

## Finansal Piyasalarda Kurumsal Regülasyon

Abdüllatif ŞENER

alatifsener@hotmail.com

### Corporate Regulation in Financial Markets

#### Abstract

There is a strong correlation between the level of development in the financial system of a country and its growth rate. Therefore, countries whose financial systems are composed of a combination of both developed capital markets and banking sectors possess a great advantage in terms of the economic growth of a country. Financial products are considered public goods and the need for financial stability has highlighted the importance of regulations. The economic crises have shown the need for financial markets to have protection mechanisms in place when faced with a particular threat in the market. Moreover, this has increased the need for regulation. According to the corporate economic approach, where the state has a restricted intervention role in the economy, the basic condition for economic life to increase above freedom of enterprise is that a sound legal and economic underlying infrastructure of the markets is in place which provides the protection of property rights and the efficient functioning of the economy.

**Keywords** : Financial Markets, Capital Markets, Money Markets, Corporate Regulation.

**JEL Classification Codes** : F42, G18, K23.

#### Özet

Ülkelerin finansal sistemlerinin gelişmişliği ile ekonomik büyüme arasında önemli bir korelasyon vardır. Bu sebeple, finansal sistemlerinde gelişmiş bir sermaye piyasası ve bankacılık sektörü kombinasyonu sağlamış olan ülkeler ekonomik büyüme açısından ciddi bir avantaja sahiptir. Finansal ürünlerin kamusal mal niteliği taşıması ve finansal istikrara duyulan ihtiyaç, düzenlemenin önemini ön plana çıkarmaktadır. Yaşanan ekonomik krizler finansal sistemin çeşitli tehditlere karşı korunması ve düzenlenmesi ihtiyacını daha da artırmıştır. Kurumsal iktisat yaklaşımında devletin ekonomik hayata sınırlı müdahalede bulunması esas olmakla birlikte, ekonomik hayatın girişim özgürlüğü üzerinde yükselmesinin temel şartı mülkiyet haklarını koruyacak ve piyasaların etkin çalışmasını sağlayacak hukuki ve ekonomik alt yapının kurulmuş olmasıdır.

**Anahtar Sözcükler** : Finansal Piyasalar, Sermaye Piyasası, Para Piyasası, Kurumsal Düzenleme.



## 1. Giriş

1980'lerden itibaren mal ve hizmet piyasaları ile sermaye hareketlerini serbestleştirici düzenlemeler içeren liberal iktisat politikaları, tüm dünyada egemen bir yaklaşım olmuştur. 1990'larda söz konusu politikaların etkili olduğu ülkelerde gözlemlenen ekonomik sorunların yaygınlaşması ve kimi ülkelerde liberal politikalarından umulan sonuçların elde edilememiş olması sebebiyle serbestleşmeye yönelik politikalar "kurumsal" bir bakış açısıyla da sorgulanmaya başlanmıştır. Uygulanacak politikaları ve piyasa mekanizmalarını destekleyecek/denetleyecek ve yönetim sorunlarını azaltmaya çalışacak kurumların eksikliği, başarısızlığın önemli nedenleri arasında görülmüş ve uygulanacak ekonomi politikalarının oluşturulmasında kurumların önemi artmıştır (Rodrik, 2000: 1-2).

İktisat literatürünün önemli bir parçası olan "kurumsal iktisat" son yıllarda artan oranda ilgi görmekte ve önem kazanmaktadır. Kurumsal iktisat (institutional economics), ekonomik sistemlerin nasıl yapılandığı ve bu yapılanmanın kollektif davranış karşısında nasıl değişim gösterdiği ile alakalıdır. Kurumsal iktisatta bireyler şirketlerin, ailelerin ve diğer organizasyonların üyesi olarak nitelendirilir. Bu kapsamda, yerleşik iktisatta kullanılan analizlerde, metodolojik olarak bireylerin mal ve hizmet tüketiminden elde ettikleri faydayı en çoklaştıran otonom (özerk) birimler olarak kabul edilmeleri söz konusu iken, kurumsal iktisadın analitik yaklaşımı ve ilgisi, iki veya daha fazla iktisadi ajan arasında gerçekleşen işlemlere odaklanmıştır (Bromley, 1993: 837). Kurumsal iktisatçılara göre temel ekonomik problem organizasyon ve ekonominin kontrolü, yani iktidar yapısının reformudur (Eichner, 1987: 1555-1556). Kurumsal iktisat, kaynakların ve gelirin dağılımında, istihdamda ve reel gelirin belirlenmesinde kimlerin çıkarlarının göz önüne alınacağını belirler.

Ekonomik etkinlik ve finansal istikrar ulusal ve uluslararası sistemin odak noktasıdır (Alp ve Oğuz, 2011: 210). Bir ülkedeki güçlü kurumsal yapılar ve iyi yönetim ile büyüme, gelir dağılımı, refah ve istikrar gibi değişkenler arasında pozitif bir korelasyon söz konusudur. Bu nedenle, güçlü kurumların oluşmasına katkı sağlayacak düzenlemeler önem arz etmektedir.

Sağlıklı bir piyasa ekonomisi; kamu sektörünün sağlam hukuki ve siyasi çerçeve, düzenleme ve denetleme sağladığı, özel sektörün ise güçlü yenilik ve rekabet uğraşı içinde olduğu bir yerdir (Parrenas, Waller ve Sinsiri, 2005: 45). Finansal piyasaların da dâhil olduğu bazı piyasalarda teknoloji ve artan finansal yenilikler standart denetim ve düzenleme kurumlarıyla bu piyasaların takibini güçleştirmektedir. Finansal kuruluşların sağlamlığını denetleme ciddi uzmanlık ve uygun düzenlemelerin varlığını gerektirmektedir. Küreselleşmenin doğal bir sonucu olarak global finansal piyasalardaki yüksek etkileşim, yaşanan ekonomik krizlerin etkilerinin belli bir ülke ile sınırlı kalmayıp

yayılabilmesine yol açmaktadır. Bu durum, düzenleyici otoriteler arasında uluslararası işbirliği ve koordinasyona olan ihtiyacı da artırmış ve riskleri yönetmeye yönelik özel uzlaşmalar yaygınlaşmasına sebep olmuştur.

Kısaca, piyasalar kendi kendilerine üretmezler, kendi kendilerini düzenlemezler, kendilerini dengelemezler veya meşru kılmazlar (Rodrik, 2011: 2,19).

Bu çalışmanın konusunu, ekonomik büyüme ve kalkınma üzerindeki etkileri yadsınamayacak olan finansal piyasaların bu önemleri nedeniyle düzenlenmesine ve bu düzenlemeyi yapacak olan kurumların varlığına duyulan ihtiyaç oluşturmaktadır.

## **2. Finansal Sistem ve Kurumsal İktisat Kavramı**

Finansal piyasaların en temel işlevi, fonların, kaynak fazlası olan tasarruf sahiplerinden, fon ihtiyacı olan tüketicilere aktarılmasını sağlayan bir kanal olmasıdır. Bu aktarım sayesinde toplumdaki tüm bireylerin ekonomik refahı artmakta olup, bunun da sebebi fonların üretken yatırım alternatifleri olmayan kesimden bu tür imkânlarla sahip kesime taşınması ve böylece ekonomide etkinliğin artırılmasıdır (Mishkin, 1995: 48). Finansal piyasaların amacı bir ekonomideki nihai kullanıcıların tasarruflarını, gerçek varlıklara yatırım ya da tüketim gibi tercihler arasında etkin bir şekilde tahsis etmektir. Modern bir ekonomide, etkili bir sermaye piyasası yeterli sermaye birikimini ve ekonomik büyümeyi sağlama açısından gereklidir (Horne, 1978: 3–4). Genel anlamda mali piyasalar, finansal kurumların gelişmesine katkıda bulunarak piyasaların etkin şekilde çalışmasına destek verirler (Santomero ve Babbel, 2001: 398).

Ülkeler arasında yapılan karşılaştırma ve değerlendirmelerde ülkelerin finansal sistemlerinin gelişmişliği ile ekonomik büyüme arasında önemli bir korelasyon olduğu görülmektedir. Çeşitli ülkelerde finansal sistemin esasını bankacılık oluştururken, diğerlerinde doğrudan finansman sistemleri hâkimdir. Bankacılık ya da sermaye piyasalarının tek başlarına finansal sistemin gelişmişliği ya da ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin ele alınması ekonomik problemlerin çözümünde sınırlı bir fayda sağlayacak olup, esas soru optimal finansal sistemin nasıl olması gerektiği sorusudur. Gelişmiş bir hukuk sistemiyle düzenlenen ve desteklenen, doğrudan ve dolaylı finansman modellerinin optimal şekilde biçimlendirdiği bir finansal sistemin kalkınmada en uygun çözümlerden birisi olacağını söylemek mümkündür. Böyle bir sistem, finansal kararların alınmasında verimliliği arttıracak, optimum kaynak dağılımını sağlayacak, sonuç olarak da ekonomik büyümeye katkıda bulunacaktır.

