

# 2.000'Lİ YILLARA DOĞRU TÜRK SERMAYE PİYASASI

**Prof.Dr.Gültekin RODOPLU**

Süleyman Demirel Üniversitesi  
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

## 1- Finansal Piyasalar

İktisadi yönden “piyasa” alım ve satımların birbiriyle karşılıklı iletişim içinde olduğu ve alım satımın yapıldığı yer (mekan) olarak tanımlanır.<sup>1</sup> Bir piyasadaki söz edilmesi için üç temel koşul vardır: alıcı, satıcı ve satıma konu olan şey piyasası,<sup>2</sup> arz ve talebin karşılaştığı belirli bir yer de oluşmaktadır. Bu piyasa bir ülkenin sınırları içinde o, ülkede yapılan işlemleri kapsıyorsa buna iç piyasa, yapılan işlemler ülke sınırlarını aşarsa buna da uluslararası piyasa denir.<sup>3</sup> Çok çeşitli piyasa türleri olmakla birlikte alım satım konu olan şeyin niteliğine göre “gerçek piyasalar” ve “finansal piyasalar” olarak ayrılır. Gerçek piyasalarda mal ve hizmet alım satımı söz konusudur. Bu piyasalar belirli ölçülere ulaşmış fiziki varlıklar için işlemekte işlemleri de

---

<sup>1</sup> TUNCER Selahattin , “Türkiye’de Sermaye Piyasası”, İstanbul, 1985, s.1.

<sup>2</sup> RODOPLU Gültekin, “Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri” , İstanbul 1993, s.1.

<sup>3</sup> “Sermaye Piyasası ve Temel Bilgiler Kılavuzu” İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları No:1 İstanbul, Şubat 1993, s.1.

malların fiziki yer değiştirmeleri değil, malları temsil eden belgeler üzerinden yapılmaktadır.<sup>4</sup>

Finansal piyasalar ise gelişme ve büyüme isteğinde olan işletmelere döner varlık ve duran varlık yatırımları için gerekli kaynakların karşılandığı sermaye piyasası araçlarının (finansal varlıkların) işlem gördüğü piyasalar olarak kabul edilmektedir.

Reel birikimlerden daha az yatırım yapan ekonomik birimler, ellerinde arta kalan birikimlerini diğer ekonomik birimlere borç verecek yada onların sermayelerinin bir bölümüne sahip olma anlamına gelen katılma (iştirak ) veya ortaklık kurma biçiminde değerlendirmek isterler. Bu gereksinimler, reel birikim açığı bulunan ekonomik birimler ile fazlası bulunanları bir araya getiren, bu doğrultuda istemle sunumu karşılaştırılan araç ve kurumları, finansal piyasaları ortaya çıkarmışlardır.<sup>5</sup> Görülüyor ki finansal piyasalarda alınıp satılan boş olarak yada kullanılmak üzere başkasına verilen yani alım satıma konu olan şey, sermayedir. Ancak genel olarak bir malın istemi piyasada uygulanan fiyata göre değişmekte ve bu fiyatlar yükseldikçe istem düşmekte ise de, sermaye piyasalarının işleyişi bu açıdan tersinedir; pay senetleri yükseldikçe, o pay senedinin alıcıları artmakta, psikolojik olarak fiyatları artan pay senetleri küçük birikimcilerin daha çok ilgisi- ni çekmektedir. Ya da aksi olmakta ve pay senetlerinin fiyatları düş- tükçe, senedin alıcıları da azalmaktadır.<sup>6</sup>

## 2- Piyasanın Oluřumu

Finansal piyasalarda para arz ve talebi karşılaştırılarak denge sağlanmaya çalışılır.

