

EUROBOND VE SERMAYE PİYASASININ TAMAMLAŞMASI *

Morris MENDELSON **

Çeviren :
Ass. Dr. Cüneyt BİNATLI

Eurobond, uluslararası menkul kıymet akımı ile birlikte uluslararası bir piyasanın meydana gelmesidir. Mali alanda Eurobond piyasası başlıbaşına bir kuvvet haline gelmiş ve zamanla denetimi gerekmiştir. Bu yazımızda bu konular ele alınmaktadır.

Eurobond piyasası ve onunla yakından ilişkisi olan Eurodollar piyasası, birinci ve ikinci bölümlerde kısa bir şekilde ele alınmış, üçüncü bölümde gelirlerin toplanması incelenmiştir. Bunu izleyen iki bölümde de birleştirici gücün sınırı ele alınmakta, ilk ayırımında entegrasyona engel olan hukuki konular, ikinci ayırımında ise menkul kıymet endüstrisinin yapısal karakteri ele alınmaktadır.

I. EUROBOND PİYASASI

İkinci Dünya Savaşının bitimini takip eden yıllarda, Amerikan sermaye piyasası, Dünya sermaye piyasalarının merkezi olma niteliğini uzun yıllar korumuştur. Dünyanın her tarafından gelen menkul kıymetler Newyork'ta toplanmış, hisse senedi ve tahvil arzının kanuni bir sakıncası olmadığından, pek çok menkul kıymet Amerikan şirketlerine sürülmüştür. Bunun sonucu sermaye maliyeti ülkeden ülkeye değişiklik göstermiştir.

Amerikan Menkul Kıymetler ve Kambiyo Komisyonu'nun (Securities and exchange Commission-SEC) aldığı kısıtlayıcı kararlarla kendi aralarında sır saklamakla tanınan yabancı şirketler, Ameri

(*) Morris MENDELSON - «The Eurobond and Capital Market Integration» The Journal of Finance, Vol. XXVII, March 1972 s. 110.

(**) *Pennsylvania* üniversitesi associate maliye profesörü.

kan piyasasında sınırlandırılmaya tabi tutulmuşlardır.¹ Yabancı şirketler bu zamana kadar, ihtiyaçları olan her türlü bilgiyi New-york piyasasından kolaylıkla elde ettiklerinden dolayı, kendi ülkelerine açılmaya düzum görmemişlerdir. Zamanla bu şirketler Eurobond piyasası yatırımlarının etkisi altında, hızlı bir büyümeye geçen Avrupa Ekonomik Topluluğu (ECC) ile mücadeleye başlamışlardır. Eğer, Avrupa Ekonomik Topluluğuna bağlı şirketler gün geçtikçe büyüyen üretim piyasalarını paylaşıp, buralarda yerleşme yoluna gitselerdi, şimdiye kadar talep ettikleri yabancı sermayenin çok daha fazlasını elde etmek için önemli bir adım atmış olacaktı.

Avrupa Ekonomik Topluluğuna ilave olarak, milli veya daha alt düzeydeki idareler, uluslararası organizasyonlar, devlet ve özel teşebbüsler Eurobond çıkartmışlardır. Amerikan şirketlerinin çıkarttığı önemli Eurobondların tutarları (tablo 1) de verilmiştir. Amerikan şirketleri bu tahvilleri daha çok, Hollanda Antilleri, Delaware, veya Lüksemburg'taki yan kuruluşlarının sermayelerini finanse etmek için çıkarmışlardır. Vergi meselelerinden dolayı Amerikan şirketleri yan kuruluşlarını Antillerde çalıştırmakta ve parasını burada değerlendirmektedir. (Tablo 1) de görüleceği üzere pek çok Eurobond'un değeri dolar cinsinden ifade edilmektedir. Bu konuda ikinci derecede kuvvetli durumda olan para Alman Mark'ı (DM) olup, 1970 yıllarından itibaren Hollanda Gulden'ide kuvvet kazanmaya başlamıştır.

Merkezi Avrupadaki sermaye piyasalarında, Eurobond'lar özel yerlerde ve özel şekillerle hizmete arz edilmektedir. Amerikan piyasasında ise, Menkul Kıymet ve Kambiyo Komisyonu, menkul kıymetleri geniş bir kitlenin hizmetine eşit olarak arzetmektedir. Avrupa devletlerinin bir çoğu ise çıkardıkları menkul kıymetlerin bir kısmının satışı için bir tanıtma yapmadıklarından halka açık saymamakta ve bu menkul kıymetlerin halka satılması için yetkinin kaza organları yolu ile alınmasını tercih etmemektedirler. Bazı hükümetler ise bunu yapmakta ve çıkartmış olduğu tahvillerin değerini kendi milli parası üzerinden göstermektedir. Eurobond başlığı altında çıkartılan çeşitli menkul kıymetlerin bir kaç tipi vardır ve

(1) Bkz. Robert L. Genillard, «Eurobond Market» Financial Analysis Journal (March-April 1967)

en çok rastlanan tipleri arasında nama yazılı tahvilleri, değiştirilebilir, teminatlı tahvilleri ve beş yıl bankontları sayılabilir. Bu tahvillerin ihracı ve pazarlaması üzerinde, Amerikan yatırım bankalarının ve Alman bankalarının meydana getirdiği birlik büyük rol oynamaktadır.² İkinci büyük yatırım piyasası olması nedeniyle Amerikan Menkul Kıymetler Borsası da bu arada belirtilmeye değer bir önem taşımaktadır.

TABLO I

ÇEŞİTLİ ÖZELLİKTEKİ EUROBOND EMİSYONU
1965 - 1970

	(000.000 ilavesi ile)					
	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Toplam Eurobond'lar	1041	1142	2002	2573	3156	2966
Amerikan şirketlerinin Emisyonu	358	439	562	2096	1005	941
Dolar itibari değerli (1)	726	921	1780	2554	1723	1775
Uzun vadeli borçlar	836	675	1427	1108	1852	1995
	toplam emisyonuna nispeti					
Amerikan şirketlerinin Emisyonu	36 ^a	38 ^a	28 ^b	59	32 ^a	25 ^b
Dolar itibari değerliler	70	81	89	72	55	59
Uzun vadeli borçlar	80	59	71	31	79	67

(1) İhtiyari kur üzerinden tayin edilmiş dolar değerli tahvilleri kapsamaktadır.

(a) Borçlananlar kategorilere ayrıldığı takdirde kamu teşebbüsleri, devlet kuruluşları ve uluslararası kuruluşlar, Amerikan şirketleri, diğer şirketler şeklinde bir ayırım yapılabilir, bunlar içerisinde en geniş yeri Amerikan şirketleri kapsamaktadır.

(b) 1967 ve 1970 yıllarında borçlananlar grubunun en geniş yerini «diğer şirketler almaktaydı. Bunların tahvillerinde iki yıl içinde yüzde 29 ve yüzde 36'lık bir azalma görülmüştür.