Para piyasaları kısa vadeli borçlanma araçlarının (vadesi bir yıldan kısa olan) işlem gördüğü finansal piyasalar, sermaye piyasaları ise uzun vadeli (vadesi bir yıl veya daha uzun) borçlanma araçlarının ve özkaynak araçlarının işlem gördüğü piyasalardır

(Mishkin ve Eakins, 2006: 22). Farklı finansal sistemlere sahip ülkeler arasından yapılan karşılaştırmalarda, gelişmiş ve nakit sermaye piyasalarının, yatırım artışlarının sağlanmasında ve sermaye birikiminin artmasında, sonuç olarak da üretkenlik artışının sağlanmasında önemli role sahip olduğu görülmüştür. Bu çerçevede, finansal piyasalar açısından bankacılık ve sermaye piyasaları gibi birbirinden farklı özelliklere sahip finansal yapılara sahip olunması bir ülkenin kalkınma yolunda tüm yumurtalarını tek bir sepette taşımasını önlemekte ve olası kriz durumlarında tüm yumurtaların kaybedilmesini engellemektedir (Oruç, 2002: 2).

Kurumsal iktisat, kurum ve kuralların önemini ön plana çıkaran disiplinlinler arası yönü olan bir iktisat ekolü olup; kurumsal iktisat yaklaşımında devletin ekonomik hayata sınırlı müdahalede bulunması esastır. Ancak, bununla birlikte ekonomik hayatın girişim özgürlüğü üzerinde yükselmesinin temel şartı mülkiyet haklarını koruyacak hukuksal ve ekonomik altyapının kurulmasıdır.

Buradan hareketle finansal piyasalar açısından, kurumsal iktisadın, piyasaları kaynakları tahsis eden değil, kaynak tahsisini işler hale getiren kurumları harekete geçiren mekanizma olarak gördüğünü ifade etmeliyiz (Demir, 1996: 196).

### **3. Finansal Piyasalarda Gelişmeler**

Finansal piyasalar, kamu veya özel tasarrufların verimli yatırımlara dönüştürüldüğü araçlar olduğundan, etkin ve iyi işleyen finansal piyasalar istikrarlı ekonomik gelişmeye katkıda bulunurlar. Bu piyasalardaki önemli dalgalanmalar makroekonomik şoklara neden olabilir. Teknolojik gelişmeler, deregülasyon ve artan rekabet finansal piyasaları radikal şekilde değiştirmektedir (Gaa ve diğerleri, 2001: 1). Finansal yeniliklerin rekabetin de etkisiyle çeşitlendiği ve anlaşılmasının güçleştiği bir ortamda, piyasalarda yeni birçok risk ortaya çıkmaktadır. Bu risklerin minimize edilmesi piyasaların belirli düzeyde düzenlenmesi ve gözetimini gerektirmektedir (Fisher, 1997: 4). Kurumsal iktisat kavramı çerçevesinde finansal düzenlemenin öneminin anlaşılabilmesi için dünya finansal piyasalarında yaşanmakta olan değişim ve gelişmelere kısaca değinmekte de fayda görülmektedir.

#### **3.1. Teknolojik Gelişmeler ve Finansal Yenilikler**

Bilgi teknolojileri ve uygulamalarında büyük ilerlemelerle şekillenen bir yeni ekonomi içerisinde bulunuyoruz (Gaa ve diğerleri, 2001: 1). Bilgi işlem ve iletişim teknolojilerindeki hızlı ilerlemeler işlem maliyetlerini büyük ölçüde düşürmüş ve dağıtım kapasitesini geliştirmiştir.

Elektronik alım satım platformlarının ortaya çıkışı, eski statik piyasaları çok daha mobil yaparak, bölgesel ve ulusal alım satım merkezlerinin karşılaştığı rekabete yeni bir boyut açma potansiyeline sahiptir. İnternet ve diğer elektronik alım satım platformlarının kullanımının ve küresel finansal alım satım merkezlerinin öneminin artması “ulusal” finansal piyasalar için rekabeti artırmış ve bunların ömürleri hakkında tereddütler ortaya çıkarmıştır (Gaa ve diğerleri, 2001: 11–14).

Teknoloji piyasa faaliyetlerinin şeklini de derinden etkilemektedir. Piyasalar artık mekânlarla sınırlı olmayan sistemlere dönüşmüştür. Belirli bir finansal ürün için bireylerin bütün alım ve satım emirlerinin tek bir küresel elektronik piyasada gerçekleştirildiği ve tüm kayıtların aynı anda güncelleştirildiği bir durumu düşünmek olanaklı hale gelmiştir.

Bu gelişmeler, belli bir dereceye kadar, finansal piyasaların daha fazla konsolide ve merkezi olmasını desteklemektedir. Bunun sonucunda finansal piyasaların “mekânı” veya “milliyeti” kavramı ortadan kalkmakta ve finansal piyasaların siber uzaya buharlaştığı ileri sürülmektedir (Gaa ve diğerleri, 2001: 11–14).

Öte yandan, modern finansal piyasalar, finansal yenilikler dolayısıyla çok hızlı bir değişim göstermektedirler. Finansal yenilikleri kolaylaştıran en önemli faktör, bilgi teknolojilerindeki devrim ve buna bağlı olarak bilgi işlem maliyetlerinin büyük ölçüde düşmesidir. Bilgiyi toplama, işleme ve dağıtmanın kolaylığı ve ucuzluğu; ekran bazlı alım satım sistemlerinin gelişimi, menkul kıymetleştirme ve hepsinden öte türev ürünlerin artışı birçok alanda finansal yenilikleri teşvik etmiştir (Dale, 1997: 5). Finansal mühendislik tekniklerindeki yenilikler finansal kuruluşların, birçoğu artık tüketicilere aktif bir şekilde pazarlanan yeni ürünler yaratmak üzere yeni risk paketleri oluşturmalarına imkân vermiştir (Lumpkin, 2000: 128–129).

### **3.2. Globalleşme**

Teknoloji odaklı yeni dünyanın bir yönü de, sınır ötesi finansal piyasa faaliyetlerindeki artıştır. Finansal piyasalar her zaman bir derecede ulusal sınırların ötesinde olmuştur. Fakat artık küresel sahiplik ve küresel faaliyet büyük ölçüde ağırlık kazanmıştır (Segal, 2000: 5). Küreselleşme, genellikle ülke ekonomilerinin artan şekilde bütünleşmesini ifade etmektedir. Globalleşmenin temel unsurları mal ve hizmet ticaretindeki artış, teknolojilerin hızla yayılması ve sınır ötesi sermaye akımlarının artmasıdır (Gaa ve diğerleri, 2001: 9). Globalleşmenin nedenleri olarak kambiyo kontrollerinin kaldırılması, bilgi teknolojilerindeki devrim dolayısıyla yabancı menkul kıymetlere ilişkin bilgilere giriş imkanının artması ve portföy çeşitlendirmesinde kurumsal yatırımcıların öneminin artması gösterilmektedir (Dale, 1997: 3).

Finansal aracılık sürecinin küreselleşmesinin arkasındaki temel güç ise nihai olarak ihraççılar ve yatırımcılardır. Ulusal ekonomiler ve büyük şirketler gittikçe daha çok uluslararası bağlantılı hale gelmektedirler. Şirketler sermaye veya yatırımcı bazlarını, faaliyetlerini yürüttükleri yerlere taşımak istemektedirler. Aynı zamanda yatırımcılar, hem daha düşük risk hem de daha yüksek getiri konusunda küresel çeşitlendirme stratejileri aramaktadırlar (Gaa ve diğerleri, 2001: 10). Uluslararası finansal piyasaların bütünleşmesi ve sınırlar arası birleşme faaliyetinin artması, mevcut kriz yönetimi prosedürlerinin de yeniden ele alınmasını gerektirmektedir. Büyük bir bankanın batması veya önemli bir finansal piyasanın işleyişinin durması, önemli oyuncular arasındaki direkt bağlantılar dolayısıyla, bölgesel veya küresel istikrarsızlığı artırmaktadır. Bu durum, merkez bankaları ve ulusal düzenleyiciler arasındaki işbirliği ve bilgi paylaşımı ihtiyacının önemine işaret etmektedir (Hoggart, 2001: 68).