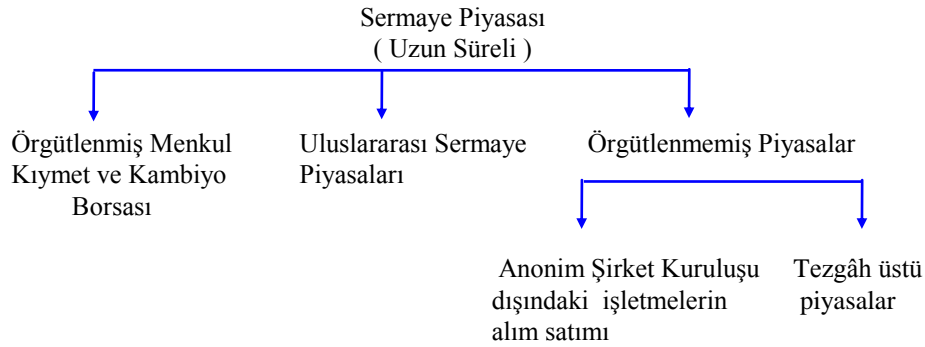
<sup>4</sup> AKSOY A, “Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi”, Ankara, 1987, s.79.

<sup>5</sup> HATIPOęLU Z, “İşletme Finansmanı ve Türkiye’de Uygulanması”, C.1, İstanbul, 1978, s.100. Karř. Tümer E; “Sermaye Piyasası ve İşlemler arasındaki ilişki”, ODTÜ, “Türkiye’de Sermaye Piyasası Sorunları İçinde”, Ankara, 1975, s.2; BAKIR P, “Sermaye Piyasası Analizleri”, aynı seminer tebliği, s.4; YÜKSEL A.S./RODOPLU G, “Sermaye Piyasası”, İstanbul, 1980, s.1.

<sup>6</sup> İpekçi A, “Bir Konu Bir Sorun”, Milliyet, 29.11.1976, Baudin, L.Economie Politigue Paris, 1955, s.77.

Bu piyasalar tam rekabetin geçerli olmadığı piyasalardır. Her birinde farklı koşullar, farklı faiz oranları, farklı kredi ve katılım olanaklarının geçerli olduğu çeşitli yan finansal piyasalar vardır.<sup>7</sup> Ekonomik birimler, sağladıkları birikimleri yatırımlarda veya plasman işlemlerinde kullanıp kullanmama konusunda kesin karara varmadan önce, öteki piyasalarda da birikimlerine verilecek fiyatları karşılaştırmak isterler. İşte bu çeşitli piyasalarda verilecek fiyatlar, birikimi yapan ekonomik birimin seçim kararını etkiler.<sup>8</sup>

Bu piyasalar; para piyasası, sermaye piyasası, altın piyasası, döviz piyasası ve taşınmaz mallar piyasası hatta kalkınma planlarının örgütlenmemiş kredi piyasaları olarak nitelendirdiği “ tefeci ” piyasası gibi piyasalardır. Öyleyse bu rakip piyasalardaki kârlılık, taşınır değerler piyasasındakinden daha büyükse, ekonomik birim, birikimlerini büyük bir olasılıkla bu piyasalara kaydıracaktır. Bu kullanılabilir birikimlerin, açığı bulunan ekonomik birimlerin hizmetlerine sunulmuş olması, birikimin değerini ortaya koymakta ve bu yoldan, birikimlerin piyasalar arasındaki değeri de saptanmış olmaktadır.



Geniş anlamı ile sermaye piyasası, kısa süreli fonların uzun süreli fonlara, uzun süreli fonların yatırıma dönüştüğü, birikimi elde edenlerin gelir sağlama istemi ile bankaların kullanımına sunmaları ve başkalarına gelir verme karşılığında birikimi kullanma istemlerini karşılaştıran ve karşılıklı koşullarda anlaşan kişi ve kurumların toplamıdır.

<sup>7</sup> Petits-Dutailis, G; Le Credit et les Banques, Paris, 1964, s.39.

<sup>8</sup> Vigreux, P.; Le Marche Financiere, Toulouse, 1951, s.64.

Finansal piyasalar uygulamada birincil (birinci el) ve ikinci (ikinci el) piyasa biçiminde de ikiye ayrılabilir.

Birincil piyasalar; finansal aracı çıkaran kuruluştan başlayarak taşınır değerlerin aracılar yardımıyla toptan satışını sağlar. Diğer bir deyişle sermaye piyasasında alıcı ile taşınır değeri çıkaran gerçek ya da tüzel kişinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. Bu bakımdan birincil piyasalar; anonim ortaklıkların kuruluşu veya sermaye artırımları sırasında, ya da yatırım ihtiyaçları için çıkarılan pay senetleri ve tahvillerin toptan satıldığı piyasalar olmaktadır. Öyleyse birincil piyasalar, pay senetleri ve tahvillerin ilk kez sürüldüğü piyasalardır.