Kaynak — Morgan Guaranty Trust Co. «Word Financial Markets,» 24.6.1971 s. 20, 1966 den 1970 yılına kadar 23.6.1970, 1965 yılı için s. IX

(2) İsviçre bankaları, menkul kıymet satışlarında önemli bir rol oynarken, tahvil alım satım komisyonculuğunda 1969 yılından beri rolü azalmıştır. İsviçre bankaları şimdi ortaklık, komisyonculuk ve hatta sevk idare konuları ile meşgul olmaktadır.

Amerikalı olmayan kişiler, Amerika'da uzun yıllar boyu tahvil ve hisse senedi ihracı ile uğraşmışlardır. Londralı ticari bankerler, tahvil hisse senedi çıkardıkları tarihler boyunca çoğu zaman yabancıardan borçlanma yolunu tercih etmişlerdir. İsviçre ve Alman sermaye piyasalarında yabancı borçlanmayı bir kanal gibi kullanmışlardır. Belli bir olmayan kişilerce tek bir piyasa üzerine keşide edilen Eurobond'ların daha önce piyasaya sürülen değerleri ile bugünkü uluslararası arzını bir birinden ayırmak gerekir. Uygun olanı münferit tahvillerin birden fazla piyasaya arz edilip, münferit tahvillerin birbiriyle değiştirilmesidir. Eurobond'ların piyasaya sürülmesi coğrafi bir karakter taşımayıp değişik memleketlerde değiştirilebilir bir şekilde arzı ile ilgilidir. Eurobond piyasasını, Eurobond'un tam bir açıklık göstermemesi nedeniyle eksiksiz olarak tarif etmek zordur. Bununla beraber, uygulamada Eurobond'lar, bir çok devletin mali kuruluşlarının katılmalarıyla doğan, kurumlar aracılığı ile çıkartılmaktadır. Bir çok memlekette bankalar ve bankalar dışındaki menkul kıymet kurumlarını kapsayacak şekilde, dağıtım sisteminin genişletilmesi, emisyonların reklamsız gerçekleşmesini ve Eurobond'a, şimdiye kadar görülmemiş uluslararası bir pazarın elde edilmesini sağlamıştır.

Eurobond'ların açıklığa kavuşması ile ilgili olarak karşımıza çıkan bir güçlükte, tam anlamıyla plasman bankaları sendikası ve dağıtım gruplarınınca Alman Mark'ı üzerinden yapılan tahvil emisyonuna ve yine çok taraflı kuruluşlar tarafından ve dağıtım gruplarınınca Mark değerli tahvil emisyonuna bazı yatırımcıların yabancı kalmalarından doğmaktadır.³ İkinci tip, bir Eurobond emisyonu olmasına karşılık, birinci tip bir Eurobond emisyonu sayılamaz. Ancak tahvilleri piyasaya süren kuruluşun niteliğinin incelenmesi belki bu ayırımın dışında yer almasına sebep olabilir.⁴

İkincisi, tahvil satışlarını üzerine alan Amerikan kuruluşlarının Eurobond ihracı sonucu, yerini karşılıklı anlaşmalara bırakmıştır. Avrupalı tahvil satıcıları genellikle Amerikan iç piyasasında ne çıkarsa ortak olmakta ve iyi bir sonuç olarak bunlar tanınabilmektedir. Eurobond piyasası borç verenleri ve borç alanları

(3) Dalgalanmanın hacmi hakkındaki veriler Morgan Guaranty Trust Co. ve White Weld Co. şirketleri tarafından hazırlanmıştır.

(4) Aşağıda görüleceği gibi Eurobond piyasasında problemler yaratmıştır.

munzam opsiyonları ile birlikte kapsadığından, yatırım sermayelerinin verimliliğini dolayısı ile arttırır.⁵ Eurobond piyasasının gelişmesi, endüstri dünyasının malî yapısı içinde meydana gelen ve bu dünyanın değişme gerekliliğine cevap veren bazı devrimleri izlemek mümkün olmaktadır.

Ekonomik kalkınmanın hızlı bir seyir takip etmesi her ekonomide arzulan bir durumdur. Ekonomik gelişme hızında çok önemli değişmeler gördüğümüzü belirtmemiz şu bakımdan doğru olacaktır. İkinci Dünya Savaşından sonra Birleşik Devletler'de, hisse senedi piyasasının organize edildiğini, Newyork menkul kıymetler borsasının bütün varlığı ile mücadelesini, Avrupa ve Amerika'da finansman kurumlarının homojen hale getirilme eğilimlerini, artan sayıda uluslararası finansman kurumları ve konsorsiyumlarının kurulduğunu, Eurodollar sisteminin geliştiğini ve son olarak Bretton-Woods anlaşmasının uygulamasından vazgeçildiğine şahit olduk.

Malî değişmeler, gelecekte sistemin işleyiş tarzını hesaplama-dan Amerikaya ve diğer ülkelere yayılmıştır.⁶ Bu görüş tarzı Eurobond piyasasının büyüüp gelişmesini çok etkilemiş ve teminat için yapılan ön araştırmalar önemli bir aşama olmuştur. Tahvil ve hisse senedi piyasasında, Amerika dahil, çeşitli ülkelerin uluslararası piyasaya sürdükleri tahvil ve hisse senetleri birbiriyle devamlı bir rekabet halindedir.

I. EUROBOND VE EURODOLLAR'LAR

Eurobond'ları, Eurodollar bonoları olarak tanınması, çeşitli çevrelerce oldukça sık yapılan yanlış bir tanımlamadır. Şüphesiz,

(5) Economics Policies and Practises, paper No. 3, A Description and analysis of Certain European Capital Markets, 88. kongre 2. oturum, Washington (1964), s. 32.

(6) Malî yapı içersinde faiz hadlerinin değişimi üzerine daha geniş bilgi için bkz., «Manuel F. Cohen, Symposium of Legal Problems of International Capital Formation «*The Vanderbilt International* (Winter 1969) ve Sherman J Maisel «Policies for Financial Institutions for seventies» *Management Associates* programdaki konuşma «The management Environment of the Seventies «Bufallo Newyork (22 Mayıs 1970).

Başkan Nixon'ın 15 Ağustos 1971 tarihinde dolar'ın altın esasından ayrıldığını ilan etmesi ile, uluslararası para sistemindeki kararsız görüşler açıklığa kavuşmuştur.

Avrupa para piyasasında, Eurobond piyasası da, Amerika dışında olmasına karşılık, genellikle müşterek kıymet ölçüsü olarak dolar kullanılmaktadır. Nazari olarak, Eurodollar sistemi olmasaydı, Eurobond piyasası varolacaktı. Yukarıda da belirttiğimiz gibi banka borç ve taahhütleri ile banka alacakları da dolar cinsinden ifade edilmektedir. Eurobondlar, ne banka alacağı ve ne de banka borcudur.⁷ Ancak, bankaların aksiyona çevirmesi halinde (veya garanti vermesi halinde) tahviller bankanın portföyüne girmekle son bulur.

