piyasa kapitalizasyonu \$21.7 milyardır ki bu da Londra Borsası' nın %0.5'i kadardır. Paris Borsası 1994 yılı sonu işlem hacmi \$700 milyar iken İMKB işlem hacmi \$23 milyardır. İşlem hacminde İMKB, Paris Borsası' nın yaklaşık %3.2' si kadar büyüklüğe sahiptir. 1995 yılı Şubat ayı rakamları gözönüne alındığında Paris Borsası' nın piyasa kapitalizasyonu 480 milyar doları bulmaktadır. Aynı tarih itibariyle İMKB piyasa kapitalizasyonu Paris Borsası' nın %4.4' ü kadar bir büyüklükle 21.5 milyar dolar olmuştur. 1994 eylül ayı rakamlarıyla Frankfurt Borsası' nın piyasa kapitalizasyonunu İMKB ile karşılaştıracak olursak 423 milyar dolarlık piyasa kapitalizasyonunun %5 kadar bir büyüklükle İMKB' nin 21.2 milyar dolarlık bir büyüklükte olduğu görülmektedir.

Borsada işlem gören hisse senetlerinin performansını göstermek amacıyla kullanılan endekslerde Avrupa Birliği borsalarının temettüleri de kapsayacak endeksler kullandığını ancak İMKB endekslerinin sadece fiyat ağırlıklı endeksler olduğunu belirttikten sonra son olarak Avrupa Birliği Ülkeleri Borsaları ile İMKB arasındaki mevzuata bakmak gerekecektir.

Avrupa Topluluğunun kotasyon için asgari kabul şartları aşağıda belirtilmektedir:

- Hisse senetlerinin dağıtım oranını belirlemek için hisse senetleri toplamının dörtte birinin kotasyona kabul edilmiş olması gerekmektedir.

- Kabul edilecek menkul değerin minimum değer toplamı, hisse senetleri 1 milyon ECU, tahviller içinse 200.000 ECU' dur.

1979 tarihli direktif ile, bir menkul kıymetin borsa resmi kotuna alınabilmesi için sözkonusu menkul kıymetin çıkarıldığı ülkenin borsa kotuna alınmış olma şartının aranmayacağı hususu düzenlenmiştir. Türk mevzuatında yabancı menkul

kıymetlerin borsa kotuna alınabilmesi için çıkarıldığı ülkede borsa kotuna alınmış olma şartı aranmaktadır. Avrupa Topluluğunda kotasyon başvuruları için altı aylık bir süre tanınırken Türk Mevzuatında özel bir hüküm olmaması nedeniyle, genel hükümler uyarınca 60 günlük bir süre belirlenmiştir.

Avrupa Topluluğu ülkelerinde, gerekli önlemlerin alınması halinde bedeli tamamen ödenmemiş hisse senetlerinin de piyasaya çıkarılabilmesi ve serbestçe alınıp satılabilmesi mümkün kılınırken Türk Sermaye Piyasası'nın 7. maddesinde, halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi gerektiği öngörülmektedir. Kotasyon başvurusu reddedilen veya kote edilmiş menkul kıymetleri borsa kotundan çıkarılan şirketlerin mahkemeye başvuru hakları saklıdır. Türk mevzuatında özel bir hüküm bulunmadığından genel hükümlere dayanılarak mahkemeye başvurulabilmektedir.

Avrupa Topluluğuna üye ülkelerde izahnamede bulunan bilgileri düzenleyen, ilanı ve dağıtımı gibi düzenlemeleri yapan resmi kuruluş, borsalar iken; Türkiye uygulamasında bu kurum Sermaye Piyasası Kuruludur. Kurulun onayından geçen izahname Borsa Yönetimi tarafından da incelenmektedir. Avrupa Topluluğunda ihraç izahnamesi, idari bir ön kontrole tabi olmamakla birlikte yetkili kurumlara iletilmesi gereklidir. İzahnamedeki yetersizlik ve bilgilerde zayıflık halinde ise geleneksel hukuki yaptırımlar uygulanacaktır.

Türk Sermaye Piyasası Kanununa göre borcu temsil eden menkul kıymetlerin borsa kotuna alınabilmesi için, başvurunun tertibin tamamı için yapılmış olması, menkul kıymetleri borsa kotuna alınacak kuruluşun, hisse senedi gibi ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetler için kotasyon başvurusu yapan bir kuruluşla aynı koşulları taşıması gerekmektedir.

Avrupa Topluluğu mevzuatında ise, kotasyon başvurusu için hazırlanan izahname, gerek ihraççı ortaklığa gerekse ihraç edilen menkul kıymete ilişkin oldukça ayrıntılı bilgileri içermekte, söz konusu izahnamenin usulüne uygun olarak

hazırlanması halinde üye devletler arasında kotasyon için başka standart aranmamaktadır.

Avrupa Topluluğu Komisyon Direktifi, menkul kıymetlerin borsa kotuna alındıktan sonra düzenli ve periyodik bilgilerinin yayınlanması ve yatırımcının aydınlatılması ile ilgili olarak, bu yayınların gerekli detayda mali durum bilgilerini ve şirketin faaliyetleri ile ilgili genel gelişmeleri içerecek şekilde hazırlanmasını şart koşmuştur. Böylece menkul kıymetleri bir borsanın resmi kotunda bulunan şirket hakkındaki gerekli bilgiler, tüm Avrupa genelinde yayınlanmış, tasarruf sahipleri aydınlatılmış ve bilgiler tüm Topluluk düzeyinde geçerli kılınmış olacaktır.

Türk Sermaye Piyasası'nda ise Sermaye Piyasası Kurulu, ilgili kanuna tabi anonim ortaklıkların, bilanço, kar zarar tablosu, yıllık yönetim ve denetim kurulu raporlarını Kurul tarafından tespit edilen esas ve şekiller dahilinde düzenleme, ilan etme, yapılan ilanlarla yıllık faaliyet raporunu genel kurul toplantısını izleyen 30 gün içinde Kurula vermek zorunluluğu getirmişlerdir.

1979 tarihli Konsey Direktifi ile menkul kıymetleri piyasada bulunan ve alınıp satılan şirketlerin tüm Topluluk düzeyinde aynı bilgileri içeren mali tablolar yayınlaması, dolayısıyla, şirketlerin mali bilgilerinin bir üye devletten bir başkasına farklılık göstermesinin önlenmesi amacıyla, periyodik olarak karlılığa ilişkin bazı tabloların "dürüst ve doğru" bir şekilde yayınlanması zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre yıldan yıla değişmeyen bir metodla bilanço ve kar-zarar hesabı düzenlemek suretiyle şirketin mal varlığı, mali durumu, kar veya zararı hakkında gerçeğe uygun ve doğru bilgiler yayınlanacaktır. Şirketlerin yıllık hesaplarının, üye devlet mevzuatına uygun olarak denetim ile görevli bir ya da daha fazla yetkili kişi tarafından zorunludur.

Ayrıca yarı yıllık raporların tasarruf sahiplerinin raporun kapsadığı döneme ait şirket faaliyetleri hakkında genel bir değerlendirme yapabilmelerine imkan verecek ve bu raporların sadece gerekli detayda mali durum bilgilerini ve şirketin faaliyetleri ile

ilgili genel gelişmeleri içerecek şekilde hazırlanması gerekmektedir.

Türk sermaye piyasası mevzuatına göre menkul kıymet ihracı yapanlar ve sermaye piyasası kurumları, düzenleyecekleri mali tablolardan SPK tarafından belirlenenleri, Sermaye Piyasası Kanununun 22/d maddesi gereğince kurulmuş bağımsız denetleme kuruluşlarına, bilgilerin doğruluk ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtma ilkesine uygunluğunu inceleyerek bir rapor hazırlatmak zorundadırlar. SPK, konu ile ilgili her türlü düzenleme yapmaya da yetkilidir. 1988 tarihli Konsey direktifi de şirketlerin kuruluşunda ve periyodik olarak ve belirli olaylar sonrasında yayınlanmaları gereken bilgi ve belgeleri düzenlemiştir. Buna göre üye devletler, kamunun bilgisini sağlamak için her türlü tedbiri almak zorunda olup, yöneticilere verilen faaliyet ehliyeti işletme konusu ile sınırlanamayacaktır. Türk Ticaret Kanununun 137. maddesi ise, yetkiyi konu ile sınırlandırmaktadır.