İkincil piyasalar: Yeni kurulan veya daha önceden kurulmuş bulunan işletmelere ait var olan pay senedi ve tahvillerin alınıp satıldığı piyasalardır. Çoğu bağımsız aracı kuruluşlar ve bankalardan oluşan bu piyasa, Türkiye uygulamasında etkinliği geniş bir piyasadır.

### **3- Uluslararası Piyasalar**

Ayrıca günümüzde, dış ticaretin uluslararası ilişkilerde yoğunluk kazanmasıyla ulusal kredi işlemleri yanında uluslararası kredi kavramı ve çıkarımlar giderek önem kazanmıştır. Dünya bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabet ortamı ve yurt içi kaynak maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle bankalar ile büyük işletmeler dış finansal piyasalardan fon derleme girişimlerinde bulunmaktadırlar. Uluslararası piyasanın ilk ayağını uluslararası ekonomik piyasa oluşturmaktadır. Uluslararası işlemlerin gelişmesine izin veren ülkelerin, bankacılık sistemleri kambiyo rejimlerine uygun bir biçimde çalışmaktadır. Bunlar da gerçekten, dolar, mark ve yen bazında kredi veren Amerika, Almanya ve Japonya bankacılık sistemleridir.

Uluslararası sermaye piyasasının varlığı ulusal sermaye piyasalarına dayanmaktadır. Yerleşik birikimciler yabancı taşınır değerlere aracı kurumlar kanalıyla sahip olabilmektedirler. Bu piyasa, özel finansal işlemlerin gerçekleştiği fonların temelini teşkil etmektedir. Ülkelerin kambiyo rejimlerinden kaynaklanan bir takım sınırlamalar

olduğu halde birçok ülke birikimci ve yatırımcıları sermayelerini ihraç ederek yabancı taşınır değerleri satınalma hakları vardır. Bazı ülkelerin kambiyo rejimleri vatandaşlarının ellerinde döviz ve yabancı taşınır değerler bulundurabilmelerine izin vermektedir.

Uluslararası yeraltı dünyası sermaye piyasası, bütün olumsuzluklara rağmen yasal olmayan yollardan sağladığı yabancı taşınır değerleri, her türlü güvenceyi veren yabancı ülkelerde saklayabilmektedir. Çeşitli biçimlerde, fonların söz konusu ülkeye dönüşü gerçekleşirse o, ülke ekonomisine katkıda bulunabilir. Aksi halde bu kaynaklar yabancı kullanımında gizli olarak kalabilecektir.

#### 4. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Değerlendirilmesi

Çalışmamızın bu bölümünde İ.M.K.B.'de oluşan fiyat indeksinin, tüketici fiyatlar ve döviz fiyatlarıyla karşılaştırılması sonucunda pay senedi piyasasına yapılmış yatırımların doğruluk derecesini ölçmeğe çalışmak ve bundan sonra yapılacak yatırımlar ile ilgili kararların alınması sırasında birikimciye katkıda bulunmaktır.

##### 4.1. Kapanış Fiyatlarından Hesaplanan M.K.B. İndekslerinin Ocak ve Aralık Ay Sonu Değerleri

*TL Bazında Bileşik Endeks (Ocak 1986=100)*

Yıllar	Ocak	31 Aralık	Kazanç
1986	100,0	170,86	% 71
1987 +	216,90	673,00	% 394
1988	857,74	373,93	- % 55
1989 +	379,74	2.217,66	% 594
1990	3.641,25	3.255,75	% 46
1991	4.213,48	4.369,15	% 34
1992	4.926,19	4.004,18	- % 8
1993 +	4.383,01	20.682,89	% 516
1994	20.104,84	27.257,14	% 31
1995 +	25.228,78	4 Aylık kazanç	% 71

<sup>9</sup> Kaynak : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bülten Nisan-1995. S.6.