Bu iki piyasa hiçbir zaman birbiriyle bağlanamaz. Eurobond piyasasının ayarlanmasında, düzeltilmesinde, Eurodollar'lar şüphesiz önemli rol oynar ve uluslararası malî alanda birbirlerini karşılıklı seyrederler. Dolarla ifade edilen tahviller satıldığında, tahvil ve hisse senedini satan kuruluş, normal olarak karşılığının dolar'la ödenmesini bekler. Zira satın alan kişinin kambiyo piyasasında da dolara ihtiyacı vardır. Ancak alternatif olarak ya Eurodolar hesabından çekle ödeme yapar yahut Eurodollar borçlanması yoluna gider. Eurobond alışlarının ne kadarının Eurodollar'la borçlanılarak yapıldığı konusunda yığınlanmış bir istatistiki veri yoksa da, Eurodollar sisteminden faydalanılmasının, Eurobond alışları ve Eurodollar borçlanmalarının artmasına ve Eurobond piyasasının büyümesine yardım ettiğini kabul edebiliriz.

İkinci, tahvil satışlarını kontrol altına alanlarla, piyasayı meydana getirenler Eurobond piyasasının pozisyon ve şartlarını ellerinde tutmaktadırlar.

Üçüncü, Eurobond'ları çıkartanlar, topladıkları ana paraları denizaşırı bankalara yatırmakta böylece Eurobond çıkartanlar ister istemez Eurodollar olarak mevduat miktarını kabartmaktadır. Bu durumun akside olmakta, denizaşırı mevduattan Eurodollar çekilerek mevduatta azalma meydana getirilmektedir.⁸ Bu mevduatın

(7) Eurobond piyasası hakkındaki literatür oldukça azdır. Eurodollar piyasası hakkındaki literatür ise bunun aksine oldukça zengin-kaynaklardır. (Bkz., Federal Reserve Bank of Chicago «Eurodollars : bibliyografya taraması, Mayıs 1969). Eurodollar hakkındaki derinliğine analiz Fritz Machlup'da bulunabilir, «Eurodollar Creation : A Mystery Story», *Banca Nazionale Del Lavoro : Quarterly Review* (Eylül 1970) s. 219-260.

(8) Fritz Machlup, adı geçen eserde yeni bir husus bulmamıştır. yaptığı analiz açık olup bütün faktörler faraziyenin etkisini belirlemiştir.

ve mevduattan çekilen paraların yarattığı etki, bu yazımızda ele alınmayacak kadar karışık ve detaylı sonuçlar yaratmaktadır.⁹

Farazi olarak, yatırımcılar borçlananlara nazaran, piyasada daha geniş bir yer kapsarlar. Piyasa hakkındaki yanlış bir karar yatırımların verimliliğini azaltabilir. Hatta zarara bile yol açabilir. Hernekadar, az bir ihtimalle de olsa, kısa vadeli tahvillerde aynı sonuca ulaşmak zordur. Kısa vadeli yatırımlar için Eurodollarla borçlanmalar iyi bir karar olarak nitelendirilebilir. Ancak, uzun vadeli yatırımlar için aynı yolu seçmek verimsiz, hatta zararlı olabilir.

Biraz da, Eurobond'a yatırım yapan sermadarlar hakkında bilgi verelim. Yatırımcılar, Euromarket içindeki piyasaları avuçları içine almış, bu piyasaları kontrolleri altında tutabilen ve fonların yerlerini verimliliğine göre değiştirebilen kimselerdir. Eğer, Eurobond hadlerinde Avrupa para piyasası hadlerine oranla bir değişiklik yapıldığı takdirde ortaya çok taraflı bir etki çıkacaktır. Bu etkinin sonuçlarına göz atacak olursak :

1) Piyasayı meydana getirenlerin olumlu bir tutum izlemesi, piyasada cesaretli bir havanın oluşmasına ve talî piyasaların gelişmesine yol açacaktır.¹⁰

2) Yüksek faiz oranları, nisbî olarak beklenen faiz oranlarının subjektif ihtimaliyet dağılımı içinde uygun değişiklikler meydana getirecektir. Gerçi normal faiz haddi değiştiğinde göz önünde tutulacak olan bu orandan olacak sapmaların, tekrar bu orana dönüşeceği izlenimini yaratırsa da oranlar yüksekse içinde bulunulan durumun rizikosu azaltılacaktır. Bu dahi talî piyasaların gelişmesini olumlu yönde etkileyecektir.¹¹

3) Verim, tarafsız yatırımcıları cezbedecek ve satışı arttırıp fonların yerini değiştirecektir.

4) Bu çekiciliğin eğimi, yer değiştirme ile daha da artacaktır.

(9) Eurobond piyasası bununla birlikte; Uzun vadeli fonların doğrudan doğruya Avrupalı yatırımcılara ve Merkezi Avrupa Sermaye piyasalarına akmasını sağlayacak yolu tayin eder.

(10) Bkz. Harold Demsetz «The cost of Transacting» The Quarterly Journal of Economics, 82 (Şubat 1968) s. 33-53.

(11) 7 numaralı bölümde esasları belirtilmiştir.

5) Avrupa para piyasasından Eurobond piyasasına yapılan fon akımları, Avrupa para piyasası kurunun yükselmesine yol açacaktır. Bunun sonucu olarak, fonlar iç piyasada dikkatleri üzerine çekecek kısa vadeli piyasa faiz haddi yükselecektir.

İç piyasada kısa vadeli kıymetlerin faiz oranlarındaki artış, fonları uzun vadeli piyasadan çekip, bu iç piyasadaki uzun vadeli kıymetlerin faiz oranlarının uluslararası uzun vadeli kıymetlerin oranları ile aynı düzeye getirecektir.

6) Borçlananlar üzerindeki etki ise çok daha mutlaktır. Gelir eğrisinin pazitif eğimle yükselmesi, faiz oranlarında azalma meydana getirir. Taktik olarak, bu durum uzun vadeli borçlanmalarda uygun zaman olarak seçilebilirse de bazı şirketler görünüşte düşük faizli kısa vadeli menkul kıymet çıkartırlar. Eurobond'ları ihraç edenler için fonların maliyetini değil zaman faktörünü gözönüne almak çok önemlidir. Ancak daha önemlisi, piyasanın yeni tahviller satın alma yeteneğinin önceden seilmesidir.¹² Eurobond çıkaranlar bakımından, bu zamanın seçiminde, fonların maliyeti bakımından değil, piyasanın yeni tehviller alma bakımından üzerinde durulmalıdır.

7) Son olarak, transferler piyasada esnek bir ortam yaratacaklardır. Eğer fonların gerçek miktarı, Avrupa para piyasasından transfer edilen Eurobond'lara yatırılmışsa, sermayedarlar uzun vadeli yatırımlara girişmeyeceğinden, tahvillerde meydana gelen çıkıntı, uzun vadede piyasa üzerinde olumlu etkide bulunacaktır. Bu yatırımcılar, Eurobond piyasasındaki ilk düşüş işaretini alır almaz, öncelikle kaçtıkları Avrupa para piyasasına döneceklerdir. Eurobond piyasasından kaçmaya hazır halde bekleme kendikendine bir erime meydana getirmekte, kaçışın beklenmesi ile birlikte piyasa zedelenebilir bir gelişim içine girmektedir. Piyasa adamları bu zedelenmeyi hissettikleri zamana kadar, karşı bir tedbir almamışlarsa ne kadar çaresiz kaldıklarını anlayacaklar, piyasa likiditesi ve satın alma gücü bir buhar haline dönüşecektir. Aynı zamanda faiz haddi ile bağlantı da kesilecektir.