1983 tarihli Konsey direktifi, konsolide hesap ve rapor hazırlaması gereken şirketleri, muafiyet koşullarını ve düzenlenecek hesap formatlarını belirlemektedir. Ayrıca ele geçirme, birleşme durumlarında hazırlanacak konsolide mali tabloların hazırlanış yöntemleri ve yer alacak bilgileri içermektedir. Türk mevzuatında ise hisse senetleri teşkilatlanmış borsalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 ve daha fazlasına sahip ortakları, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleri ile ilgili olarak, Kurulun kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördükleri bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde SPK ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler. 6.7.1993 tarihinde resmi gazetede yayınlanan "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ" bu konudaki mevzuatı tamamlayıcı niteliktedir. Bunun dışında Türk Ticaret Kanunu ile Birlik Direktifleri oldukça uyumlu gitmektedir.

İçeriden öğrenenlerin ticareti (Insider Trading) ile ilgili olarak 13.5.1992 tarihinde resmi gazetede yayınlanan "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik

Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun''' un 34. maddesi, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 47' nci maddesini değiştirerek bu konuda ağır cezai müeyyideler getirmekte ve 13.Kasım.1988 ve 1989 yılındaki konsey direktifleriyle uyumlu hale gelmektedir.

Denetlemenin içeriği açısından mevzuatlar arasında herhangi bir fark bulunmamaktadır. Yalnızca, Avrupa Topluluğu üye devletler muhasebe denetimi faaliyetlerinin, mesleki ahlak kurallarına uyumlu olarak yürütüleceğinin, Topluluğa karşı taahhüt edilmesi gerekliliği ifade edilmiştir. Denetçilerin kamuya duyurulması konusunda da her iki mevzuat hükümleri uyum içerisindedir. Sonuçta Topluluk mevzuatı ile Türk Mevzuatı arasında uyumsuzluklar göze çarpmamaktadır. Bu bakımdan hukuki çerçevenin Topluluk standartlarına uygun olduğu bile söylenebilir. Birkaç uyumsuz nokta ise aşağıda tekrar özetlenmiştir:

- Menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması ile ilgili düzenlenmesi gerekli hususlar,

- Şirket birleşmeleri ve bölünmeleri ile ilgili ayrıntılı düzenlemeler ve uyumlaştırma çabaları.Zira bu konuda Türk Mevzuatı tamamen yetersiz kalmakta aksine Topluluk direktiflerinde ise ayrıntılı olarak yer almaktadır.

VII. AVRUPA TOPLULUĞU PİYASA ENTEGRASYONU

Avrupa Birliği'nin finansal birliği yolundaki en önemli sorunlar şunlardır:

- Avrupa Borsalarına kote olmuş şirketler arasında belgelerin teslim ve takası, kote şirketlerin açıklık konusunda gösterdiği titizlik, aracı kuruluşlar tarafından verilen bilgilerin kalite ve düzenliliği gibi konularda üye ülkeler arasında farklılıklar mevcuttur.

- İşlemlerin komisyon oranları açısından farklılıklar mevcuttur.

- Üye ülkeler arasında entegrasyona adaptasyon açısından farklılıklar gösteren ülkeler mevcuttur.

- Üye ülkeler arasında finansal varlık portföyü ve tasarruf oranları seviyesi bakımından farklılıklar gösteren ülkeler vardır.

Finansal Piyasaların entegrasyonu neticesinde rekabet artacaktır. Para politikalarının entegrasyonu neticesinde istikrara da kavuşması beklenecek olan bu büyük pazarda bazı tehlikeler de ortaya çıkacaktır. Eğer uyumlu bir entegrasyon süreci geçirilmez ve özellikle vergi uyumlaştırmalarında farklılıklar işlemler süresince mevcut kalırsa haksız rekabet söz konusu olabilecektir. Kutuplar oluşması riski az gelişmiş piyasalar ile çok gelişmiş piyasalar arasındaki entegrasyonu güçleştirip geliştirmekte olan borsaların da hızını kesebilecektir. Faiz oranlarının birlik içersindeki tespiti ve ortak para politikasındaki ters kararlar enflasyonist ülkelerde beklendiğinden daha yüksek maliyet artışlarını gündeme getirebilecektir. Tüm bu bilgilerin ışığında entegrasyon için en büyük tehlikenin pazarların yapısında değil ekonomilerin yapısında olduğu açıkça görülmektedir. Ülke ekonomilerinin finansal entegrasyondan önce iktisadi uyumlaşmaya önem vermesi ve üye ülke şirketlerinin birbirleri arasında yatırıma gidecek uygulamalarda gösterecekleri istek bu riskleri azaltacaktır.

Finansal uyumlaştırma çalışmaları hangi aşamadadır ve ne tür yaklaşımlar görülmektedir:

- Dünya piyasalarına karşı daha iyi rekabet edebilmek için topluluk "Interconnection" yaklaşımını benimsemektedir. "Interconnection" vergi ve komisyonlar ile döviz değerindeki değişiklikler ile teslim süreleri ve takasa ilişkin şartların aynı şekilde düzenlendiği varsayımı çerçevesinde, her bir menkul kıymetin her an ve reel zamanlı olarak, en iyi şartlarda (en ucuza alma- en pahalıya satma) işlem gördüğü düzeni sağlamak üzere borsaları birbirine bağlamak şeklinde tanımlanabilir. Bu yaklaşımın ilk ürünü de dahili sistemlerin şimdilik muhafazası kaydıyla üye ülkeler arasında bir elektronik bağ kurmaktır. Bu bağ entegrasyon aşamasında bilgi akışı sağlayacak, resmi pazarların birbirine bağlanmasını sağlayacak ve ilerki aşamada bu bir ortak borsa sistemi olarak da işlem görecektir.

- Topluluk yatırımcının korunması hususunda ortak çalışmalar yürütmektedir,

- Vergilerin uyumlaştırılması konusunda çalışmalar yapılmış ancak şimdilik başarıya ulaşamamıştır.

- Aynı menkul kıymetin farklı piyasalarda kota alınması yoluyla bunların dağıtımının kolaylaştırılması ve ihraççıların finansman kapasitesinin güçlendirilmesi politikası izlenmiştir.

Bu çalışmaların neticesinde 1974 yılında Avrupa Topluluğu Borsalar Federasyonu (ATBF) kurulmuştur⁷⁵. Bu kuruluş dört evreyi içeren bir çalışma sunmuştur. Bu evreler:

-Avrupa Listesi

Borsaya kabul ve kamuoyu aydınlatma konularında uygulanacak prosedüre göre, bir Avrupa Listesinin oluşturulmasıdır. Listeye kabul için 1.5 Milyar ECU dolayında bir işlem hacmi aranmaktadır. Bu listeye kaydolan şirketler tüm borsalara tek tek kaydolma maliyetinden kurtulacaklardır.

- Avrupa Kotasyonu

Bilgi akışını sağlamak üzere "Euroquote" isimli bir sistemin oluşturulmasıdır.

⁷⁵ İKV, a.g.e., s.107.

Üç aşamalı olacak bu sistemin sonunda tam bir alışveriş öngörülmekte; arz ve talebin karşılaşması, alışverişin gerçekleşmesi, işlemlerin teyidi ve ödeme masraflarının gönderilmesi gerçekleşmektedir.