Yukarıdaki tabloya bakıldığında 1987, 1989, 1993 ve 1995 yılı 4 aylık kazanç ve diğer yılların kazançları son derece yüksek olduğu, 1988 ve 1992 yıllarında zarar ettiği görülmektedir. Bu piyasanın bu kadar inişli, çıkışlı olması piyasanın son derece riskli olduğunu göstermektedir.

#### 4.2 M.K.B. Bileşik İndeksinin A.B.D. Doları Bazında İncelenmesi (Ocak 1986 =100)

*ABD Doları Bazında Bileşik İndeks (Ocak 1986=100)*

Yıllar	Ocak	31 Aralık	Kazanç
1986	100,0	131,53	% 32
1987 +	169,23	384,57	% 292
1988	448,54	119,82	- % 72
1989 +	117,47	560,57	% 467
1990	903,60	642,63	% 15
1991	806,84	501,50	% 22
1992	523,06	272,61	- % 46
1993 +	292,83	833,28	% 305
1994	680,73	413,27	- % 51
1995 +	363,81		% 56

<sup>10</sup> Kaynak: T.C. Başbakanlık DPT Temel Ekonomik Göstergeler, Mart, 1995 S.111.

Bu bölümde de Dolar bazında da baktığımızda gördüğümüz kazançların son derece yüksek olduğudur. Bu kazancın reel kazanç olduğunu düşündüğümüzde, risk amacının ne kadar yüksek olduğunu da görmek son derecede kolaydır. Söz konusu kazanç oranlarını diğer alternatif gelir olanaklarıyla karşılaştığında risk kavramı çok daha kolayca anlaşılabilir.

*ABD Doları Bazında Bileşik İndeks*

Yıllar	Ocak
1989	100,0
1990	114,63
1991	89,46
1992	48,63
1993	148,65
1994	73,72
1995 Nisan	114,61

<sup>11</sup> Kaynak : 1989 yılı Baz alınarak düzenlenmiştir.

#### 4.3. M.K.B. Bileşik indeksinin Türk Lirası Bazında Tüketici Fiyatlarıyla Karşılaştırılması<sup>12</sup>

Bileşik İndeks		Tüketici Fiyatları İndeksi Toplam
Yıllar	Toplam	
1987	100,0	100
1988	44,43	173,7
1989 +	329,51	283,6
1990	483,76	454,6
1991	649,20	754,4
1992	594,20	1.283,1
1993 +	3.073,23	2.131,2
1994	4.050,09	4.395,9
1995 + Nisan	6.926,47	7.201, - (Mart 95)

<sup>12</sup> Kaynak:T.C. Başbakanlık DPT Temel Ekonomik Göstergeler, Mart-1995, S.111.

Yukarıdaki tablonun incelenmesi sonucunda “tüketici fiyatları indeksi” nin “bileşik indeks” den daha yüksek oranda arttığını görmekteyiz. Sonuç olarak diğer yatırım (Plasman) seçeneklerini gözden geçirmekte yarar olduğunu belirtmek gereklidir.

#### 4.4. Döviz Kurlarının (1989 = 100) Tüketici Fiyatları ve M.K.B. Bileşik indeksinin Karşılaştırılması

*Döviz Kurları ( 1989 = 100 )*

Yıllar	\$	DM	SF <sub>r</sub>
1989	2.137.-	1.186.-	1.291.-
1990	2.935.-	1.911.-	2.240.-
1991	5.050.-	3.331.-	3.732.-
1992	8.777.-	5.438.-	6.028.-
1993	14.500.-	8.362.-	9.794.-
1994	37.800.-	24.418.-	28.833.-
5.06.1995	42.450.-	31.138.-	36.594.-

<sup>13</sup> Kaynak : Akbank Efektif Döviz Alış Kurları

*M.K.B.Bileşik İndeksinin Döviz ve Tüketici Fiyatlarıyla Karşılaştırılması*

Yıllar	Bileşik İndeks	\$	DM	SF <sub>r</sub>	Tüketici Fiyatları
1989	100	100	100	100	100
1990	146,8	137,3	161,1	173,5	160,2
1991	197,0	236,3	280,8	289,0	266,0
1992	180,6	410,7	458,5	466,9	452,4
1993	932,8	678,5	705,0	758,6	751,4
1994	1.229,4	1.768,8	2.058,8	2.233,3	1.550,0
5.06.1995	2.102,6	1.986,4	2.541,1	2.834,5	2.539,1

<sup>14</sup> Kaynak : Akbank Efektif Döviz Alış Kurları Baz Alınarak Düzenlenmiştir.