(12) İlerde ödenmesi gereken kar anlamında olmayan positive carry menkul kıymet satıcılarının ileriye sürdüğü bir husustur. Fakat menkul kıymet satış kuruluşlarının yapısını kolaylaştırmaktadır.

III. GELİRLERİN TOPLANMASI

Sermaye piyasasının objektif olarak temerküzü, tahmini olarak istikraz ve menkul kıymetlerin karşılaştırılması ile elde edilen gelirlerin eşitlenmesi meselesidir. Eğer, A memleketinde verimli bir fırsat varsa ve bu fırsata uygun şartlarla aynı fırsata sahip B memleketi gibi finanse edemiyorsa kaynaklar iyi bir şekilde kullanılmıyor demektir. Verimlerin eşitlenmesi, aynı düzeye getirilmesi fikri pek çok zorluklarla çevrilidir.

Birincisi, verim eşitliği göz önüne alınacak veya riziko faktöründe bir farklılık varsa eşit kabul edilecektir. İkincisi, farklı kurlarda enflasyon oranı aynı olmadıkça, dalgalanmaya bırakılmış kambiyo kurları aynı olmasa dahi, eşit riskli kıymetlerde, sayıca eşit gelirler gerçek gelirlerin eşitliğini vermez. Kambiyo kurlarındaki herhangi bir değişiklik ihtimali gelir karşılaştırmalarında muhtemel devalüasyon veya revalüasyonların hesaba katılmasını gerektirir.

Eurobond piyasasının verim eşitleyici etkilerini dikkatli bir incelemeye tabi tuttuğumuz takdirde borç alanların Eurobond piyasasında ödedikleri ile kendi ülkelerindeki verimle karşılaştırılması gerekli olup, bir ülkeden borç alınarak Eurobond piyasasında ödeme yapanların kazancı ile, öteki ülkelerden borç alarak bu piyasa ödeyenlerin kazançları karşılaştırılmalıdır. Buna rağmen bir çok farklı memleketlerden borçlananlar paralarını Mark ve Dolar cinsinden ifade ettiklerinden kolay bir mukayese imkanı doğmakta ancak rizikodaki farklılıkların intibak ettirilmesi bir problem olarak kalmaktadır.

Geçen yıllarda Amerikan hisse senetlerinin rizikolarını tayin edebilmek hususunda önemli adımlar atılmıştır. Özellikle bu işlem anonim şirket tahvilleri üzerinde çok daha fazla geliştirilmiştir.¹³

(13) Riziko denkliği ölçüsü olan β koefisyanını kullanmak bir adet haline gelmiştir. β dönüş oranı kovaryans'ının rasyosu ile piyasa göstergelerindeki fiyat azalışlarının varyansıdır. Azalan katsayısı, menkul kıymetlerin dönme çabukluğu azaldığında piyasa indeksleri dönme oranının tersidir. Eğer bütün sermaye piyasaları mükemmel ve dengede olsaydı, tahvil riziko derecesini bu yolla ölçmek mümkün olabilirdi. Bkz. I. Friend ve M. Blume, «Measurement of Portfolio Performance Uncertainly» *American Economic Review* (Eylül 1970) s. 561-575.

Eurobond β 'nın değer taşıyacağını tahmini şüphelidir.

Devletin çıkarttığı tahvilleri üzerinde çok fazla geliştirilmiştir. Devletin çıkarttığı tahviller için bu tip bir ölçme için gerçek bir teşebbüste bulunulmamıştır. Çeşitli memleketlerden anonim şirketlere ortak almayı taahhüt eden kişiler Eurobond piyasasında, şirketlerin net yıllık gelirlerini karşılaştırmak istediklerinde çeşitli güçlüklerle karşılaşmaktadırlar. Ancak Avrupada kurulmuş şirketlerin ortakları bir açıklamada bulunuyorlarsa da bu herkesin bildiği bir şey olup, yeterli olmaktan da uzaktır. Bu nedenle verim karşılaştırılması düzeyde kalmaktadır. Bütün bu güçlüklerle rağmen bazı araştırmacılar verim eşitliği üzerinde cesaretli görüşler ileri sürmekte ve Eurobond piyasası üzerinde etkisi olmaktadır. Amerikan şirketlerinin Eurobond piyasasına ve iç piyasaya sürdükleri tahvillerin sağladığı veriminde bir karşılaştırmasını yapmak mümkündür. Bu karşılaştırma şekil I'de bir genişlemeden daralmaya doğru gidiş göstermektedir.

Chown-Valentine 1968'de «Eurobond piyasasında görülen açık bir etki de, farklı memleketlerin faiz hadleri arasında daralan bir fark göstermesi» şeklinde bir temasta bulunmuşsa da, bu hususu açıkça ispat edememiştir.¹⁴ Fakat Uluslararası Para Fonu'nun raporuna göre, bazı memleketlerde uzun vadeli menkul kıymetlerin faiz hadleri nispeten serbest olup, uluslararası sermaye kontrolü bir-birine keşideyi önlemektedir.¹⁵

Diğer bir araştırmada bu görüşün dışında kalmaktadır. James R. Kettering, faiz hadlerinin ortak bir noktasını bulmuştur.¹⁶ James R. Kettering'in araştırmaları Avusturya, Belçika, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda ve İsveç'de, 12 veya daha fazla süreli uzun vadeli devlet tahvilleri üzerinedir.¹⁷ Kettering'in görüşü iki bakımdan oldukça önemlidir;

(14) John F. Chown - Robert Valentine, *The International Bond Market in The 1960's* Newyork : Frederick A Praeger (1968), s. 149.

(15) 1968 Annual Robert, s. 58.

(16) «The Eurobond Market and the International Linkage of Interest Rates» MBA tez çalışması, University of Pennsylvania, 1969 (Basılmamış).

(17) Kettering, aynı zamanda yukarıda belirtilen sekiz devletten başka Birleşik Devletler, İngiltere ve İsviçre'yi de incelemektedir. İleri sürdüğümüz hususlarla, üç piyasanın diğer sermaye piyasalarından ayrılmasından sonra, buradaki görüşlere uymaktadır.

Bu memleketlerdeki devlettahvilleri üzerindeki gelirlerin değişim katsayısı 1963'den 1969 yılına kadar bir sapma göstermemektedir. İkincisi Eurobond piyasası açık bir şekilde birleşmiş bir piyasa değildir.