### 3.3. Deregülasyon

Düzenleyici sınırlamaların kaldırılması olarak ifade edilen deregülasyon, finansal kuruluşlara en etkin uygulamaları kabul etme ve yeni ürün ve hizmetleri geliştirme konusunda daha fazla serbestlik vermiştir. Finansal deregülasyon hem doğrudan, hem de rekabeti artırması yoluyla dolaylı olarak verimliliği ve kaliteyi artırmış, finansal sektör tarafından sunulan hizmetlerin fiyatlarını düşürmüştür. Ekonomide kaynakların dağıtımı ve kredi fiyatlamasını bozucu düzenlemelerin kaldırılması ile genel ekonomik etkinlik artmıştır.

Finansal deregülasyon ayrıca finansal ve makro ekonomik ortamda yoğun değişimlere yol açmıştır. Bu değişimlerden bazıları yararlı iken, diğerleri temel ekonomik politikaların uygulanmasını ve işlenmesini büyük ölçüde değiştirmiştir. Özellikle Japonya'da ve birçok Avrupa ülkesinde deregülasyon, menkul kıymetler piyasalarının genişlemesi, kamu menkul kıymetlerinin pazarlanabilirliğini geliştirmesi ve enstrümanların çeşitliliğini artırması suretiyle kamu borcunun yönetiminde yardımcı olmuştur. Bununla birlikte, bir ölçüde makro ekonomik politikaları karmaşıklştırmıştır. Geleneksel kredi göstergeleri ile para politikası amaçları arasındaki ilişkiler birçok durumda geçmişte olduğu kadar güvenilir kabul edilmediğinden artık kullanılamamaktadır. Değişimler ayrıca finansal deregülasyon sürecinin riskleri hakkındaki soruları da gündeme getirmiştir (Van Den Berghe, 2001: 181).

### 3.4. Konsolidasyon

Finansal sektörde konsolidasyon yaşanmaktadır. Konsolidasyonların çoğu finansal sektör ve ülkeler içerisinde meydana gelmekle birlikte, sektörler arasında ve ülkeler arasındaki konsolidasyonda da hızlı bir artış görülmektedir (Hoggart, 2001: 66). Bu konsolidasyon farklı şekiller almakta ve farklı yerlerde farklı hızlarda devam etmektedir.

Fakat hızlanarak devam edeceği konusunda çok az şüphe bulunmaktadır. Konsolidasyonun hızını ölçmek için, dünyadaki en büyük 50 bankanın bilançosu ile küresel GSMH arasındaki orana bakılabilir. Yirmi yıl önce en büyük 50 bankanın aktifleri ile küresel GSMH arasındaki oran %30 iken, bugün bu rakam %50 civarında olup, en büyük 20 bankanın aktifleri ise küresel GSMH'nın %30'unu oluşturmaktadır (Davies, 2000: 3).

Bu birleşme faaliyetleri bankacılık sistemindeki yoğunlaşmayı artırmıştır. Özellikle bazı küçük gelişmiş ülkelerde birkaç banka bankacılık sisteminin aktiflerinin çoğuna sahip olur hale gelmiştir. Örneğin Hollanda, İsveç ve İsviçre'de en büyük 5 banka bankacılık sisteminin toplam aktiflerinin beşte dördünü veya daha fazlasını oluşturmaktadır. Birleşme faaliyetindeki artış bu nedenle çok sayıda büyük ve bazı durumlarda çok karmaşık finansal kuruluşların oluşmasına yol açmıştır. Merkez bankaları ve denetleyiciler, bu dev kuruluşların yaratacağı sonuçları dikkatle değerlendirmek zorundadırlar (Hoggart, 2001: 66).

Çok sayıda akademik çalışma birleşmelerin çeşitli nedenlerini incelemiştir. Ampirik sonuçlar genel olarak bazı birleşme ve ele geçirmelerin piyasa gücü, kar etkinliği veya çeşitlendirme kazançlarında artış beklentilerinden kaynaklandığını desteklemektedir. Öte yandan, firmaları birleşme ve ele geçirmelere iten temel faktörler; teknolojik ilerlemeler, yapısal ve düzenleyici gelişmeler ve aşırı kapasite veya finansal zorluklar olarak ifade edilmektedir. Bu faktörlerle birlikte, küresel finansal piyasaların hızla değişmesi ve bunun sonucunda rekabet baskılarının artması birleşme ve ele geçirmeleri de artırmıştır (Lumpkin, 2000: 7).

Konsolidasyon etkinliği artırabilir ve bazı durumlarda istikrarı geliştirebilir. Fakat bazı riskler de bulunmaktadır. Bu büyük kuruluşlardan birinin batması sistemik istikrarsızlık yaratabilir. Bu bakımdan denetleyicilerin bu büyük kuruluşlar arasındaki finansal ilişkilere dikkatle bakmaları ve uluslararası işbirliğine gitmeleri büyük önem taşımaktadır (Davies, 2000: 3).

Konsolidasyonun bir sonucu da “batmayacak kadar büyük” (too big to fail) düşüncesi üzerinde odaklanma olmuştur. En büyük kuruluşların ölçeği ve karmaşıklığın artması, kriz yönetimini daha zor hale getirmektedir. Büyük bankalar destek beklentisiyle daha fazla risk almaya yönelebilirler. Konsolidasyon süreci dolayısıyla büyük firmaların batmasının sistemik maliyetleri arttığı dikkate alındığında, risk yönetiminin denetiminin geliştirilmesi, daha güçlü altyapı ve daha fazla kamunun aydınlatılması gibi firmalar ve piyasaların şoklara dayanıklılıklarını artırıcı ilave politikalar gerekebilir (Hoggart, 2001: 67).



### 3.5. Fonksiyonel Entegrasyon

Uluslararası finansal piyasalardaki diğer önemli bir gelişme, bankacılık ve menkul kıymet faaliyetlerine ilişkin birleşme eğiliminin artması ve bu suretle ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı arasındaki geleneksel ayrımın aşınmasıdır. Bu iki faaliyet türünün birleşmesi, büyük ölçüde finansal piyasalardaki deregülasyon girişimlerinden kaynaklanmaktadır (Dale, 1997: 3).

Bu çerçevede finans alanında yaşanan hızlı teknolojik gelişmeler, globalleşme, deregülasyon, konsolidasyon ve fonksiyonel entegrasyon finansal düzenleme ve düzenleyici otoritelerin varlığını zorunlu hale getirmiştir.

### 4. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme

Endojen büyüme teorisine göre ekonomik büyümenin iki önemli değişkeni bulunmaktadır:

- Entelektüel sermaye,
- Teknolojik gelişme.

Entelektüel sermaye var olan işgücünün eğitim seviyesinin; bireylerin teknik becerilerinin ve eğitim seviyelerinin artması da üretkenliğin artmasını sağlamaktadır. Teknolojik gelişme ise, bilimsel gelişmeyi, yeni üretim tekniklerinin geliştirilmesini ve yeni ürün ve hizmetlerin ortaya çıkmasını temsil etmektedir. Bu değişkenler bir bütün olarak finansal sistemlerin derinliği, yapısı ve etkinliği üzerinde tesirlidir.

### 5. Finansal Düzenleme

Finans yazını, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Benmelech ve Moskowitz (2007) finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen literatürde Jayaratne ve Strahan (1996), Rajan ve Zingales (2003), Bekaert, Harvey ve Lundblad (2001) ile Levine ve Zervos (1993)'un finansal gelişmenin büyümeyi artırdığını bulguladığını belirtmektedir. Ancak söz konusu yazarlar, özel çıkarların genel kamusal yararların önüne geçmesinin ekonomik büyümeyi sınırlayan en önemli etken olduğunu da belirtmektedir.

Finansal gelişme piyasadaki oyuncuların kendi karar ve davranışlarıyla gelişmemektedir. Bu süreçte düzenleyici ve denetleyici kurumların da önemli katkıları bulunmaktadır. Söz konusu kurumların resmi disiplin çerçevesinin üç unsuru bulunmaktadır; düzenleme, denetim (gözetim) ve yaptırım. Denetim ve yaptırım süreçlerinin etkinliği,

düzenleme sürecinin etkinliği ile ilişkilidir. Bu nedenle, finansal düzenleme süreçlerinin resmi disiplin sürecinde merkezi bir önemi bulunmaktadır. Finansal düzenleme süreçlerinde düzenin sağlanması ve yüksek performansa ulaşılabilmesi için kuralların çok iyi belirlenmesi gerekir. Kurallar; açık ve anlaşılır, basit, öngörülebilir, istikrarlı, genel, tarafsız, adil ve etkin olmalıdır.