Söz konusu tabloya baktığımız zaman 1990 yılında bileşik indeks Amerikan Doları'nın 9.5 puan üzerinde, Alman Markı'nın 14.3, İsviçre Frangı'nın 26.7, tüketici fiyatlarının 13.4 puan altında gerçekleşmiştir.

1991 yılında Bileşik İndeks, Amerikan Doları'nın 39.3, Alman Markı'nın 83.8, İsviçre Frangı'nın 92, tüketici fiyatlarının 69 puan altında gerçekleşmiştir. 1992 yılında, Bileşik İndeks, Amerikan Doları'nın 230.1, Alman Markı'nın 277.9, İsviçre Frangı'nın 286.30, tüketici fiyatlarının 271.8 puan altında gerçekleşmiştir. 1993 yılında Bileşik İndeks, Amerikan Doları'nın 254.3, Alman Markı'nın 227.8, İsviçre Frankının 174.2, Tüketici fiyatlarının 181.4 puan üstünde gerçekleşmiştir.

1994 yılında Bileşik İndeks, Amerikan Doları'nın 539.4, Alman Markı'nın 829.4, İsviçre Frangı'nın 1003.9, Tüketici fiyatlarının 321.4 puan altında gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak, tüketici ve döviz fiyatları bileşik indeks'in çok çok üstünde gerçekleşmiştir. Bu durum bize ülkemizde, menkul kıymetler piyasasının son derece riskli olduğunu göstermektedir.

### **5- 2000' li yıllarda Türk Sermaye Piyasası**

Her kesimi çok yakından ilgilendiren kazanç elde etme tutkusu "riskin en aza indirgenmesi" ve "kazancın en yükseğe çıkarılması" olasılığı uluslararası boyutlarda da kesinlikle söz konusudur.

Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar arasındaki farklılıklar, enflasyon, ulusal para birimi karşısında döviz değer artışlarının etkileriyle ve dövizler arasındaki değer değişmelerinden korunma yöntemleri bulunmalıdır.

Halen, ülkemizde birçok yatırımcı uluslararası piyasalarda pay senetlerine ilgi duymakta ve aracı kurumlar aracılığıyla pay senetlerine sahip olabilmektedirler. Pek yakın bir gelecekte daha büyük boyutlara

ulaşacak olan pay senetleri yatırım işlemleri, Avrupa Birliğine girişle hızlanacaktır.

Uluslararası yatırımcıların portföy yatırımında dikkatli olması gerektiği hususlar şöyle özetlenebilir.

- Portföy'e dahil edilmesi düşünülen pay senedinin ait olduğu ülkelerdeki enflasyon oranı

- İşlem maliyetleri

- Temel analiz incelemeleri

- Teknik analiz incelemeleri

- Yukarıdaki işlemlerle ve ilgili işletmeler hakkında bilgi edinme konularında dikkatli olunması ve gerekli bilgilerin sağlanması zorunludur.

- Ülkemiz sermaye piyasasının en büyük ve en önemli sorunlarından biri; kayıt dışı ekonomidir. Kayıt dışı ekonomi ülkemizde yeni olmamakla birlikte hızla büyüyen bir olgu niteliği taşımaktadır. “ Çok laf yalansız, çok para haramsız olmaz ” şeklinde bir özdeyiş vardır.

Borsada kayıtlı işletmelerin finansal varlıkların değerini ekonomik olayların dışındaki etkileyen hususlar aşağıdaki gibi özetlenebilir.

-Türk girişimcisinin, büyüyen, gelişen ekonomiden topluma bir pay ayırma düşüncesinin olmaması

-Politik kadroların bu girişimci kişilerle işbirliği yapması

- Sermaye birikiminin sosyo kültürel yapısı ve gelişmemiş elerde toplanması

- Vergi ve vergi tahsili mekanizmasının iyi çalışmaması veya çalıştırılmaması

- İşletmelerin büyümesiyle elde edilen kayıt dışı kazançların pay sahiplerine dağıtılmaması

- İşletme yöneticilerin devamlı olarak yasal ve kayıt dışı kazançlarının kendi işletmelerinin finansmanında kullanmaları gibi davranışlar küçük birikimciyi sermaye piyasasına küstürmektedir.