Dolar Eurobond'ların verimi, Amerikan piyasasının verimine bağlıdır. Alman Mark'lı Eurobondların verimi de Alman piyasasının verimliliği ile örtülü bir şekilde birbirine bağlıdır. Bu lişkilerden her biri, birbirinden büyük veya küçük olabilir.

Ancak Ketterin'in ileriye sürdüğü hususlar, Alman Markının revalüasyonu ve ona bağlı Mark cinsinden ifade edilen menkul kıymetlerin değerlerinin yükselmesini açıklamaya yetmemiştir.

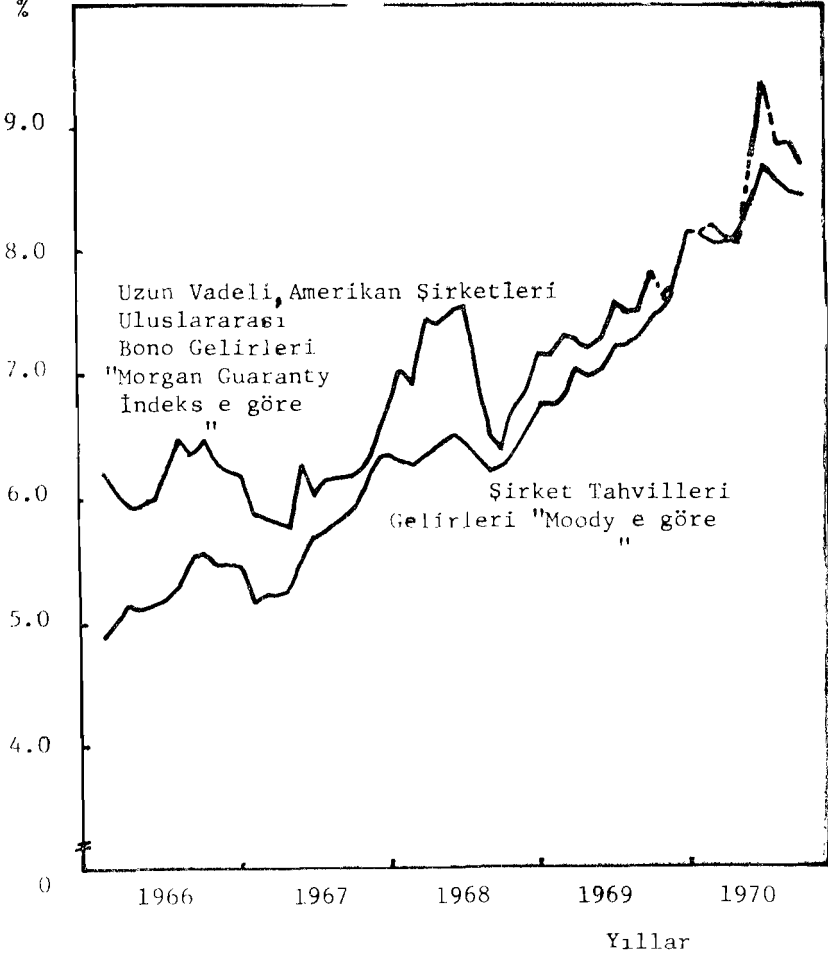
IV. EUROBOND PİYASASININ BİRLEŞTİRİCİ GÜCÜNÜN SINIRI

Malî kaynaklar, risk faktörü göz önüne alındığı takdirde verim açısından tek başına yeterli değildirler. Reel olarak piyasa eşitliği sağlanmadıkça, menkul kıymet piyasalarında da toplam verim eşitliğine ulaşmak biraz zordur.¹⁸ Mali piyasa içersindeki diğer sektörlerde de eşitliği ihtimali zayıftır. Çeşitli hükümler tasarrufu teşvik için bir takım özel tedbirler almışlardır. Birleşik Devletlerde tasarruf ve ikrazat kuruluşları ile tasarruf ve mevduat bankaları vergi muafiyetlerinden faydalanabilmek için birikmiş tasarruflarını ipotek piyasasına kanalize etmektedirler. Bu husus Amerikan hisse senedi ve tahvil piyasalarında eskiden beri tahrif edilen bir husustur. Diğer taraftan Amerikan Devlet tahvilleri ile eyaletlerin çıkarttığı tahvillerin faizleri vergiden muafır. Bir çok memleketin sermaye piyasalarında menkul kıymetlerin bir sıra izlemesi gereklidir. Ve genellikle bu sıralamada devletin çıkarttığı menkul kıymetler başta gelir. Devlet bu tutumu kendi endüstri ve kuruluşlarını güçlendirmek amacı güder.

Bir çok faktör gibi eşitliği üzerindeki ve çeşitli memleketlerin piyasaları ile yapılan operasyonlarla, Eurobond piyasasında geçmiş tarihle yapılacak işlemleri engellemektedir. Amerikan ve Eurobond

(18) Bazan bu avantajlarla piyasada yeterli fon tahsisinin olmayışı denge-sizlik yaratır. Daha geniş bilgi için Bkz., Irwin Friend *Study of the Savings And Loan Industry*, Summary and recommendations, Washington D. C. : Federal Home Loan Bank Board (Eylül 1969), s. 15.

Gelir %



Ocak 1966 ile Eylül 1970 arasında Amerikan şirket tahvillerinin Amerikan piyasasında ve Eurobond Piyasasındaki verim durumu.

Kaynak : Morgan Guaranty Trust Co.'nın hazırladığı Morgan Guaranty İndeks'i **World Financial Markets**'den yararlanılmıştır. Moody'nin hazırladığı, şirket tahvilleri A gurubunun verim göstergeleri, **Moody's Bond Survey**'den alınmıştır. **Survey** verimi günlük vermektedir. Verimler, burada ayın son günü esas alınmış ve aylık olarak verilmiştir.

piyasalarında verimliliğin farklılaşmasına yardımcı faktörler Amerikan sermaye piyasasının büyüklüğünden dolayı tartışmanın hareket noktasını teşkil ederler. Bu faktörlerden birisi, Faiz Dengeleme Vergisi'dir (IET).¹⁹

Eurobond piyasasındaki çeşitli etkenlerin yarattığı Faiz Dengeleme Vergisi, dış borçlanma, federal rezerv'e ait, banka olan ve olmayan mali kuruluşları ve Birleşik devletlerin karşılıksız yabancı yatırımlarını kapsamaktadır.²⁰ Amerika'da alınan tedbirlerle likid halde tutulan sermaye birikimleri üzerinde bir baskı yaratılmıştır.²¹ Bu tip hareketler için önemli kurumsal engeller olduğu muhakkaktır. Finansal değişiklik süreci bu tip engelleri yenmek için yeni yeni teknikler bulma yoluna gitmektedir. Eurobond piyasası da bu sürecin sonuçlarından birisidir. Faiz Dengeleme Vergisini verim farklılığını giderici bir alet olarak kabul etmemek gerekir. Verim dengesi sağlanmış olsa bile Eurobond piyasası gelişmeyebilirdi. Bu arada bazı fonların Eurobondlara yatırılması, diğer fonları sermaye piyasasından çekebilir. Eurobondlar, bir kaç çeşit tahvil stopaj vergisinin kapsamı dışındadır.²²