Sermaye piyasası hukukunun, sermaye piyasasının işlevinin korunması, etkin bir sermaye piyasasının temini ve yatırımcının korunması şeklindeki amaçlarının gerçekleştirilmesi için, piyasanın da buna uygun olarak yönlendirilmesi, yönetilmesi şarttır. İşte bu noktada belirli yetki ve işlevlere sahip birtakım kurumların varlığı gerekli olmaktadır (Dursun, 2010: 67).

### **5.1. Finansal Ürün ve Sözleşmelerin Farkı**

Finansal piyasaların düzenlenmesinin nedenlerinin temelinde, finansal ürünler, sözleşmeler ve hizmetlerin diğer birçok mal ve hizmetten farklı olması yatmaktadır. Finansal ürün ve sözleşmelerin farkını değerlendirmek için ürünlerin “araştırma”, “deneme” ve “güven” özelliklerinin açıklanması gerekir (Llewellyn, 2000).

**Araştırma** özelliği, satın alma öncesinde düşük bir maliyetle kaliteden emin olunabileceği veya bir garantinin bulunduğu mal ve hizmetlerle ilgilidir. Bu kategori içerisine sık sık satın alınan mal ve hizmetler girmektedir. Bu işlemlerle ilgili belirsizlik çok düşüktür ve tüketici için problemlere neden olmaz.

Deneme mallarında, satın almadan sonra makul bir süre içerisinde, kullanım yoluyla kaliteden maliyetsiz olarak emin olunabilir. Tatiller ve restoranlar bunun örnekleridir. Burada satın alma anındaki belirsizlik, sınırlı olmakla birlikte, araştırma mallarına göre daha yüksektir.

Güven malları ise, kaliteden ancak satın almadan sonra bir maliyetle emin olunabilen mallardır. Bu mal ve hizmetlerin temel özelliği, satın alma değerinin uzun bir zaman dönemine yayılması veya ancak uzun bir zaman geçmesinden sonra ortaya çıkmasıdır. Bu mallar genellikle tüketicinin korunması amacıyla kamu müdahalelerine tabi olmaktadır. Finansal ürünlerin birçoğu bu kategoriye girmekte olup, bu durum düzenleme ve denetim için bir neden oluşturmaktadır. Zira finansal işlemlerin değeri büyük ölçüde satın alma anından sonra finansal kuruluşların davranışları tarafından belirlenmekte ve bu durum, finansal kuruluşları kendi lehlerine, fakat yatırımcının çıkarlarına aykırı davranışlarda bulunmaya yöneltebilmektedir.

Ürünlerin bu özellikleri, tüketicinin satın alma sırasında karşılaştığı işlem maliyetleri konusunu ortaya çıkarmaktadır. Bütün mal ve hizmetlerde satın alma veya

işlemler bazı maliyetleri içermekle birlikte, bu maliyetlerin niteliği ve derecesini farklı mal ve hizmet türlerinin özellikleri belirlemektedir. Genellikle, araştırmadan güven mallarına doğru hareket ettikçe işlem maliyetleri artmaktadır. Bu bakımdan işlem maliyetleri; araştırma maliyetleri (alternatif ürünleri ve bunların uygunluğunu araştırmak için gerekli bilgi maliyetleri), pazarlık ve karar verme maliyetleri (kesin sözleşme şartlarında anlaşmaya ilişkin maliyetler), izleme maliyetleri (bir sözleşmenin nihai değerinin belirlenmesi ile ilgili olduğu ölçüde, sözleşme sonrası davranışların izlenmesine ilişkin maliyetler), denetleme maliyetleri (tarafaların sözleşmeye uymalarını sağlama maliyetleri), doğrulama maliyetleri (ürünün özelliklerinden ve örneğin açıklanan bilgilerin doğru ve tam olup olmadığından emin olma maliyetleri) ve tazmin maliyetleri (sözleşmenin bir şekilde yerine getirilmemesi durumunda tazmine ilişkin maliyetler) olarak ayrılabilir (Llewellyn 2000).

Düzenleme, toplum tarafından değer verilen faaliyetler üzerinde bir kamu kurumu tarafından uygulanan kontrollerdir (Ogus, 1994: 1). Diğer bir tanıma göre ise düzenleme, bir devlet veya uluslararası bir örgütün en azından örtülü onayı ile kimin tarafından konulduğuna bakılmaksızın, piyasaların ve firmaların faaliyet şeklini önemli ölçüde etkileyen bütün kurallardır (Gowland, 1990: 8). Nihai analizde düzenleme, düzenlenen kuruluşların davranışlarını değiştirmeye ilgili bir husustur.

## 5.2. Finansal Düzenlemenin Amaçları

Finansal ürünlerin kamusal mal niteliği gösteren önemi, düzenlemenin yapılış ve uygulama biçiminde kendini ortaya koymaktadır.

Finansal düzenlemenin amaçları tarihsel olarak ülkeden ülkeye ve sektörden sektöre değişiklik göstermiştir. Bugün genel kabul edilen yaklaşıma göre, finansal düzenlemenin üç amacı bulunmaktadır:

- Finansal yeterlik: Bir kuruluşun finansal yetersizliği durumunda yatırımcıları korumak amacıyla münferit kuruluşların finansal güvenliği ve sağlamlığını kapsamaktadır.
- Finansal davranış: Piyasadaki yanlış davranışlar, bilgi asimetrisi ve finansal kuruluşların müşterileriyle diğer iş ilişkileri üzerinde yoğunlaşmaktadır.
- Sistemik istikrar: Bir bütün olarak finansal sistemin güvenliği ile ödemeler sisteminin güvenilirliği ve bütünlüğünü sağlamayı ifade etmektedir (Llewellyn 2000).

Başlangıçtan beri, finansal kuruluşların finansal sektör içerisinde belirgin bir rolü vardır. Bu kuruluşların faaliyetlerinin tamamı belli kurallar ile sınırlandırılmıştır. Buna ilave olarak, düzenleyiciler tarafından tasdik edilen faaliyetler için önemli kontroller de söz konusudur (Santomero ve Babbel, 2001: 467). Finansal kuruluşların finansal yeterlik düzenlemesi ve denetiminin nedeni, tüketicilerin uygulamada finansal kuruluşların güvenliği ve sağlamlığını değerlendirecek durumda olmamalarıdır. Tüketicilerin yetersiz bilgisi, finansal kuruluşların faaliyetleri ile ilgili vekâlet sorunları ve işlem yapıldıktan sonra finansal kuruluşun davranışının tüketicilerin varlıklarının değerini etkilemesi nedenleriyle finansal yeterlik düzenlemesi gerekli olmaktadır (Llewellyn 2000). Finansal yeterlik düzenlemesi esas olarak finansal kuruluşların sermaye yeterliği ve iç kontrolleri üzerinde odaklanmaktadır. Finansal yeterlik düzenlemesi iflas olasılığını minimize etmeyi amaçlamakta, fakat piyasa ekonomisinde bütün iflasları önleyememektedir. Yeterli bir finansal yeterlik düzenlemesi, sistemik istikrara da önemli bir katkı sağlamalıdır (Kremers, Kroes ve Schoenmaker, 2000: 38–40).

Finansal davranış düzenlemesi ve denetimi, bir finansal kuruluş ile müşterileri arasındaki ilişki üzerinde odaklanmaktadır. Finansal piyasalarda tüketicinin korunması, diğer alanlarda olduğundan daha önemlidir. Zira riske atılan para miktarı ile müvekkil-vekil çıkar çatışması genel olarak diğer alanlara göre daha yüksektir. Buna ilave olarak, sunulan hizmetin niteliğinden doğan, müşterinin parasının tutulması ile finansal hizmetlerdeki gizlilik de hile ihtimalini artırmaktadır (Goodhart ve diğerleri, 1998: 7). Bu çerçevede finansal davranış düzenlemesini, zorunlu kamuyu aydınlatma, firmaların ve çalışanlarının dürüstlüğü, finansal kuruluşların yeterlik düzeyi, dürüst işlem kuralları, finansal ürünlerin pazarlanma şekli gibi müşterilerle işlem yaparken uygun davranış ve iş uygulamalarına ilişkin kural ve ilkeler oluşturmaktadır (Llewellyn 2000). Finansal davranış düzenlemesi ayrıca müvekkil-vekil problemlerini minimize etmek amacıyla ilkeler de belirleyebilir (Goodhart ve diğerleri, 1998: 44–45).