Kayıt dışı ekonomi<sup>15</sup> Fransa, Almanya, Japonya, Norveç, İsviçre ve İngiltere gibi ülkelerde yüzde 0-10 oranında, Belçika, Kanada, İtalya ve U.S.A.'da % 10-20, Peru'da yüzde 40, Hindistan'da yüzde 10-50 oranında, Türkiye'deyse 1990 yılı için yüzde 75, 1991 yılı için yüzde 86, 1992 yılı için yüzde 92 oranında hesaplanmaktadır.

Bu tür olumsuzluklar,<sup>16</sup>

- Bütçe açığına.
- İşletmelerde haksız rekabete
- Kaynakların verimsiz alanlara yatırılmasına
- Vergi adaletsizliğine
- Ekonomide anarşiye
- Ekonomik göstergelerde güvensizliğe
- Moral değerleri yozlaştırmaya
- Ekonominin herhangi bir dövize endekslenmesine
- Ulusal kaynakların yurt dışı yatırımlara kaymasına neden olur.

<sup>15</sup> Osman ALTUĞ, **Kayıtdışı Ekonomi**, İstanbul, 1994, s. 361.

<sup>16</sup> a.g.e., s.368-369.

- En önemli yararı enflasyonun en büyük mükellefidir. Zira bu sektörde işler nakit döndüğünden devlet kayıt dışı ekonomide faaliyetlerden alamadığı vergileri enflasyon şeklinde alır.

Yukarıda sıralamaya çalıştığımız olumsuzluklarla ilgili gerekli önlemler alınmadığı ve sorunlar çözülmediği sürece Türk Sermaye Piyasası 2000'li yıllara doğru çok önemli sorunlarla karşı karşıya kalacaktır;

1- Gelmesi beklenen batı sermayesi beklenen oranda gelmeyecektir.

2- İşsizliğin giderilmesi özel İşletmeler yoluyla gerçekleştirilemeyecek yani İstihdam konusunda umutlu bir bekleyiş olmayacaktır.

3- Kar payı dağıtımları (çoğu zaman ) piyasa faiz oranlarının çok az üstünde ya da aynı düzeyde kalacaktır.

4- Pay senetleri indeksi sabit para birimiyle karşılaştırıldığında Dünya Piyasa İndekslerinin gerisinde kalacaktır.

5- Diğer ülke borsalarının gelir katsayılarıyla karşılaştırıldığında gelir katsayısı düşük olacaktır.

6- Enflasyon oranı tek haneli rakamlara düşürülmeyecektir.

7- Döviz değerleri istikrara kavuşturulamayacaktır.

Borsaya günlük kumar oyunu gözüyle bakılmaması ve uzun vadeli düşünülmesi gereklidir.

Siyasi çekişmelerden etkilenip piyasanın düşme eğilimine girdiği zaman ya da durgun olduğu bir dönemde bu dönemi pay senedi için uygun zaman kabul edip pay senetlerini elden çıkarmamak gereklidir. Piyasayı ters yönde etkileyebilir. Bu gibi olumsuzluk dönemlerinde pay senedi yatırımlarının uzun vadeli yapıldığı düşünülmelidir. Aksi halde risk - maddi kayıp büyük olacaktır.

Bu uzun vadeli yatırımlar ülke ekonomisine, kalkınmasına ve yerli sanayinin gelişimine katkıda bulunacağından daima desteklenmesi gerekli yatırımlardır.

Ülke istikrarının bozulmayacağı umudunu koruyarak hepinize bol kazançlı yatırımlar dilerim.

### **KAYNAKLAR**

- 1) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bülten Nisan 1995.
- 2) T.C. Başbakanlık DPT Temel Ekonomide Gösteriler Mart 1995.
- 3) Akbank Efektif (Bankanın kullandığı) Döviz Alış Kurları - İstanbul.
- 4) Osman ALTUĞ, Kayıt dışı Ekonomi, İstanbul, 1994.