-
- (10) Faiz Dengeleme Vergisi (IET) Amerikan Hükümeti tarafından Amerikalıların yabancı para ile yabancı yatırım yapmaları üzerine konulmuştur. (Bkz. International Revenue Code of 1954 § 4911 ve devamı). Vergi 1964 yılı başından itibaren yürürlüğe girmiş ve 1963 yılı ortasına kadar makabline şamil kılınmıştır. Çeşitli ülkelerin menkul kıymetlerine sahip Amerikan vatandaşları için önceleri bu kıymetler vergiden muaf iken daha sonradan vergi kapsamı içersine alınmıştır. Vergi bir defaya mahsus olmak üzere ödenmekte, aksi halde menkul kıymet sahibi elindeki kıymetleri satmamaktadır. Sattığı takdirde ise vergiyi satın alan taraf ödemektedir. Vergi matrahı, satış fiyatı üzerinden hesaplanır. Vergi oranı da artan oranlıdır. Vergi üzerindeki tasarruf selâhiyeti Cumhurbaşkanının yetkisi içersindedir.
 - (20) Federal Reserve Bulletin, 51 (Mart 1965) s. 351 ve Federal Reserve Bulletin, 56 (Ocak 1970), s. 11.
 - (21) Ticaret Bakanlığı, 1965 ile 1967 yılları arasında özel teşebbüs harcamaları için kısıtlayıcı kararlar almıştır. 1968 yılı kontrolleri için Bkz. 15 C.F.R. §§ 1000.101 - 1000.1303 (1968 düzeltilmekte). Direkt Dış Yatırım Yönetmeliği (Foreign Direct Investment Regulations.) FDIR ve Direkt dış yatırımlar ofisi (Office of Foreign Direkt Investment) OFDI tarafından uygulanmaktadır.
 - (22) Önemli bir istisnai durum olarak Japon şirketlerinin menkul kıymetlerini gösterebiliriz. Hatta Japonlar devlet tarafından verilen geçici imtiyazlar elde etmişlerdir. Bu arada yabancı, dolar itibari değerli bonolarda vergiden muaftır.

Diğer taraftan Faiz Dengeleme Vergisi, Amerikan sermaye piyasasının, Eurobond piyasasından farklılaştırılmasına yol açmaktadır.²³ Eurobond'ların sağlayacağı verim, Amerikan sermaye piyasasında aynı tür bonoların sağlayacağı verimliliği aştığında, fonların akışı Amerika'dan dışarıya doğru olacaktır. Amerikan sermaye piyasasında, Eurobond'ların sağladığı kazanç, Faiz Dengeleme Vergisinin yarattığı tesiri aştığında, 1966 yılı ortalarında izlendiği gibi vergileme sadece kişisel yatırımları etkileyen bir araç olmaktan öteye gidememiştir.

Eurobond'ların stopaj vergilerinden muaf olmaları denleştirici bir faktördür. Bu muafiyetle, yatırım sahiplerinin yatırımlardan, gelir vergisinden, zengin tanınmaktan kaçmalarını önlemektedir. Malî kuruluşların amacı düşük vergilenmedir. Düşük vergileme olmadıkça vergiler üzerindeki mevcut indirimlerin kaldırılması hiç bir zaman arzu edilmeyen bir durumdur. Her memlekette ayrı bir vergileme kıstası olduğundan, talî piyasalar için durum oldukça karışıktır. Bugün, Frankfurtteki bir menkul kıymet borsası, Eurobond satın alması için talimat aldığıında, Milano'dan, Zürich'den,

(23) Hatırlanacağı üzere Eurodollar piyasası içersine ilk girenlerden biri si de demir perde gerisi bankaları idi. (*Paul Einzig, The Eurodollar System*, London: Mac Millan Co, 1965, s. 30).

Londra Moskow Navody Bank ve Banque Commerciale de L'Europe Du Nord of Paris, diğerleri arasında, hiç istemeden mevcut fonlarını U.S. Treasury Bill ile sabitleştirmişlerdir.

Uluslararası para çevrelerinin görüşüne göre, yatırımların, Amerikan Hükümeti tarafından bloke edileceğinden korkulduğu için bu yol seçilmiştir. Diğer taraftan, Komünist idarciler batılı iş adamları gibi kâr faktörü üzerinde durmazlarken bilançolarda atıl kalan bir nokta dikkatlerini çekti. Buna rağmen Doğu Avrupa dolar dengesi Eurobond tarafına kaymasa idi doğrusu sürpriz olurdu. Bunun sonucu Macaristan National Bank, Dolar itibari değerli Eurobond'larını 1971 yazında ihraç etti.

Maalesef, Eurobond satışlarında yatırımcılar büyük bir gizlilik havası içersinde yer almış, Amerikan menkul kıymet satıcılarının, Avrupa menkul kıymet piyasalarının büyük yatırımcıları ile ilişki kurup bağlanmalarıyla ortaya çıkili bir engel çıkmıştır. Avrupa borsalarının müşteri listeleri, özellikle İsviçre bankalarında, büyük bir dikkat ve gizlilikle korunmaktadır. Bu yüzden Doğu Avrupa yatırımlarının hacmini tam olarak kestirmeye imkan yoktur. İsviçre bankalarının yeni menkul kıymetlerin dağıtımındaki ve el değiştirdikten sonra talî piyasalara aktarılması üzerinde de rolü olduğunu belirtebiliriz.

Bürüksel, Londra veya başka bir malî merkezden bono satın alacaktır. Stopaj vergisi muafiyetinden faydalanmadan yapılacak bu alışveriş hem çok hantal ve ağır olacak, hem de uluslararası talî piyasa alestikiyetini imkânsız hale koyacaktır.²⁴ Faiz Dengeleme Vergisi gibi stopaj vergisi muafiyeti garip, anormal bir vergi ölçüsü olmakta, Dünya sermaye piyasası kuruluşuna katkıda bulunmanın ve aynı zamanda kısmen böyle bir piyasaya sahip olmanın avantajlarını da ortadan kaldırmaktadır.

Devletin bütçeden ayırdığı ve biryardım mahiyetinde olan stopaj vergisi muafiyeti gibi Birleşik Devletlerde gelir vergisi muafiyeti gibi muafiyetlerin finansmanı devlet ve özel idare tahvilleri üzerine yüklenmektedir. Yardım adı altında transfer edilen bu paraların alanının istediğimiz kadar genişletir bazı şartlar altında vergiye tabi iç tahvillerle, vergiden muaf Eurobond'lar arasında kaybedebiliriz. Eğer muafiyetten dolayı Eurobondların sağladığı kazançlar, yerli tahvillerin verimliliğinden düşük olsaydı, pek çok menkul kıymet değiştirilmek üzere Eurobond piyasasına çok geçmeden sürüldü. Yatırımcının şeffaf bir piyasaya ihtiyacı olduğundan, cazip bir vergi özelliğine sahip Eurobond'lar çok daha düşük bir değere de sahip olabilir.