Ekonomide tam rekabetçi bir ortama ulaşmanın sağlanarak, sistem için gerekli bilgi akımının fiyatlarla sağlanabilmesi için bireylerin tercihleri hakkında gerçeğe uygun bilgi vermelerini sağlayacak ve yatırımcıya gerekli tüm bilgileri aktaracak düzenleme mekanizmasına ihtiyaç vardır. Piyasa ekonomisinin ve toplumsal yaşamın hassas sektörleri olarak nitelenen alanlardan biri olan mali piyasaların işleminde düzenleme daima önemli bir unsur olmuştur. Bu çerçevede mali piyasalara ilişkin düzenleme gerekliliği ön plana çıkararak bu düzenlemeyi sağlayacak, düzenleyici ve denetleyici işlevleri üstlenecek olan kuruluşların yapıları, yetkileri, ekonomiye sağladıkları yararlar veya neden olabilecekleri ilave maliyetler yoğun araştırmalara konu olmuştur (Eser, 2001: 2). Sistemik istikrar, bir bütün olarak finansal sistem üzerinde odaklanarak, finansal sistemi bir finansal kuruluş veya sektördeki problemlerden kaynaklanan baskıdan korumayı amaçlamaktadır (Kremers, Kroes ve Schoenmaker, 2000: 163). Sistemik düzenleme, bir finansal kuruluşun zor duruma düşmesinin sosyal maliyetlerinin özel maliyetlerden daha fazla olduğu zaman

gerekli olmaktadır. Özellikle bankalar, gerek varlıklarının büyük bir kısmının kolay pazarlanamaz oluşu ve gerekse paniğin pazarlanabilir varlıkların cari değerini düşürmesi nedeniyle, mali bakımdan yeterli bir bankayı zor duruma düşürebilen bulaşma etkilerine sahip hücumlara maruz kalmaları dolayısıyla, sistemik bakımdan önem taşımaktadırlar (Goodhart ve diğerleri, 1998: 10–12). Öte yandan, banka yöneticileri ve ortakları, banka başarısız olursa zarar etme riskinin sorumluluğunu üstlenmekte, fakat ekonomiye potansiyel dışsal maliyetlerinin sorumluluğunu almamaktadırlar. Bu nedenle bankalar daha büyük riskler alma eğilimi içinde olabilirler. Düzenleme, bu potansiyel aşırı risk almaya karşı hareket etmeyi amaçlamaktadır (Davies, 2000: 3).

### 5.3. Ekonomik Refah Artışında Düzenleme Etkinliğinin Rolü

Buraya kadar finansal hizmetlere yönelik düzenlemenin önemi ve düzenlemenin amaçları üzerinde duruldu. Burada ise, düzenleme ve ekonomik refah artışı arasındaki ilişki değerlendirilecektir.

#### 5.3.1. Ekonomik Refah Artışı ve Farklı Finansal Sistemler

Ekonomilerin kalkınma süreçlerinde banka bazlı finansal sistemlerin mi, sermaye piyasası bazlı finansal sistemlerin mi daha etkili olduğu finans yazınında tartışılan bir konudur. Bu bağlamda, Almanya ve Japonya banka bazlı sistemde, ABD ve İngiltere’de sermaye piyasası bazlı sistemde ön plana çıkmaktadır. Levine (2001: 1,4) ise, sadece bu dört ülkeye bakılarak bir sonuca ulaşılmasının güç olduğunu çünkü söz konusu ülkelerin benzer uzun dönemli büyüme oranlarına sahip olduğunu belirtmektedir. Hangi finansal sistemin tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi sürecinde daha etkili olduğu tartışmasına burada girilmemekle birlikte, bu tartışmanın konumuz açısından önemli olan yönü “üçüncü yolun” ortaya konmasıdır.

Banka bazlı ve sermaye piyasası bazlı finansal sistemleri savunan görüşlerin yanında, Merton ve Bodie (1995) ve Levine (1997) tarafından geliştirilen finansal hizmetler görüşüne göre söz konusu ayrımın önemi azalmaktadır. Buna göre, finansal sistemin gelişmesini ve kalkınma süreçlerini etkileyen temel mesele banka ve sermaye piyasası tartışması değildir. Mesele, finansal araçların ve piyasaların nitelikli finansal hizmetler sunmasını sağlayacak çevrenin yaratılabilmesidir. Diğer bir deyişle, hem bankacılık, hem de sermaye piyasası kurumlarının etkin olarak çalışmasını sağlayacak hukuksal ve ekonomik zemin başarıyı belirleyecektir. Hukuk ve Finans başlığı altında görüşlerini ortaya koyan, La Porta ve diğerleri (2000: 19), büyümeyi teşvik eden bir finansal sistemi yaratacak hukuksal sistemin önemine işaret etmektedir.

Levine (2001: 1-4) tarafından yapılan analizlerin sonucunda finansal hizmetler görüşü ön plana çıkmıştır. Bu sonuçlara göre, banka bazlı ya da sermaye piyasası bazlı

sistemlerin tek başına büyümeyi teşvik ettiğini ve yatırımcı haklarını koruduğunu söylemek güçtür. Diğer yandan, her ülkenin kalkınma sürecinde kendine özgü unsurların bulunduğunu değerlendirmemiz de gereklidir. Örneğin, Allen, Qian ve Qian (2002: 2)'nin da belirttiği gibi Çin'in hem finansal, hem de hukuksal sistemi benzerlerine göre az gelişmiştir, ancak dünya dengelerini sarsan bir hızla da kalkınmasını sürdürmektedir.

Dolayısıyla, banka ve sermaye piyasası bazlı finansal sistemlerin sağlam bir altyapı ile desteklenmesi büyüme-istikrar süreçlerinde ön koşul olarak görünmektedir. Bu altyapıyı; finansal kurumlar, piyasa, finansal araçlar ve hukukun mevcut olduğu bir çevre olarak düşünmek gereklidir. Bu çevreye yönelik temel beklenti mülkiyet haklarının etkili biçimde korunmasıdır.

### **5.3.2. Ekonomik Refah Artışı ve Hukuksal-Finansal Altyapının Geliştirilmesi**

Finansal sözleşmeler, düzenleyici kurumlar ve finansal gelişme açısından değerlendirildiğinde karşımıza, hukuk ve finans teorisi çıkmaktadır. Bu teoriye göre özel mülkiyet haklarının korunduğu, tarafların arasında sözleşmelerden doğan koşulların desteklendiği ve yatırımcıların haklarının korunduğu ekonomilerde, tasarruf sahipleri şirketler kesimine fon aktarımına çok daha fazla katılmakta ve finansal piyasalar da bu nedenle çok daha fazla gelişmektedir (Beck ve Levine, 2005: 31).

Yatırımcı haklarının etkin bir şekilde korunmasının, kurumsal finansmanı ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi artıran bir finansal gelişmeyi desteklediği literatürde ortaya konulmuş bir görüştür (Rajan ve Zingales, 2003: 45).

Finansal gelişmeye yönelik hukuk teorilerine bakıldığında hukuki otoritelerin (legal institutions) kurumsal finansman ve finansal gelişme üzerinde etkisi olduğunun ortaya koyulduğu görülmektedir. 1976'da Lensen ve Meckling tarafından, düzenlemeler ve yargı erkinin bu düzenlemeleri uygulatma gücünün ve yaptırımlarının finans piyasalarında karşılıklı sözleşmelerin oluşumunda büyük etkisi olduğu ortaya konulmuştur. Finansal gelişmeye yönelik hukuk teorileri bu kapsamda bir ülkedeki;

Sözleşme hukuku,

Şirketler hukuku,

İflas hukuku,

Menkul kıymet hukuku,

konularında etkin düzenlemelerin varlığı ile bu düzenlemelere uyumun sağlanması ve bu kapsamda yaptırımların uygulanmasının menkul kıymet sahiplerinin haklarının

belirlenmesi ve sonuç olarak finansal sistemin çalışması üzerinde etkisi olduğu da ortaya konulmuştur (Beck ve Levine, 2005: 3–4).

Bu çıkarımlar kurumsal iktisat kapsamında incelendiğinde ise, yukarıda zikredilen düzenlemeleri yürürlüğe sokan ve bu düzenlemelere uyumu sağlayan ve yatırımlar uygulayan düzenleyici kurumların varlığında, piyasa katılımcılarının karşı tarafla problemini çözmeye yönelik farklı ve karmaşık sözleşmeler ve işlemler gerçekleştirmeye daha çok istekli oldukları, bunun da finansal gelişmeyi desteklediği görülmektedir (Beck ve Levine, 2005: 4).