- Toptancı Piyasası

Profesyonel kuruluşların, bireysel tasarruflardan farklı taleplerinin olduğu ve borsalar tarafından temin edilen geleneksel korumaya ihtiyaç duymadıklarından, yalnızca profesyonellerin girebildiği, katılımcıların arzu ettiği bir seviyeye kadar düzenlenmiş, büyük hacimli işlemlerin yapıldığı, teslim ve ödeme hizmetlerinin de verildiği bir piyasanın oluşturulması aşamasıdır.

- Mahsup ve Sonuçlandırma

Topluluk uyumlaştırma direktifleri ile düzenlenebilecek bir Avrupa entegre sonuçlandırma sisteminin kurulmasını öngörmektedir.

Enterkonneksiyon ile Topluluk nezdinde bilgi akışı gerçekleştirecek, piyasanın genişlemesi nedeniyle, bütün ulusal borsaların etkinlikleri artacaktır. Halen kota kabul şartları, kurtaj ve komisyon oranları, piyasaların işleyiş biçimleri ve işlem şekillerinde farklılıklar mevcut olmasına karşın, Avrupa Topluluğunun mevzuatların uyumu ve piyasalarda ortak işlem konularında önemli gelişmeler katettiği açıktır.

Avrupa Topluluğu Finansal entegrasyonu topluluk dahilinde maliyetleri düşürecek ve yalnızca finansal hizmetlerin serbestleştirilmesi ile Avrupa Gayri Safi Hasılası % 1.5 oranında artacak; sermayenin ve finansal hizmetlerin serbestleştirilmesi ise Avrupa'yı önemli bir finans merkezi yapacaktır⁷⁶.

İMKB'nin dışa açılma ve uluslararasılaşma konusunda bulunduğu yer neresidir? Bu konudaki serbestleştirme tedbirlerinin amacı sermaye piyasalarının bütünleşmesi ve menkul kıymetler aracılığıyla uluslararası düzeyde fon akımlarının gerçekleşmesidir. Ülkemizde bu konulardaki son düzenlemeler, menkul kıymet

⁷⁶ İktisadi Araştırmalar Vakfı: Avrupa Topluluğunun Menkul Kıymet Düzenlemeleri, İKV Yayınları Haziran 1992, s.21-22.

işlemleri ve yatırımlarıyla ilgili konuları da kapsamak üzere, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 30 ve 32 sayılı kararlarla yapılmıştır. Gerçi İMKB eski borsada olduğu gibi, aynı zamanda bir kambiyo borsası değildir; fakat bir ülkenin finans kesiminin dış dünya ile olan ilişkisinin derecesi ve niteliği de kambiyo tedbirlerine bağlıdır⁷⁷.

a) 30 Sayılı Kararın Getirdikleri

Türk mevzuatında ilk ciddi serbestleşme düzenlemesi, 1984 yılında yayınlanan 30 sayılı kararla getirilmiştir. Bu kararda ve buna göre 1988 yılında çıkarılan tebliğde;

- Yabancı yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının Türkiye' de hisse senetlerine yatırım yapmaları ve bu yatırımlarının temettü ve faiz gelirleriyle satış bedellerini dışarıya transfer etmeleri serbest bırakılmıştır.

- 30 sayılı kararda, Türkiye' de yerleşik olmayan kişilerin Türkiye' de Türk menkul kıymetlerini satın almalarına, gerekli TL. karşılığı yabancı parayı Türkiye' ye getirmeleri koşuluyla imkan tanınmıştır. Ayrıca mevzuatta portföy yatırımı-doğrudan yatırım ayırımının bulunmaması sebebiyle, sözkonusu kişilerin hisse senedi alabilmeleri için ön izin almaları gerekmektedir. Temettü ve faiz gelirleri ile satış bedellerinin yurt dışına transferi de alım satım sırasında döviz bozdurulduğunun kanıtlanmasına bağlanmıştır. Bu denetim usulleri, ani kararlar almayı gerektiren bir ortamda yabancılara Türk hisse senetlerine ilgi duymalarını büyük ölçüde frenlemiştir.

- Türkiye' de yerleşik kişilerin yabancı menkul kıymetlerine yatırımları da mevcut kambiyo kontrol sisteminin ana ilkelerine uygun olarak ön izne bağlanmıştır. Sermaye çıkışı olarak kabul edilen bu gibi işlemler için, 4 Milyon ABD dolarına kadar taleplerde Dış Ticaret Müsteşarlığı'ndan, daha yüksek miktarlar için Bakanlar Kurulu'ndan izin almak gerekmektedir.

- 30 sayılı kararla yabancı mali kuruluşların izin alma kaydıyla Türkiye' de

⁷⁷ T.Ünal, a.g.e., s.353.

şube açmaları ve mevcut bir mali kuruluşa iştirak etmeleri ve yerleşik kuruluşlarla aynı şartlar içinde çalışmaları mümkündür.

- 30 sayılı kararla, en önemli serbestleştirme hareketlerinden birisi de döviz tevdiat hesapları konusundadır. Bu hesaplarla ilgili düzenlemelerle Türkiye' de yerleşik kişilerin yasal olarak döviz bulundurabilmeleri imkan dahiline girmiştir. Döviz Tevdiat Hesapları yasal düzenin yurt dışına sermaye çıkışında ortaya koyduğu denetim engellerini büyük ölçüde hafifletmiştir.

1989 Ağustosunda Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar yayınlanmıştır. Şubat 1990' da çıkarılan ve 32 sayılı kararın bazı maddelerini değiştiren yeni bir kararla Türk Kambiyo Mevzuatı'nda serbestleştirme hareketleri sürdürülmüştür.

-Menkul kıymet alım satımına ilişkin esaslar: Türkiye' de yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin, bankalar ve özel finans kuruluşlarına alım emri vermek suretiyle, yabancı borsalara kote edilmiş menkul kıymetleri satın almaları ve bu kıymetlerin bedellerini yine bu kurumlar kanalıyla ödemeleri serbesttir. Bankalar ve özel finans kurumları bunun dışındaki bir yöntemle, yabancı borsalara kote edilmiş menkul kıymetleri alıp satarak Türkiye'de ikinciel piyasa oluşturamazlar.

Yabancı borsalara kote edilmiş menkul kıymetlerin Türkiye'de alım satımı, ihraççı kuruluş tarafından Türkiye'de bir borsaya kote ettirilmesi ve Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka arz izni alınması halinde mümkündür.

25 Şubat 1990'da yayınlanan kararın, 32 sayılı kararın menkul kıymetler dışında kalan maddeleriyle ilgili değişikliklerle de, bazı hükümlere açıklık getirilmiş, bazı sınırlamalar kaldırılmış veya hafifletilmiş, limitler önemli ölçüde genişletilmiş, yeni bazı konular karara dahil edilmiş bulunmaktadır.

İMKB'nin, 1989 sonları ve 1990 yılının ilk yarısında gösterdiği performansın nedenleri arasında, yabancı yatırımcıların ve borsaya dışarıdan gelen kaynakların da önemli bir payı olduğu sanılmaktadır. 1989 yılında yabancılar borsaya girmeye

başlamışlardır. Bunlardan özellikle kayda değer olanı, Britains' Scholars tarafından yönetilen -ki, aynı grup Türkiye'den başka beş borsada daha faaliyet göstermektedir- 55 milyon dolarlık Akdeniz Fonu ile, New York Borsası'nda kote ettirilen 104 milyon dolarlık Türkiye Fonu'dur.



SONUÇ

Türk Sermaye Piyasasının Avrupa Topluluğu içindeki yeri değerlendirmeye tabi tutulduğunda özellikle hisse senedi piyasasının gelişme potansiyeline sahip borsalar arasında yer aldığı görülmektedir. İşlem hacmi yönünden dikkat çekici gelişme sergileyen borsa, kurumsallaşma yolunda da önemli mesafeler katetmiştir. Ancak Türkiye' nin kalkınma probleminin yarattığı ekonomik istikrarsızlığın giderilememesi İMKB' yi istikrarsız ve tedirgin bakılan bir borsa haline getirmektedir.