Vergiden muaf kıymetlere bir çok sayıda faktör denkleştirici bir avantaj sağlar, Bugün dahi, hepsi bile bir çok yatırımcı tamamen veya kısmen stopaj vergisi muafiyetinden faydalanmaktadır. Diğer taraftan piyasa likiditesi, Amerikan piyasasından daha az olup bu durum Eurobond'ları daha rizikolu bir hale koymaktadır. Eurobond alanında pek çok yatırım para akışını tehlikeye sokmaktadır.

Birleşik Devletlerde, menkul kıymet gelirlerinin, Eurobond piyasası verimliliğinden yüksek olması halinde, Eurobond'lara yatırım yapan kişiler, fonların Amerikaya girişinin önüne geçebilmektedirler.²⁵ Ancak Birleşik Devletlerden fonların çıkışı herhangi bir

(24) Eurobond talî piyasaları gelişme aşamaları göstermiş, ancak kuvvet ve zindeliği bazı devletlerce ayakta kalmasına izin verilmeyecek derecede tahrip edilmiştir. Arkaarkaya meydana gelen para krizleri ve hisse senedi piyasasındaki önemli aksamalar Eurobond x konvertibilitesini aksatmıştır

(25) Birlikte kalma yeteneği denizaşırı karşılıklı fonların artmasını sağlamıştır.

şüpheyi çekmekte ve dışarıya Amerikadan çıkan fonların tutarı Amerikaya girmesi önlenen fonlardan çok daha fazla tutmaktadır.²⁶ Bugünönemli tutardaki para miktarı yabancılar tarafından Amerikan hisse senedi piyasasına yatırılmış durumdadır. Bir çok faktör bu akışın nedenini ortaya koymaktadır. Adalardaki kalkınma şüphesiz tasarruf fonlarını doğal olarak etkilemiştir.²⁷ İlave olarak bir çığ gibi gelen değiştirilebilir Eurobond'lara maruz kalmış, Amerikalı olmayan pek çok yatırım sahibi ticari hususlarda Amerikanın sınırlarını açığa vurmaktan çekinmemişlerdir. Şimdi bunlar çok tatminkâr yatırımların hisse senetlerinin sahibi olmaları yanısıra, bilinmeyen bazı Avrupa şirketlerinde hissedarıdır.

Eurobond piyasasının etkisini sınırlayan bir faktör de Eurobond'ların sağladığı verimle, Amerikadaki verimin denge etkisidir. Amerikada hisse senedi ve tahvil ihrac edenler tek taraflı olarak serbest durumdadırlar. Bunlar, Birleşik Devletlerin işlemlerini finanse etmek için Eurobond sürebilirler de, Amerikan iç piyasasında yabancı işlemleri finanse etmek için bu bonolardan faydalanmazlar.²⁸ Eurobond piyasasında fonların arzı tam elâstik olsaydı, verim denkliği için piyasa imkânı mahdud olacaktı. Bundan dolayı Amerikan sermaye piyasasında Eurobond gelirleri aşağı doğru düşüş göstermektedir. (Tablo II) de örnek olarak çeşitli aylara ait verimlilik rakkamları belirtilmiştir.²⁹ Avrupada harcama yapmak için fona ihtiyacı olanlar Birleşik Devletlerde çok daha cazip imkanları olsa dahi fonları dışarda toplamayı tercih etmektedirler.

(26) Örneğin, IET (Faiz Dengeleme Vergisi) gibi.

(27) Fred H. Klopstock «Foreign Demand for United States Equities - The Role of Offshore Mutual Funds» Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, (Temmuz 1970), s. 163.

(28) Diğer bir neden de, Amerikan şirketleri tarafından Hollanda Antillerinde kurulan ve bu suretle şirketin kontrolünü elinde tutabilen kuruluşların yeni atılımıdır. Antillerde elde edilen faiz gelirleri vergiden muaf olmaktadır. Lüksemburg bağımlı ortaklarında kurucu şirketin finansmanı ile ilgili herhangi bir müsaade yoktur.

(29) Eurobond piyasasında iç finansman operasyonlarının nedeni malî idarenin ele alınması olup, finansmanlar Amerikan Hükümetince zaman zaman güç bulunmuş, zaman zaman piyasadan uzaklaşan fonlarla birlikte bir çok Eurobond yatırımcısı tekrar zamanla piyasaya dönmüştür.

V — UYGULAMADAKİ YETERSİZLİKLER

Bu konuda ilerisürülen görüşler genellikle devlet müdahalesinin eseri olduğu noktasındadır. Verim eşitliğine rağmen yetersiz işlemlerle piyasa ihlal edilmekte ve piyasa bir takım zorluklar ve zıt hareketlerle kaplanmaktadır. Pek az uluslararası sermaye piyasası menkul kıymet satış ve organizasyonunu etkili hale koyabilmiştir. Menkul kıymet satışlarını üzerine alan kuruluşlar nispeten az gelişmiş piyasalarda, onların bankacılık ilişkilerinden ve zarar

Tablo II

SON ZAMANLARDA EUROBOND VE AMERİKAN PİYASALARINDA SÜRÜLMÜŞ OLAN AMERİKAN ŞİRKET TAHVİLLERİNİN BU İKİ PİYASA ARASINDAKİ VERİM DAĞILIMI

	Ocak 1966 - Nisan 1971								
	1966	1967	1968	1969	1969	1970	1970	1971	1971
				S _a	M _b	S _a	M _b	S _a	M _b
Ocak	1.38	1.03	.82	-.08		-.70	-.50	.60	.45
Şubat	1.01	.49	.72	.14		-.20	-.43	-.08	-.05
Mart	.99	.61	.54	-.09		-.44	-.54	.58	.58
Nisan	.85	.36	.41	-.15		-.90	-.67	.22	.22
Mayıs	.68	.69	.53	-.51		-.27	-.27		
Haziran	.89	.61	.59	-.14		.19	.19		
Temmuz	1.08	.35	.74	-.35	-.24	.03	.03		
Ağustos	.35	.22	.81	-.59	-.27	.23	.18		
Eylül	.77	.28	.54	-.53	-.28	-.06	-.06		
Ekim	.73	.00	.44	-.65	-.54	-.44	-.49		
Kasım	.45	.00	.88	-.87	-.82	.18	.18		
Aralık	.63	.36	.25	-.89	-.84	—	—		
(eski seri)									
Aralık	.68	.27	.19	-1.04	-.87	.03	.03		
(Yeniseri)									

a Serisi Salomon Brothers'in verilerine istinaden hazırlanmıştır.

b Serisi Morgan Guaranty'nin verilerine istinaden hazırlanmıştır.