Konu hakkında yapılan son çalışmalara göre, hukuki düzenleyici kuruluşların varlığının etkin firma ve sermaye değerlemesinde önemli etkisi olduğu ortaya konulmuştur. Bunlara göre; yatırımcı haklarının korunmasına yönelik düzenlemelerin kurumsal değerlemelere katkısı olduğu, yatırımcıları korumaya yönelik kanun ve düzenlemelerin kurumsal yönetim üzerinde önemli etkisi olmasından dolayı, bunun da menkul kıymet fiyatları ve temettü politikaları üzerinde önemli etkileri olduğu ortaya konulmaktadır (Beck ve Levine, 2005: 25). Yapılan deneye dayalı çalışma sonuçlarına göre, yatırımcı haklarının korunmasına yönelik etkin düzenlemelerin bulunduğu ülkelerde firmaların elde ettikleri karları daha fazla yatırıma yönelttikleri görülmüştür (Johnson, McMillan ve Woodruff, 2002: 1335). Yatırımcı haklarının daha etkin korunması, fon sahiplerinin şirketler kesimine yaptıkları yatırımlara daha çok güven duymalarını sağlamakta ve sonuç olarak finansal gelişme ve ekonomik büyümeye yatırımların daha etkin bir şekilde yönlendirilmesini sağlamaktadır.

Bunun yanı sıra, mülkiyet haklarının daha etkin kurullarla korunduğu ülkelerde şirketlerin daha büyük ve etkin ölçeklerde çalıştıkları da görülmektedir (Beck, Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç, 2003: 3).

Sermaye piyasası kuruluşları, sermaye piyasalarında, borsalarda oluşabilecek her türlü asimetrik bilgi ve ahlaki tehlikeden kaynaklanan piyasa başarısızlıklarını önlemek için gerekli her türlü gözetim ve denetim yapma yetkisine sahiptir (Fabozzi ve Modigliani, 2004: 19). Yatırımcılar ve ihraççılar, sermaye piyasası kurallarına uygun ve risk analizi içeren fon arz ve talebinde bulunmak, piyasadaki gelişmeleri takip etmek ve buna göre gerekli tedbirleri alabilmek açısından sermaye piyasası kurumlarının varlığına ve yardımına ihtiyaç duyarlar (Tekinalp, 1982: 78–79). Hukuki düzenleme ve düzenleyici kurumların varlığı özel olarak hisse senetleri piyasalarının etkinliği açısından değerlendirildiğinde, pay sahiplerinin haklarının etkin olarak korunmadığı ülkelerde hisse senetlerinin fiyatlarının birlikte hareket ettikleri, diğer bir ifade ile şirket bazında etkin bilgiye ulaşılamadığı ortaya konulmuştur.

Hukuki otoritelerin varlığı, finansal sistem içinde sektörler arasında etkin fon aktarımının sağlanmasında önemli etkiye sahiptir. Küçük ve yabancı yatırımcıların

haklarını koruyan etkin hukuki otoritelerin varlığında fon aktarımı büyüme potansiyeli olan şirketlere yönelmekte, düşüş içindeki firmalardan ise uzaklaşmakta sonuç olarak da etkin işleyen hukuki sistem finansal sistemin etkin fon aktarmasını sağlamaktadır.

Aynı şekilde, Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç'e göre (1998: 22) yabancı yatırımcıları koruyan etkin hukuki sistemlerinin var olduğu ülkelerde daha hızlı büyüme potansiyeli olan şirketlere daha etkin ve daha çok fon aktarıldığı görülmüştür.

Hukuk ve finans teorisi sonuç olarak göstermektedir ki, özellikle yatırımcı haklarının etkin olarak korunduğu ve bunu sağlayan hukuki düzenleme ve otoritelerin var olduğu ülkelerde finansal gelişme daha etkin bir şekilde sağlanmakta ve fon aktarım mekanizması daha etkin çalışmaktadır. Ekonomik refahın artması sürecinde hukuksal ve finansal gelişmişliğin ön plana çıkması gelişmekte olan ülkeler açısından ayrı bir öneme sahiptir.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun (BDDK) 2000–2001 krizi sonrasında ortaya koyduğu performans da dikkate alındığında, hem sermaye piyasalarında hem de bankacılık sektöründeki düzenleme, denetim ve yaptırım kalitesinin artmasının, söz konusu sektörlerin ekonomik refah artışına ve istikrara olan katkılarını artırdığı sonucuna ulaşılmaktadır.

#### **5.4. Finansal Kriz ve Sermaye Piyasalarının Düzenleme Etkinliğinin Önemi**

Mishkin (2001: 2) finansal krizi, ters seçim ve ahlaki risk sorunlarının daha da ağırlaştığı ve dolayısıyla finansal piyasaların kaynakları yatırım fırsatlarına daha etkin olarak yönlendiremediği finansal piyasalardaki bozulma olarak tanımlamaktadır.

Hem Post Keynesçiler, hem de Yeni Keynesçiler, kapitalizmin doğasında istikrarsızlık bulunduğunu ve bu istikrarsızlığın endojen olarak ekonomideki birçok parametre tarafından belirlendiğini savunurlar. Örneğin, Minsky Keynesci iktisadın en önemli özelliklerinden birinin ekonomide kalıcı bir dengesizliğin kabulü olduğunu belirtir. Özellikle para arzının endojenliği varsayımının kabulü ile Post Keynesyen teoride krizler daha da içselleşmektedir (Karabulut, 2002: 14–29).

Finansal kriz genellikle bankacılık sektöründe ortaya çıkan risklerin bir uzantısı olarak ortaya çıksa da, önemli bir finansal veya finansal olmayan şirketin iflası, siyasi istikrarsızlık ve sermaye piyasalarının çökmesi de finansal piyasalardaki belirsizliği hızla artırarak finansal krizin koşullarını hazırlayabilir (Mishkin, 1997: 64). Sermaye piyasalarının ekonomide oynadığı rolün gelişmesi, sermaye piyasalarının etkili olduğu finansal krizleri gündeme getirmektedir. İlk olarak 1929 buhranında tecrübe edilen bu olgu, finans sermayesinin ticaret sermayesinden çok daha hızlı büyüdüğü 1970'ler



sonrasının dünyasında tekrar önem kazanmaya başlamıştır. 1997 Asya krizi ve Rusya, Brezilya, Arjantin, Meksika ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan krizler ile halen tüm dünyada etkisini hissettiren küresel ekonomik kriz de bu tehdidin devam ettiğini teyit etmiştir.

Günümüzde sermaye piyasalarının belli bir olgunluğa ulaştığını kabul etmek yanlış olmamakla birlikte, ülkemiz finansal sisteminin sermaye piyasalarından kaynaklanan tehditlerle karşı karşıya olduğunun altı çizilmelidir. Ülkemiz finansal piyasalarının karşı karşıya olduğu büyük çaptaki sıcak para akımlarının yol açabileceği etkiler bunlardan birisidir. Ülkemiz finans yazınında krizler ve mevcut durum bağlamında ayrıntılı incelenmiş bir konu olarak sıcak para akımlarının yönetilmesi düzenleyici otorite olarak SPK ve BDDK'nın sorumluluk sahasındadır. Bu nedenle, düzenleyici ve denetleyici kurumlar olarak bu konuda başarı göstermeleri büyük önem taşımaktadır.

### 5.5. Özerk Kurumların Düzenleme Sürecinin Etkinliğine Katkıları

Finansal düzenleme ve denetim, dünyada genellikle özerk kurumlar tarafından yürütülmektedir.

Kurumlar bir toplumda oyunun kurallarıdır; daha resmi bir dille, onlar insanların karşılıklı etkileşimlerini şekillendiren, insanlarca tasarlanmış sınırlayıcı kurallardır. Sonuç olarak politik, toplumsal, ekonomik bağlamda alışverişi teşvik eden unsurları yapılandıırır (North, 1997: 2). Kamu hukuku ve yönetim bilimi günümüzde hızlı bir değişim geçirmektedir. Bu değişim kamu yönetiminde yeni yapılanmalara yol açmış ve “özerk kurum” adı verilen yeni kamu kurumları ortaya çıkmıştır. Kara Avrupası ülkelerinde bu tür kurumların ilk örnekleri iletişim, sermaye piyasası ve rekabetin korunması gibi ekonominin ve genel olarak kamusal yaşamın hassas sektörleri denilen alanlarda 1970’li yıllarda ortaya çıkmaya başlamıştır. Oysa bu tür kuruluşlar Anglosakson sisteminde çok eski tarihlerde görülmektedir. Zaten Kara Avrupası ülkelerinde özerk kurumların Anglosakson sistemindeki örneklerden esinlenerek oluşturuldukları da kabul edilmektedir. Özerk kurumların Anglosakson sisteminde çok daha eski tarihlerde ortaya çıkması ve gelişme göstermesi bu ülkelerin hukuk ve idare sistemlerinin özelliği ile yakından ilişkilidir.