Kapitalleşme sürecinde sermayeyi tabana yayarak kalkınmanın finansmanı için kullanan gelişmiş ülkeler, mali kaynaklarını günümüzde entegrasyonlar ve bütünleşmiş piyasalarla daha da arttıracaklardır. Bu bütünleşme sürecinde Türkiye' nin ekonomik problemleri İMKB' yi Avrupa Topluluğu'na uyum aşamasında zorlamaktadır. Türkiye' deki yüksek enflasyon ve yüksek faizlerin özel sektörün de finansman maliyetlerini arttırdığı bilinmektedir. Türkiye 1980' li yıllarda uyguladığı finansal politikalar çerçevesinde ekonomideki tasarruflarını arttırarak finansal sistem aracılığıyla üretken kesime kaynak yaratmayı amaçlamıştır. Ancak, gün geçtikçe artan kamu açıkları sermaye piyasalarını kamunun borçlanmada kullandığı bir kanal haline getirmiştir. Menkul kıymetler piyasalarında kamunun ağırlıkta olduğu bu genel yapı içersinde kurumsal yatırımcıların, ekonomik koşulların belirsizleştirdiği uzun vadeli yatırımlardan kaçarak kamunun yüksek faizli borç senetlerine ilgi göstermesi, büyüyen finansal piyasalardan reel kesime kaynak aktarımını önemli ölçüde sınırladığı gibi faiz oranlarının da ciddi biçimde yükselmesini beraberinde getirmiştir. Bu özellikleriyle Türk Sermaye Piyasası Osmanlı Dönemi Galata Borsası' nın gördüğü borçlanmaya yarayan iktisadi işlevi görmeye başlamıştır. Galata Borsası' nın da uluslararası bir borsa olduğu gözönünde tutulduğunda İMKB' nin iktisadi işlevinin sorgulanması gereği önem kazanmaktadır. Bu sorgulama tez içersinde yapılmış ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

** Ekonomik istikrarsızlığın yarattığı piyasa dalgalanmaları ve aracı kurumların kendi adlarına yaptıkları yoğun işlemler borsada spekülâtif getirileri arttırmaktadır. İMKB' nin dünyanın çok kazandıran borsaları arasında yer alması spekülâtif kazançlar nedeniyle sağlıklı bir yapının göstergesi değildir.*

** İMKB' nin üretken kesime fon aktarımı konusunda etkin bir rol oynamadığı açıktır.*

** Sağlıklı bir fiyat belirleme mekanizması spekülâtif kazançlardan dolayı oluşamadığından sermayenin tabana yayılması engellenmekte ve ekonomiye sürekli ve sağlıklı bilgi sağlama fonksiyonu da tam olarak gerçekleşmemektedir.*

Genel görünümle çizilen bu olumsuzluklara karşın mevzuat ve teknoloji açısından İMKB' nin Avrupa Topluluğu üye ülkelerinin borsalarından aşağı kalır yanı olmadığı tezde vurgulanmıştır. Sanayileşme sürecinde kalkınmanın finansmanı ve bireyler içinde tasarruflarını değerlendirme amacını taşıyan borsalar batıda ekonomik gidişatın da göstergesi olmuşlardır. Bu açıdan bakıldığında İMKB' nin dışa açılması, iktisadi kalkınma ve ekonomik istikrar ile paralel gelişecek bir olgudur. Zira şu an için İMKB' nin teknolojik ve hukuksal tüm sorunları hızla çözülmekte, rekabete açık bir pazar kimliği kazanmakta ancak görmesi gereken asıl işlev olan sermaye finansmanı bakımından yetersiz kalmaktadır. Sermaye piyasalarının istikrarlı bir yapıya kavuşturulup, Avrupa Topluluğu pazarında rekabet gücünü arttırması için önem taşıyan bir diğer konu da bu piyasanın yabancı yatırımcılar için cazip hale getirilmesidir. Gelişmekte olan ülke borsaları, ekonomik istikrarsızlığın getirdiği dalgalanmalara hedef olduğunda bu risk üstlenildiği takdirde yabancı yatırımcılar için gelişmiş ülke borsalarından da daha cazip hale gelebilmektedir. Ancak sıcak para çabuk kaçabileceğinden böyle bir cazibenin maliyetindense daha az dalgalanmalı istikrarlı bir borsa Türkiye Ekonomisi için daha faydalı olacaktır.

Avrupa Topluluğu, üye devletler arasında mal, hizmet, iş gücü ve sermaye hareketlerinin tam bir serbesti içinde gerçekleştirilmesini sağlamaya çalışmaktadır.

Bunun için tasarrufların yatırıma yönlendirilmesini daha da kolaylaştıracak tek sermaye pazarına sahip olabilmek için engelleyici tüm faktörleri ortadan kaldırmayı kendine amaç edinmiştir. Bu yolda İMKB' nin entegrasyon sürecinde en az sorun çıkartacak kurum olduğunu söylemek mümkündür. Kurum, 1994 yılı Kasım ayında tümüyle mekanize hale gelerek teknoloji açısından da yetkin düzeye gelmiştir. 1994 Ekonomik Krizi sonrasında da İMKB dimdik ayakta kalmıştır. Ancak batı toplumları için sanayileşme sürecinde ekonomik döngü içerisinde yeralan ve tasarrufları yatırıma yönlendirerek yatırımcıya ucuz maliyetli finansman olanağı sağlayan borsalar, kalkınma ile paralel bir seyir izlemişlerdir. Bu süreç içerisinde geri kalan Türkiye' nin sağlıklı bir iktisadi gelişme gösterememesi yanısıra İMKB' den kalkınma için lokomotif görevi beklemesi tek başına buna muktedir olmayan borsanın omuzlarına ağır bir sorumluluğun binmesine yolaçmaktadır. Sermaye finansmanı ucuz ve sağlıklı bir finansman türüdür ancak kalkınma için tek başına yeterli değildir. Türk Sermaye Piyasası ise altyapı bakımından entegrasyona hazır sayılabilecek bir konumda kendisine düşen görevi yerine getirmeyi beklemektedir. Ancak bu görevin ifasında, kamu otoritelerince borsaların "reel kesime kaynak aktarma ve sermaye birikimi" işlevini ön plana çıkaran bir stratejinin saptanarak izlenmemesi durumunda, entegrasyon sadece teknik bir entegrasyondan öteye geçemeyecektir.



TABLO I

YATIRIM VE TASARRUF ORANLARI (1923 - 1929)⁷⁸

Yıllar	Yatırım	Yurtiçi Tasarruf	Yurtdışı Tasarruf
	GSMH	GSMH	GSMH
	(%)	(%)	(%)
1923	6.97	5.25	1.72
1924	8.19	4.35	3.84
1925	8.52	4.53	3.99
1926	7.97	4.35	3.62
1927	10.86	6.55	4.31
1928	10.69	7.15	3.54
1929	10.18	4.88	5.30

⁷⁸ Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ansiklopedisi, s.1134.

TABLO II

İTHALATIN MADDE GRUPLARINA GÖRE DAĞILIMI
(Milyon \$)

TOFLAN	İATIRIM MADDELER	%	TÜKETİM MADDELER	%	HAM MADDELER	%
687.6	314.8	45.8	36.9	5.4	335.9	48.8
537.2	245.4	45.7	26.2	4.9	265.6	49.4
572.0	241.3	42.2	24.8	4.3	305.9	53.5
718.3	341.2	47.5	35.9	5.0	341.2	47.5
684.6	323.5	47.3	33.5	4.9	327.6	47.8
763.7	366.6	48.0	36.3	4.8	360.8	47.2
747.3	338.1	45.2	33.5	4.5	375.7	50.3
885.8	416.6	47.0	37.0	4.2	432.2	48.8
1.088.2	496.8	45.7	43.9	4.0	547.5	50.3
1.508.0	751.2	49.8	60.2	4.0	696.6	46.2
2.036.7	967.0	47.5	83.6	4.1	986.1	48.4
3.719.7	1.248.0	33.5	152.0	4.1	2.319.7	62.4
4.738.6	1.961.1	41.4	203.2	4.3	2.574.3	54.3
5.128.6	2.239.3	43.7	156.4	3.0	2.732.9	53.3
5.796.3	2.255.5	38.9	178.0	3.1	3.363.2	58.0
4.599.0	1.589.7	34.6	132.8	2.8	2.876.5	62.6
5.069.4	1.596.6	31.5	195.9	1.9	3.376.9	66.6
7.909.4	1.581.1	20.0	173.1	2.1	6.158.0	77.9
8.933.4	2.207.2	24.7	179.3	2.0	6.546.9	73.3
8.842.7	2.323.6	26.3	181.5	2.0	6.337.6	71.7
9.235.0	2.317.3	25.1	242.3	3.2	6.675.4	72.3
10.756.9	2.659.0	24.7	473.7	3.0	7.624.2	70.9
11.343.4	2.602.9	22.9	904.9	6.2	7.835.6	69.1
11.104.8	3.474.1	31.3	956.1	8.6	6.674.6	60.1
14.157.8	3.816.6	26.9	1.161.2	8.3	9.180.0	64.8
14.335.4	3.908.9	27.8	1.109.9	7.2	9.236.6	64.4
15.792.1	3.845.1	24.3	1.388.6	8.8	10.558.4	66.9
22.302.5	5.787.5	25.9	3.024.4	13.6	13.490.5	60.5

YNAK : 1963-1988 yılları arası, TOBB, (1991), Tablo 66.
1989-1990 yılları, DPT, (1991)

TABLO III

URETİMİN İTHALATA BAĞIMLILIĞI; İTHALATTAKİ MAL
GRUPLARININ DAĞILIMI, 1963-1991 (1)

YILLAR	TÜKETİM MALLAR	YATIRIM MALLAR	ARA MALLAR
1963-1969	5.2	45.8	49.0
1970-1974	4.6	44.6	50.8
1975-1979	3.0	38.0	59.0
1980-1984	2.7	26.1	71.2
1985-1989	9.4	26.6	64.0
1990-1991	13.9	27.2	58.9

KAYNAK: Tablo II'den Türetilmiştir.

TABLO IV**Kamu İç Borçları, 1963 - 1978 (Milyon TL)**

	Genel Bütçeden Ödenecek (1)	Katma Bütçe Bütçe-Dışı Kamu Kesimi (2)	Toplam (3)	Yıllık Artış Yüzdesi (4)	Genel Bütçe Giderleri (5)	(1/5)
1963	9 033	1 339	10 372	—	11 726	77,0
1964	10 233	1 758	11 991	15,6	13 534	75,6
1965	10 169	2 429	12 598	5,1	14 468	70,2
1966	13 106	2 804	15 910	26,2	17 248	76,0
1967	14 597	3 661	18 261	11,4	20 288	64,6
1968	15 431	5 191	20 622	12,9	21 322	63,5
1969	16 378	6 272	22 640	9,8	25 387	60,8
1970	17 424	7 526	24 950	10,1	32 866	49,8
1971	20 950	8 625	29 575	18,5	46 270	37,7
1972	23 857	9 237	33 094	11,8	50 921	41,1
1973	26 733	11 783	38 516	16,3	64 267	37,1
1974	28 107	14 888	42 995	11,6	74 777	36,1
1975	43 013	18 490	66 503	54,6	114 278	42,0
1976	70 639	26 352	96 991	45,8	155 028	45,6
1977	84 259	45 937	134 196	38,4	240 201	36,7
1978	118 455	60 240	178 698	33,2	347 703	55,6

Kaynak: DİE, TİY 1968, s. 339, TİY 1973, s. 390, TİY 1979, s. 341, 354; TİY 1981, s. 394; 1981 Geçici M.B. 1979 Yıllık Rapor, s. 184, M.B. Yıllık Rapor 1981, s. 139.

TABLO V
Dış Borçlar

Dövizle Ödenecek Olanlar (ABD Doları)				TL ile Ödenecek Olanlar (TL.)			
Kamu	Özel	Toplam	Yıllık Artış Yüzdesi	Kamu	Özel	Toplam	Yıllık Artış Yüzdesi
1964	561	385	946	—	—	—	—
1965	839	243	1 081	11,2	2 051	1 121	3 175
1966	1 009	223	1 231	13,8	2 188	1 107	3 295
1967	1 179	165	1 344	9,1	2 140	1 154	3 294
1968	1 403	126	1 529	13,7	2 096	1 088	3 184
1969	1 607	98	1 705	11,1	2 033	1 086	3 119
1970	1 830	99	1 929	11,1	2 466	1 707	4 173
1971	2 105	104	2 209	14,5	2 333	1 513	3 846
1972	2 163	138	2 301	4,1	2 240	1 501	3 741
1973	2 460	195	2 654	15,3	2 147	1 491	3 638
1974	2 659	242	2 901	19,3	2 072	1 355	3 427
1975	2 728	284	3 012	3,8	2 071	1 342	3 413
1976	3 427	395	3 822	26,8	2 081	1 336	3 417
1977	3 770	640	4 410	15,4	2 150	1 395	3 545
1978	5 361	765	6 126	38,9	2 363	1 610	3 973
1979	8 503	748	9 251	51,3	2 763	2 113	4 876
1980	10 839	535	11 374	22,9	5 252	4 311	9 564

Kaynak: DİE TİY 1968, s. 339, TİY 1973, s. 391 ve MİB, 1979 Yıllık Rapor, s. 160.
TİY 1981 s. 303

TABLO VI

İÇ BORÇLAR VE DİS BORÇLAR

YILLAR	İÇ BORÇLAR (milyar TL.)	DİS BORÇLAR (milyon \$)	İÇ BORÇLAR % artis	DİS BORÇLAR % artis	İÇ BORÇLAR/ GSMH	DİS BORÇLAR/ GSMH
1970	24.9	2.297	--	--	17.7	17.0
1971	29.5	2.467	18.5	7.4	15.3	19.4
1972	33.0	2.567	11.9	4.1	13.7	15.2
1973	38.5	2.914	16.7	13.5	12.4	13.4
1974	43.0	3.150	11.7	8.1	10.1	10.4
1975	66.0	3.150	53.5	3.2	12.3	8.8
1976	97.0	4.037	47.0	24.2	14.4	9.7
1977	134.0	4.609	38.4	14.2	15.4	9.6
1978	179.0	6.291	33.6	36.5	13.9	12.0
1979	415.0	14.234	31.8	26.3	18.9	22.8
1980	529.0	16.227	27.5	14.0	11.3	28.4
1981	850.0	16.841	60.7	3.8	12.9	28.8
1982	1434.0	17.619	68.7	4.6	16.4	33.3
1983	3172.6	18.385	121.2	4.3	27.5	36.7
1984	4634.4	20.659	46.1	12.4	25.2	42.2
1985	6972.6	25.476	50.1	23.3	25.1	47.5
1986	10514.5	32.101	50.8	26.0	26.7	54.6
1987	17218.8	40.228	63.8	25.3	29.4	58.8
1988	28458.4	40.727	65.3	1.2	28.3	57.5
1989	42011.5	41.751	47.6	2.5	24.7	52.0
1990	55396.1	49.035	31.3	17.4	19.3	44.5

KAYNAK: 1970-1983 Yılları arası, M. Sonmez, (1992)
1984-1990 Yılları arası, DPT, (1991)

TABLO VII

YATIRIM VE TASARRUF ORANLARI (1973 - 1983)⁷⁹

Yıllar	Yatırım	Yurtiçi Tasarruf	Yurtdışı Tasarruf
	GSMH	GSMH	GSMH
	(%)	(%)	(%)
1973	18.05	21.87	1.13
1974	19.80	17.44	2.36
1975	22.93	17.75	5.18
1976	23.28	17.62	5.66
1977	25.24	18.21	7.02
1978	22.73	20.04	2.70
1979	21.95	19.95	2.01
1980	21.30	16.30	5.00
1981	23.95	20.44	3.51
1982	21.54	20.24	1.3
1983	19.98	17.69	2.29

⁷⁹ Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ansiklopedisi, s.1139.