Özerk kurumların kamu yönetimi sistemi içinde en yaygın bir biçimde yer aldığı ülke ABD’dir. Bu ülkede 100 civarında özerk kurum olmasına karşın, bunların 7 tanesi iş yaşamının düzenlenmesi açısından oldukça önemlidir. ABD’de özerk düzenleyici kurumların kurulma ve yaygınlaşmasının arka planında, ABD’nin federal yapısı nedeniyle tüm ülkeyi ilgilendiren, özellikle ekonomik konularda federal bir örgüt yaratma çabası; Başkan ile Kongre arasındaki güç ve yetki çekişmesi nedeniyle Kongre’nin Başkanın görev ve yetkilerini, özellikle ekonomik alandakilerini özerk kurumlar yaratarak

sınırlamak istemesi; 1929 krizine Avrupa devletleştirme yoluyla tepki verirken, ABD'nin buna düzenleyici kurumlar yoluyla sistemi düzenlemek yöntemiyle tepki vermesi yatmaktadır. Avrupa'da ise özerk düzenleyici kurumlar özelleştirmenin yaygınlaştığı 1980'li yıllarda ortaya çıkmaya başlamıştır.

Özerk kurumların ortaya çıkıp gelişimi ile geniş anlamda özelleştirme uygulamalarının başlaması ve ekonomide “devletçi” politikaların yerini “düzenlenmiş piyasa ekonomisi”nin alması arasında paralellik gözlenmektedir. Bu nedenledir ki, geniş anlamda özelleştirme olarak algılanan “devlet düzenlemelerinin azalması” hareketinin boş bıraktığı alanların özerk kurumlar tarafından doldurulduğu kabul edilmektedir. Nitekim elektrik ve telekomünikasyon gibi özelleştirilen sektörlerde özel girişim yanında kamunun da işletici olarak faaliyetini sürdürmesi karşısında, devletin hem yargıç hem de taraf olamayacağı gerekçesiyle “işletici” ve “düzenleyici” ayrımı yapılması gereği ortaya çıkmıştır.

Günümüzde özerk kurum kurmanın en önemli gerekçelerinden birisi, uzmanlığı ve hesap verebilirliği olan bir kurum yaratmak olarak ifade edilmektedir. Uzmanlığı olan bir kurum yaratmanın nedeni, hızla değişen ve teknik olarak karmaşıklaşan alanlarda, piyasalarda ve işlerde kamunun duyarlılığını ve etkinliğini artırmaktır. Özerk kurum modeli, kamu yönetiminde hesap verebilirliği de iyileştirmesi gereken bir modeldir. Hesap verebilirlik, özerk kurumun olabildiğince şeffaflaşması ve her kesimden gelen eleştiriye açık olması ile sağlanır.

Tek bir özerk kurum modeli mevcut değildir, çünkü hem izlenen amacı hem de ilgili sektörleri dikkate almak gerekmektedir. Eğer idarenin denetimine önem veriliyorsa, ihdas edilen organ idarenin yapısal denetim sisteminin yokluğunu veya yetersizliğini telafi etmek zorunda olacaktır. Bu halde organ yargısal nitelikli olacak ve yetkileri bu görevin gerçekleşmesi amacıyla düzenlenecektir. Eğer önemli olan, yönetilenleri idari işleyiş bozuklukları veya keyfîlik risklerine karşı korumak ise, organ çok hafif bir yapıyla donatılacak ve nadiren kurul şeklinde düzenlenecektir, çünkü amaç başvuruları hızlı bir şekilde sonuçlandırmak olduğundan denetim ve emir verme yetkileri üzerinde durmak gerekecektir. Amacın yanı sıra ilgili sektör de özerk kuruma verilecek rolü belirleyecektir. Şu anda en sıklıkla öngörülen alanlar, öncelikle bu otoritelerin geleneksel anlayışına uygun düşen kamu özgürlükleri olup, daha sonra özellikle ekonomik ve mali sektör ve son olarak da politik yaşamın ahlakileştirilmesidir (Şener, 2012).

Özerk kurumlar genel olarak kabul görmeye birlikte, teorik ve uygulamaya yönelik bazı eleştirilere de konu olmaktadır. Özerk kurumların düzenledikleri gruplardan büyük ölçüde etkilendikleri, politik çekişmeler arasında kaldıkları, etkin olmadıkları, kamu çıkarı için uygun bir bakış açısı geliştiremedikleri ve bu nedenle ekonomik düzenlemenin demokratik araçları olarak yeterli şekilde işlemedikleri ileri sürülmektedir. Özerk kurumların eleştirileri idari yetersizliklerini de vurgulamıştır. Özerk

kurumların faaliyetlerini yeterli düzeyde planlamadıkları ve düzenleyici politikalarını idari birimlerin temel ekonomik politikaları ile koordine etmedikleri belirtilmektedir. Bu eleştiriler, komisyon şeklindeki düzenlemenin organizasyonel avantajlarını azaltmakta ve ulusal ekonomik politika çerçevesinde düzenleyici politikaların idari bütünleşmesinin önemini vurgulamaktadır (Özçam, 2002: 86).

Düzenlemelerin, finansal kuruluşların faaliyetlerinin temel bir bölümünü teşkil eden “risk alma”yı durdurma amacına yönelik olmaması gerekir. Risk alma finansal piyasaların ve ekonominin tamamının etkili bir şekilde faaliyet göstermesi için önemlidir. Fakat düzenleyiciler için kural dışı risk almaktan caydırmak bir gerekliliktir. Buradaki zorluk, neyin aşırı neyin aşırı olmadığını belirlemektir. Fazla riskli uygulamaları tespit etmeye yönelik düzenlemeler, finansal sistemin çalışmasında önem taşıyan risk alma faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir. Herhangi bir düzenleyici çerçeve, finansal sisteminin etkinliğine ve finansal aracılık maliyetine yönelik tesirleri hususunda değerlendirilmeye tabi tutulmalıdır (Pawley, Winstone ve Bentley, 1991: 236–237). Finansal düzenlemelere ilişkin, bazı sınırların çizilmesi kesinlikle gereklidir. Bu sınırların tespitinde, düzenlemek istediğiniz finansal faaliyetin kapsamının ve düzenleme amacının tam olarak belirlenmesi anahtar rol oynar. Hatta düzenleyiciler ve yasa koyucular arasında dahi bu noktada karışıklıkların ortaya çıktığı bir gerçektir (Dalhuisen, 2003: 35).

## 6. Sonuç

Finansal sistemin etkin olarak işleminin ekonomilerin büyüme, kalkınma ve istikrar süreçlerinde ve hatta daha adil gelir dağılımına ulaşmada olumlu etkileri söz konusudur. Bu sebeple para ve sermaye piyasalarını içeren mali piyasanın iyi işlemesi, bu piyasada faaliyet gösteren kurumların denetimi, bu piyasanın düzenlenmesi büyük önem arz etmektedir. Finansal sistemin etkinliğini artırıcı nitelikteki düzenlemeler bu piyasaların gelişimini ve derinliğini olumlu yönde etkileyecek, buna bağlı olarak araç çeşitliliğindeki artış ve işlem maliyetlerindeki düşüş yoluyla da tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesini kolaylaştıracaktır.

Yeterli ve etkin düzenleme ve denetimin olmaması durumunda, finansal kuruluşların aşırı risk alma eğilimleri artabileceğinden, buna paralel olarak finansal sistemin riskliliği de artabilecektir. Çeşitli mekanizmalar ile bireysel risklerin azaltılması ya da bertaraf edilmesi yönetilmesi gereken bir unsur olarak sistemik risklerin varlığını ortadan kaldırmamaktadır. Bu sebeple her ülkenin kendine has düzenleme ihtiyacının yanı sıra küreselleşmenin artan düzeyi nedeniyle de düzenleyici otoriteler arasında uluslararası işbirliği ve ortak standartlar belirleme ihtiyacı giderek artmaktadır. Günümüzün düzenleme ve gözetim mekanizmalarının odak noktası, piyasalardan kurumlara yönelmiş ve böylece sistemin güvenlik içinde gelişimi amaçlanmıştır.