TABLO VIII

1980-1993 Arasında Türkiye' nin Dış Ticaret Durumu

(Milyon Dolar)

Yıllar	İhracat	İthalat	Dış Ticaret Açığı	İhracat/ İthalat
1980	2910	7909	4999	%37
1981	4703	8933	4230	%53
1982	5818	8843	3025	%66
1983	5728	9235	3507	%62
1984	7134	10757	3623	%66
1985	7958	11343	3385	%70
1986	7457	11105	3648	%67
1987	10190	14158	3968	%72
1988	11662	14340	2678	%81
1989	11625	15792	4167	%74
1990	12959	22302	9341	%58
1991	13593	21047	7454	%65
1992	14715	22872	8156	%64
1993	15349	29429	14080	%52

Kaynak: DİE.

TABLO IX

1983-1993 Döneminde Türkiye' nin Borçlanması ve Bütçe Açıkları

Yıl	Dış Borçlar (Milyon Dolar)	İç Borçlar (Milyar TL)	Bütçe Açığı (Milyar TL)	Vergi Gelirleri (Milyar TL)
1983	18.385	3.201	219	2.385
1984	20.659	4.634	508	2.900
1985	25.476	6.972	513	3.829
1986	32.101	10.514	1.100	4.972
1987	40.228	17.218	2.300	9.051
1988	40.722	28.458	3.800	14.231
1989	41.751	41.934	7.500	25.550
1990	49.035	57.180	11.700	45.399
1991	50.489	93.642	33.300	78.745
1992	55.592	181.952	43.600	141.868
1993	59.381	279.590	67.958	265.200

Kaynak: DİE

TABLO X

Yıllık Toptan ve Tüketici Enflasyon Oranları (1980-1993)

(Aralık-Aralık %)

Yıllar	Toptan Eşya Fiyat Endeksi	Tüketici Fiyat Endeksi
1980	107.32	115.60
1981	36.68	33.91
1982	27.02	21.91
1983	30.50	31.39
1984	50.30	48.40
1985	43.20	44.95
1986	29.60	34.62
1987	32.00	38.85
1988	68.30	73.70
1989	69.60	63.27
1990	54.90	60.30
1991	59.20	71.10
1992	61.40	66.00
1993	60.30	71.10

Kaynak: DİE.

TABLO XI

TASARRUF ORANLARI (1984 - 1992)⁸⁰

Yıllar	Özel Tasarruf	Kamu Tasarrufu	Toplam Tasarruf
	GSMH	GSMH	GSMH
	(%)	(%)	(%)
1984	9.20	7.30	16.50
1985	9.15	9.77	18.92
1986	11.18	10.60	21.79
1987	15.39	8.58	23.97
1988	18.01	8.26	26.27
1989	17.20	6.35	23.55
1990	19.07	4.60	23.67
1991	21.76	0.69	22.46
1992	20.63	-0.59	20.04

⁸⁰ İzzettin Önder, Oktar Türel, Nazım Ekinci, Cem Somel: Türkiye' de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim 1993, s.164. Tablo 2.21' den türetilmiştir.

TABLO XII**1970-1991 Yılları Arası M1, M2, M3**

YILLAR	M1 (TL. Milyar)	M2 (TL. Milyar)	M3 (TL. Milyar)
1970	32	44	50
1971	44	57	65
1972	53	71	81
1973	70	90	103
1974	89	113	128
1975	118	147	166
1976	150	181	207
1977	209	244	275
1978	284	328	383
1979	444	528	609
1980	739	924	1.072
1981	1.019	1.710	2.140
1982	1.407	2.679	3.174
1983	2.083	3.477	3.979
1984	2.448	5.493	5.933
1985	3.420	8.540	9.185
1986	5.357	12.276	13.111
1987	8.682	17.702	19.050
1988	11.312	27.195	29.465
1989	19.560	47.142	49.741
1990	31.398	71.571	76.129
1991	42.116	133.566	120.812

Kaynak: T. O. B. B. Yayını.

TABLO XIII

Başlıca Tarımsal Girdilerin Gelişimi, 1963-1980⁸¹

	İşlenen Alan Bin Hektar *	T r a k t ö r		Yapay Gübre Kullanımı		Tarımsal Kredi	
		Sayısı	Artış Oranı %	Bin Tofı	Artış Oranı %	Milyon TL.	Artış Oranı %
1962	23 215	43 747	—	295,3	—	2 031,9	—
1963	23 823	50 844	16,22	426,4	44,40	2 250,1	10,74
1964	23 843	51 781	1,81	532,0	24,77	2 840,4	26,23
1965	23 556	54 668	5,58	802,8	50,90	2 800,7	—1,40
1966	23 982	65 103	19,09	1 027,0	27,93	4 568,7	63,13
1967	23 896	74 982	15,17	1 538,0	49,76	5 089,0	11,39
1968	24 092	85 475	14,00	2 116,6	37,82	6 344,4	24,67
1969	24 672	96 407	12,79	2 448,4	15,68	6 861,4	8,15
1970	24 294	105 865	9,81	2 217,3	—9,76	6 550,8	—4,63
1971	24 527	118 825	12,24	2 536,5	14,40	6 190,9	—6,50
1972	25 073	135 726	14,22	3 284,3	29,48	9 810,7	58,47
1973	25 014	156 139	15,04	3 720,4	13,28	16 247,2	65,61
1974	24 660	200 466	28,39	3 136,1	—15,70	22 715,6	39,81
1975	24 407	243 066	21,25	3 691,6	17,71	36 834,6	62,16
1976	24 239	281 802	15,94	5 944,6	61,03	39 565,0	7,41
1977	24 472	320 578	13,76	6 577,0	10,64	47 701,3	20,56
1978	24 552	370 259	15,50	7 474,0	13,63	64 177,9	34,54
1979	24 972	402 777	8,78	7 666,0	10,29	119 643,4	86,42
1980	24 568	436 369	8,34	5 967,5	—22,16	184 957,6	54,59

* Ekilen ve nadasa bırakılan tarla alanı.

⁸¹ Yakup Kepenek, a.g.e., s.243.

TABLO XIV

Konsolide Bütçe Yatırım Harcamalarının GSMH Payları (%)

	1985	1987	1989	1991
Genel Hizmetler	0.17	0.19	0.11	0.20
Savunma	0.05	0.01	0.02	0.01
Adalet-Emniyet	0.03	0.03	0.02	0.01
Tarım-Orman-Köy İşleri	0.58	0.77	0.57	0.59
Su İşleri	1.35	1.46	1.34	0.74
Karayolları	0.65	0.53	0.42	0.35
Bayındırlık	0.55	0.36	0.24	0.05
Ulaştırma	0.21	0.17	0.07	0.08
Madencilik	0.08	0.07	0.08	0.08
Eğitim	0.26	0.31	0.40	0.48
Sağlık	0.02	0.06	0.07	0.09
Kültür-Turizm	0.01	0.02	0.02	0.05
Sosyal Hizmetler	0.02	0.03	0.02	0.03

Kaynak: 1985-1991 Bütçe Gerekçeleri, T.C. Maliye ve Gümrük Bakanlığı

TABLO XV

Konsolide Bütçe Yatırım Harcamalarının Sektörler İtibariyle Oransal Dağılımı

	1981	1983	1985	1987	1989	1991
Tarım	21.8	21.4	17.4	21.3	25.8	25.3
Madencilik	2.2	1.8	2.0	2.0	2.1	2.6
İmalat	5.7	2.1	0.1	0.1	0.2	0.1
Enerji	14.6	13.3	18.7	14.0	15.8	12.5
Ulaştırma	23.4	24.2	25.3	25.2	22.4	26.7
Turizm	1.2	1.6	0.7	0.6	0.8	1.0
Konut	4.1	5.4	6.4	2.3	1.2	1.0
Eğitim	10.2	10.3	9.7	12.6	13.0	11.4
Sağlık	4.5	3.6	2.9	3.7	3.4	4.4
Diğer Hizm.	12.3	16.3	16.9	18.0	15.5	15.5
Toplam	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Kaynak: Yatırım Hizmetleri, T.C Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Ankara, 1993, s.33.

TABLO XVI

Bazı AT Ülkeleri Vergi Gelirlerinin Yurtiçi Hasılaya Oranı

(%) - 1987

<i>Belçika</i>	44.51
<i>Danimarka</i>	42.02
<i>Fransa</i>	41.65
<i>Almanya</i>	29.34
<i>İrlanda</i>	42.11
<i>İtalya</i>	36.10
<i>Hollanda</i>	52.29
<i>Portekiz</i>	34.93
<i>İngiltere</i>	37.33

Kaynak: IMF, Government Finance Statistics, Yearbook, 1989.

TABLO XVII

11 AT Ülkesinin Nüfusu ve Toplumsal Üretimi (1991)

ÜLKE	NÜFUS	GSMH (milyar dolar)
<i>Belçika</i>	<i>9.970.000</i>	<i>192.37</i>
<i>Danimarka</i>	<i>5.140.000</i>	<i>121.70</i>
<i>Fransa</i>	<i>56.680.000</i>	<i>1.167.75</i>
<i>Almanya</i>	<i>79.630.000</i>	<i>1.516.78</i>
<i>Yunanistan</i>	<i>10.080.000</i>	<i>65.50</i>
<i>İrlanda</i>	<i>3.500.000</i>	<i>37.74</i>
<i>İtalya</i>	<i>57.720.000</i>	<i>1.072.20</i>
<i>Hollanda</i>	<i>15.020.000</i>	<i>278.84</i>
<i>Portekiz</i>	<i>10.390.000</i>	<i>58.45</i>
<i>İspanya</i>	<i>39.050.000</i>	<i>486.61</i>
<i>İngiltere</i>	<i>57.540.000</i>	<i>963.70</i>
TÜRKİYE	57.240.000	103.89

Kaynak: Dünya Bankası 1991

TABLO XVIII

Ülke Şehirleşmiş Nüfusun Oranı (%)

1990

Belçika 97

Danimarka 87

Fransa 74

Almanya 84

Yunanistan 63

İrlanda 57

İtalya 69

Lüksemburg 84

Hollanda 89

Portekiz 34

İspanya 78

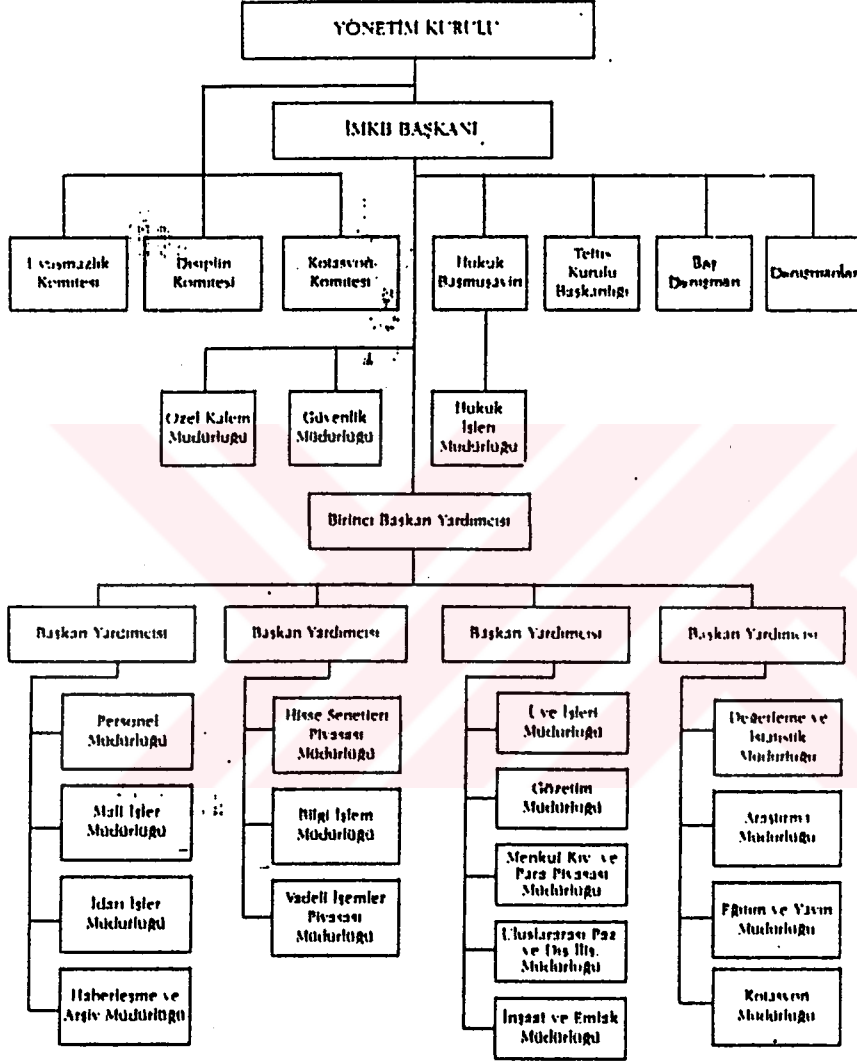
İngiltere 89

TÜRKİYE 59

Kaynak: The Economist

TABLO XIX

Borsa'nın Organizasyon Şeması



Kaynak: İMKB

TABLO XX

*Die Yeni GSMH Serisine Göre Oranları (%)*⁸²

	Toplam Hisse Senedi İhracı/ GSMİİ	Mali Olmayan Şirketlerin İhracı/GSMİİ	Finansal Şirketlerin İhracı/GSMİİ	İMKB İşlem Hacmi/ GSMİİ
1986	0.20	0.20	0.00	0.02
1987	0.24	0.24	0.00	0.14
1988	0.27	0.27	0.00	0.11
1989	0.41	0.41	0.00	0.74
1990	1.03	0.90	0.13	3.83
1991	0.70	0.68	0.02	5.60
1992	0.48	0.39	0.09	5.11
1993	0.50	0.33	0.16	13.25
1994(1)	1.04	0.64	0.40	16.83

⁸² SPK Araştırma Dairesi, a.g.e., s.65.