Düzenlemeler kamu otoritesinin elinde bir güç ve siyasi araç olarak kullanılmamalı ve hatta sistem buna izin vermeyecek şekilde tasarlanmalı; düzenleme ve denetim fonksiyonlarını icra edecek birimler bağımsız olmalıdır. Düzenleme ve gözetime yaklaşım, piyasaları teşvik eden, açıklık ve güven içinde çalışmasını sağlayan, sistemik riskleri minimize etmeyi hedefleyen değerler içermelidir. Düzenlemelerde, politika yapıcıların ve regülasyon kurumlarının düzenleme amaçlarını açıkça tanımlamaları, sınırlarını belirlemeleri ve bu sınırları piyasa aksaklıklarını giderme hedefine dayandırmaları önemlidir.

Kurumsal regülasyon ihtiyacı, modern dünya sisteminin küresel piyasa olgusu ve riskleri karşısında güvenli bir liman arayışlarının belli başlı duraklarından biridir. Ülkemizde Anayasa'nın 167'inci maddesinde yer alan devletin para, kredi ve sermaye piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlenmesini sağlayıcı ve geliştirici tedbirler alacağı, piyasalarda fiili veya anlaşma sonucu doğacak tekelleşme ve kartelleşmeyi önleyeceği hükmüne paralel olarak, para, kredi ve sermaye piyasaları BDDK ve SPK'nın denetleme ve düzenlenmesine tabi kılınmıştır. Dünya genelinde kendini hissettiren son ekonomik krizlerden daha az etkilenmiş olmamızda bu iki kurumun varlıklarının ve ifa ettikleri denetleme ve düzenleme fonksiyonunun etkisi inkâr edilemez.

### **Kaynakça**

- Allen, F., J. Qian, M. Qian (2002), *Law, Finance, and Economic Growth in China*, Wharton Financial Institutions Center, (No. 02-44).
- Alp, A., F. Oğuz (2011), *Yeni Finansal Düzen*, İstanbul: Doğan Kitap.
- Beakaert, G., C. Harvey, C. Lundblad (2001), "Does Financial Liberalization Spur Growth?", Duke University, *Working Paper*.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimoviç (2003), "Financial and Legal Institutions and Firm Size", World Bank, *Policy Research Working Paper*, 2997.
- Beck, T., R. Levine (2005), *Legal Institutions and Financial Development*, Handbook of New Institutional Economics.
- Benmelech, E., T. Moskowitz (2007), "The Political Economy of Financial Regulation: Evidence from U.S. State Usury Laws in the 18th and 19th Century", (March 2006), AFA 2007, Chicago, *Meetings Paper*.
- Bromley, D. (1993), "Institutional Economics Revisted", *American Journal of Agricultural Economics*.
- Dale, R. (1997), *Risk and Regulation in Global Securities Markets*, John Wiley and Sons Ltd.
- Dalhuisen, J. (2003), "Towards a Single European Capital Market and a Workable System of Regulation", *Financial Markets in Europe: Towards a Single Regulator?*, Ed. Mads ANDENAS, Yannis AVGERINOS, *Kluwer Law International*.

- Davies, H. (2000), “Challenges in the Changing Financial Markets”, *FSA Speech in Tokyo*, 02.10.2000, <<http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/2000/sp58.shtml>>, 24.07.2012.
- Demir, Ö. (1996), *Kurumcu İktisat*, Vadi Yayınları.
- Demirgüç-Kunt, A., V. Maksimoviç (1998), “Law, Finance and Firm Growth”, *Journal of Finance*.
- Dursun, S. (2010), *Sermaye Piyasasında Gerçeğe Aykırılıktan Doğan Suçlar*, Oniki Levha Yayıncılık.
- Eichner, A. (1987), “Prices and Pricing”, *Journal of Economic Issues*, Vol. XXI, No.4: 1555–1584.
- Eser, R. (2001), “Finansal Piyasalarda Düzenleme ve Sermaye Piyasasında Düzenleyici Kurumlar”, *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*.
- Fabozzi, F., F. Modigliani (2004), *Capital Markets Institutions and Instruments*, Prentice Hall.
- Fisher S. (1997), “Financial System Soundness”, *Finance and Development*.
- Gaa C., S. Lumpkin, R. Ogrodnik, P. Thurlow (2001), “Future Prospects for National Financial Markets and Trading Centers”, *Bank of Canada Working Paper*, 2001/10.
- Gowland, D. (1990), *The Regulation of Financial Markets in the 1990s*, Edward Elgar Publishing Limited.
- Goodhart, C. vd. (1998), *Financial Regulation- Why, How and Where Now?*, Routledge.
- Hoggath, G. (2001), “Consolidation and Crises Management”, *Financial Regulator*, Vol. 6, No: 3.
- Horne, J. (1978), *Financial Market Rates and Flows*, Englewood Cliffs.
- Jayaratne, J., P. Strahan (1996), “The Finance-Growth Nexus: Evidence from BankBranch Deregulation”, *Quarterly Journal of Economics*, 110.
- Johnson, S., J. Mcmillan, C. Woodruff (2002), “Property Rights and Finance”, *American Economic Review*, 92.
- Karabulut, G. (2002), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Der Yayınları, Yayın No: 328.
- Kremers, J., R. Kroes, D. Schoenmaker (2000), “Reforming Financial Supervision: Experience from the Netherlands”, *Financial Market Trends*, OECD, No. 75.
- La Porta, R. vd. (2000), “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58.
- Levine, R., S. Zervos (1993), “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*, 88
- Levine, R. (1997), “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, 35.
- Levine, R. (2001), *Bank-Based or Market-Based Financial System: Which is Better?*, University of Minnesota.
- Llewellyn D. (2000), “Some Lessons for Bank Regulation from Recent Crisis”, *De Nederlandsche Bank Staff Reports*, No: 51.
- Lumpkin, S. (2000), “Mergers and Acquisitions in the Financial Services Sector”, *Financial Market Trends*, OECD, No. 75.

- Merton, R., Z. Bodie (1995), "A Conceptual Framework For Analyzing The Financial Enviroment", *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Ed. Dwight B. Crane ve diğerleri, Harvard Business School Pres.
- Mishkin, F. (1995), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 4. Baskı, Harper Collins College Puplishers.
- Mishkin, F. (1997), "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers, Maintaining Financial Stability in a Global Economy", Ed. Hakkio, C., Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Mishkin, F. (2001), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", *NBER Working Papers*, (No. 8087).
- Mishkin, F., S. Eakins (2006), *Financial Markets and Institutions*, Pearson International Edition.
- North D. (1997), "The Contribution of the New Institutional Economics to and Understanding of the Transition Problem", *UNU/WIDER 1997 Annual Lecture*.
- Ogus, A. (1994), *Regulation, Legal Form and Economic Theory*, Oxford University Pres.
- Oruç, B. (2002), "Finansal Sistemlerin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri - Türk Sermaye Piyasaları", Sermaye Piyasası Kurulu *Yeterlik Etüdü*.
- Özçam, F. (2002), "Finansal Piyasaların Düzenlenmesi ve Denetiminde Yeni Yaklaşımlar ve Türkiye İçin Değerlendirmeler", Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı *Doktora Tezi*.
- Parrenas, J., K. Waller, N. Sinsiri (2005), *Developing Bond Markets In APEC: Towards Greater Public-Private Sector Regional Partnership*, ISEAS.
- Pawley, M., D. Winsone, P. Bentley (1991), *UK Financial Institions and Market*, MacMillan.
- Rajan, R., L. Zingales (2003), "The Great Reversals: The Politics of Financial Developments in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics*, 69.
- Rodrik, D. (2011), *Akıllı Küreselleşme*, Efil Yayınevi.
- Rodrik, D. (2000), "Institutions for High Quality of Grovth: What They Are and How To Acquire Them", *Studies in Comparative International Development*, Fall 2000, Vol. 35 (3).
- Santomero, A., D. Babbel (2001), *Financial Markets, Instruments and Instutions*, McGraw-Hill.
- Segal, J. (2000), "Trends in the Regulation of Financial Markets and Their Participants-A Regulator's Perspective", *ISDA/AFMA Conference in Sydney*, ASIC.
- Şener, A. (2012), "Siyasetname, Siyaset Gerçeği ve İdeal Siyaset", *Vergi Sorunları Dergisi*, Sayı: 286.
- Tekinalp, Ü. (1982), *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar, Yayın No: 4.
- Van Den Berghe, L. (2001), "Convergence in the Financial Services Industry", *Insurance Regulation, Liberalisation and Financial Convergence*, OECD.