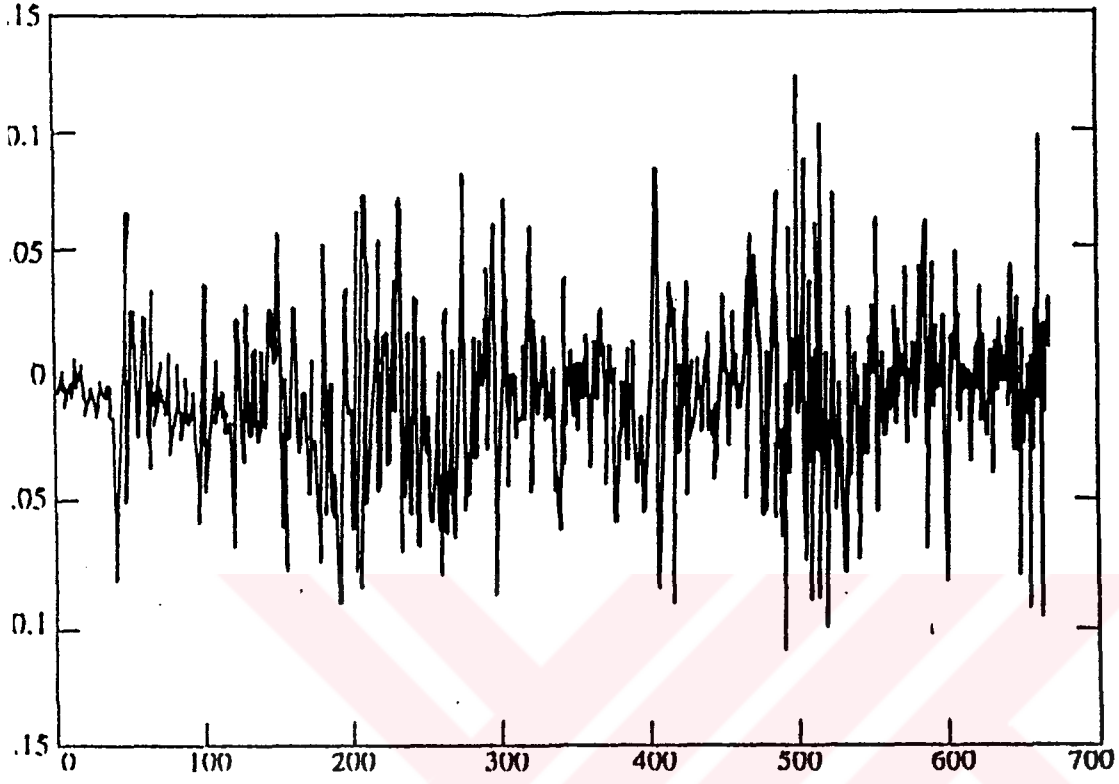
TABLO XXI

Hisse Senedi İhraçlarının Özel Sabit Sermaye Yatırımlarına Oranı (%)⁸³

	Toplam Hisse Senedi İhracı/ Özel SS Yatırım	Mali Olmayan Şirketlerin İhracı/Özel SS Yatırım	Finansal Şirketlerin İhracı/Özel SS Yatırım
1986	2.64	2.64	0.00
1987	2.86	2.86	0.00
1988	2.88	2.88	0.00
1989	4.67	4.67	0.00
1990	11.30	9.88	1.42
1991	8.00	7.76	0.24
1992	5.64	4.57	1.07
1993	5.67	3.78	1.88

⁸³ SPK Araştırma Dairesi, a.g.e., s.67.

GRAFİK I
Borsa Volatilitesi



KAYNAKÇA

- Abdullah Akyüz: *The Organization, Operation and Efficiency of Secondary Markets in Turkey*, "Current Issues in Turkish Capital Markets", SPK Yayınları, Ankara 1990.
- Asaf Savaş Akat : *Alternatif Büyüme Stratejisi - İktisat Politikası Yazıları*.
- Asaf Savaş Akat: *İktisadi Analiz*, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, İstanbul 1980.
- Azmi Fertekligil: *Türkiye'de Borsa'nın Tarihçesi*, İMKB Yayınları, İstanbul 1993.
- Brian Unwin, Jörg Franke: *The Euroclear IFR Handbook of World Stock Commodity Exchanges*, Euroclear IFR, 1995.
- Canan Balkır, Muzaffer Demirci: *Uluslararası Ekonomik Bütünleşme ve Avrupa Topluluğu*, Filiz Kitabevi, İstanbul 1989.
- Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ansiklopedisi.
- Çağlar Keyder: *İthal İkameci Sanayileşme ve Çelişkileri: Kriz Gelir Dağılımı ve Türkiye'nin Alternatif Sorunu*, 2. Basım Kaynak Yayınları, Ankara 1987.
- Dax 100: *Deutsche Börse A.G.*, 1995.
- Dünya Gazetesi: *European Community Eki*, İstanbul, 5.7.1994.
- Ekrem Pakdemirli: *Ekonomimizin Sayısal Görünümü*, Milliyet Yayınları, İstanbul 1995.
- Ergun Türkcan: *Sanayileşme Sürecinde Türkiye*, 3. Basım, Bilgi Yayınevi, 1987.
- G. Karaşin: *Sermaye Piyasası Analizleri*, 2. Baskı SPK Yayınları, Ankara 1987.
- Gülten Kazgan: *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul 1985.
- Güven Gürel: "Firmanızı Borsa ile Büyütün", *Macro Economy Dergisi*, Intermedya, Mayıs 1995.
- Haldun Gülalp: *Gelişme Stratejileri ve Gelişme İdeolojileri*, Yurt Yayınları, Ankara 1983.
- IFC: *Emerging Stock Markets Fact Book*, 1993.
- İktisadi Araştırmalar Vakfı: *Avrupa Topluluğunun Menkul Kıymet Düzenlemeleri*, İKV Yayınları Haziran 1992.
- İMKB: *Borsa Rehberi*, İMKB Yayınları, İstanbul 1987.
- İzzettin Önder, Oktar Türel, Nazım Ekinci, Cem Somel: *Türkiye' de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar*, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim 1993.
- Jamshed Ghandhi: *Reflection On The Operation Of Capital Markets*, "Proceedings Of The OECD-Cmb Conference, SPK Yayınları, Ankara 1988.
- London Stock Exchange, *Fact Book 1994*, London Stock Exchange Yayınları, Londra 1994.
- London Stock Exchange, *Fact Book 1995* London Stock Exchange Yayınları, Londra 1995.
- Mehmet Altan : *Kapitalizm Bu Köye Uğramadı*, AFA Yayıncılık, İstanbul 1994.
- Milliyet Gazetesi: İstanbul, 14.8.1995.
- Milliyet Yayınları: *Genel Ekonomi Ansiklopedisi 2*, Milliyet 1988.
- Muharrem Karslı: *Türkiye ve Dünyada Menkul Kıymet Borsaları ve İktisadi İşlevleri*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1989.
- Paris Bourse Activity: *SBF . Paris Bourse*, February 1995.
- Richard G. Lipsey, Peter O. Steiner, Douglas D. Purvis : *Economics*, Harper 1987.
- Sabri Ülgener: *Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme*, Der Yayınları, İstanbul 1991.
- SPK Araştırma Dairesi: *Türkiye' de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirilmesi*, SPK Yayınları Mayıs 1995.
- Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt: *Foundations of Financial Management*, Homewood Illinois 1984.
- Şevket Pamuk: *İthal İkamesi, Döviz Darboğazları ve Türkiye 1947-1949-Kriz Gelir Dağılımı ve Türkiye'nin Alternatif Sorunu*, 2. Basım Kaynak Yayınları, Ankara 1987.
- Targan Ünal: *Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları*, İTO Yayınları 1990.
- Tezer Öçal: *Para Teorisi*, Gazi Üniversitesi Yayınları, Ankara 1990.
- TOBB: *Ekonomik Rapor 1976*, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayını, Ankara 1977.

- Tülay Arın: *Kapitalist Düzenleme, Birikim Rejimi ve Kriz (II): Azgelişmiş Kapitalizm ve Türkiye*, Onbirinci Tez Kitap Dizisi III, 1986.
- Türkel Minibaş: *Azgelişmiş Ülkelerde Kalkınmanın Finansman Politikaları ve Türkiye*, Edebiyat Fakültesi Yayınları, İstanbul 1989.
- Türkiye İş Bankası- İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü: *Türk Sermaye Piyasası ve Avrupa Topluluğu*, Türkiye İş Bankası Yayınları, Ankara 1992.
- Tüsiad: *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası-Genel Durum ve Öneriler*, Tüsiad Yayınları İstanbul, Ekim 1993.
- Yakup Kepenek: *Türkiye Ekonomisi*, Savaş Yayınları, Ankara 1984.