Kaynak : İç tahvillerin verimi hakkındaki indeksler S ile gösterilmiş ve Salomon Brothers'in verilerine dayanılarak hazırlanmıştır. 1970 sonu ve 1971 yılı başı «An Analytical Record of Yield Spreads», «Bond Market Monthly Review»den alınmıştır. M serisi Morgan Guaranty Trust Co. *World Financial Markets* den alınmıştır.

etme endşelerinden dolayı menkul kıymet satışları için kararsız durumdadırlar. Bu yüzden plasman bankaları ve dağıtım guruplarının bulunduğu ortamda ufak kupürlü tahviller geçerlidir. Sonuçta satışları yönetenlere tipik olarak boyun eğilmekte, bu kişiler ufak bir teminat karşılığı takviye alıp, satış ve dağıtım organizasyonlarını daha etkili hale getirmektedir. Satış ajanlarının pratik olarak aslında yatırım kuvvetleri yoktur ve tahvilleri kendi basit imkanları ile karşılar veya bunların dağıtımını uzun bir zaman dilimi içerisinde ağır ağır yerine getirir.

Diğer taraftan, Avrupa'daki menkul kıymet üzerinde işlem yapan kuruluşların satış guruplarına yüzde 1 1/2 lik bir komisyon talebi tanınmıştır. Bunun sonucu, Amerika'da tahvil ve hisse senedi çıkartanlar bu ücretin, Eurobond piyasasındaki muamele giderlerinin maliyetinde yüzde 1/2 lik (50 point) bir artış meydana getireceği görüşündedirler. Masraf taleplerinin doğmasında bir çok farklı sebepler mevcuttur. Amerikan şirketleri tarafından devamlı olarak 15 yıl vadeli Eurobond'lar ihraç edilmekte ve en erken 10 yılda itfa edilmektedir. Aynı şirketlerin Amerikan iç piyasasında çıkarttığı aynı tür tahvillerin vadeleri ise 30 yıl olmakta ve en erken itfa 18 yıl olarak tespit edilmektedir. Yüzde 1/2 lik bir tahmin, 20 milyon dolarlık emisyonun yüzde 8'lik kuponları ile çıkartılmıştır. İlk olarak, 18 yıl vadeli bu kıymetlerin Amerikan piyasasında, ikinci olarak aynı kıymetlerin Eurobond piyasasında dalgalandığını kabul edelim. Devre sonlarında aracılık masrafları, maliyet masraflarının itfa edilmiş kısmı ile mukayese edilebilir faraziyesine göre Eurobond'lar 10 yılda itfa olunmalı ve eski tahviller yerine çıkartılan yeni tahvillerin amortisman süresi 8 yılın üzerinde olmamalıdır³⁰.

Aracılık kurumları, organizasyon bozukluklarından doğan güçlükleri hiçe sayarak, serbest tahvil ve hisse senedi alan, satan ve işlerini dürüst bir şekilde yürüten kuruluşlar olarak tanınmaktadır. Ancak aynı aksaklıklara diğer tahvil piyasalarında da rastlamak

(30) SEC kayıt bedellerini, iç tahvillerde kabul etmemiştir. Eurobond kupürleri, iç piyasaya tahvilleri gibi üzerinde ne şekilde tasarruf edileceği anlaşılmas ve dökümanter olmaktan da uzaktır. SEC müsaadelerinin eksikliğinin hissedilmesi üzerine araçlar piyasada zaman geçirmeden yer alacaktır. Diğer taraftan bu etkinin piyasada engellenmesi halinde yabancı hale dönecektir.

mümkündür. Bu kuruluşlar, şirketlerin çıkarttığı menkul kıymetleri satmak için, bu tahvilleri alacak bir piyasanın olmasını şart koşar ve aynı zamanda konjonktürel özelliklere sahip, sağlam bir talî piyasanın olmasını da ararlar. Bir noktaya kadar bu şartlar birbiriyle çelişkiye düşmektedir. Arzda daha az dalgalanmalar yaratmak, işletme plasmanlarının geniş bir şekilde dağılımını gerektirir. Eurobond piyasasında arzın dalgalanması nispeten düşük olup, arzdaki dalgalanmalar az olduğunda, değer artış ve azalışı üzerinde etkili olmamaktadır.

Herhangi bir tutardaki satış emri veya satın alma emri hesaplarla tayin edilir. En küçük tutarlar fiyata tesir eder. Bir kuruluş için yüksek faiz tutarları ile dolu bir paket kâfi derecede zorluk yaratır³¹. Bu yüzden bazı kuruluşlar Eurobond faizlerinin çok az bir kısmının bu kurumlara ayrılmasına izin vermişlerdir³². Başlıca borsalar tarafından tanınmış bir Eurobond için verilen fiyat genellikle 25 bono için geçerlidir. Fakat bir çok borsanın verdiği fiyat sabit değildir. Alım satım güçlükleri sonucu alım satım maliyetleri oldukça yüksektir. Tanınmış bir tahvilin alım satım maliyeti onbinde bir civarındadır. Bir bütün olarak sermaye piyasası yaratma teşebbüsü daha başka zorluklarla karşılaşır³³. Fertler

(31) On bono'luk kota iyi bir derece sayılırsa da, NASD kayıtları iç kota'da beş bono'yu normal saymaktadır.

(32) *Euromoney* (Ekim 1969), s. 26.

(33) *London Economist* tarafından, Dünyanın enbüyük ve herhangi bir devletine bağlı olmayan piyasası olarak tarif edilmiştir. (Ekim 2-7, 1968, s. 90) Ticari bütçenin kesin olarak tayini ve yapılırsa şüphesiz zordur. *London Economist'in* (Ocak 25-31 1969 s. 75) de bildirdiğine göre, ticari bölümde günde 1500 muamele yapılmaktadır. Ortalama olarak muamelenin 10-25 bono arasında olduğunu kabul edecek olursak, Yıllık ticaret hacmi 3.8 milyar ile 9.4 milyar dolarlık bir meblağı içine almaktadır. Bizim belirttiğimiz, Amerikan piyasasındaki yeni tahvil ve hisse senedi muamelelerdir. Longstreet'le birlikte bulduğumuz ferdi iktisap ortalaması 14 bono civarında idi. (Bkz. James R. Longstreet - Morris Mendelson, «Characteristics of New Issue Transactions,» Friend et. al., op. cit., s. 278). İleri sürülen iddialara göre Eurobond piyasası ferdi olmaktan ziyade kurumsal bir piyasadır. İddialı bir tahmin yapacak olursak yatırım sahipleri aşağı yukarı aynı düzeyde olup ilk piyasa ile talî piyasalarda, Amerikan ve Eurobond piyasasında ortalama yıllık ticaret hacmi 1968 sonlarında 5.3 milyar dolara yaklaşmıştır. Bu durumda *Economist'in* 10 bono üzerinden bildirildiği 3 milyar dolarlık Eurobond ticaret hacmini büyüttüğünü zannetmekteyiz.

anlaşma teşebbüsleri ile birlikte, sosyal ilişkilere girişirlerse de, ticari alandaki ilişkileri kolaylaştıracak tedbirlerin ölçüsünü tayinde zorluk çekerler. Eurobond çıkartan firmaların bu hususta geniş tecrübeleri vardır. Uluslararası işlemler, teslim anlaşmalarındaki çelişkiler, faiz hesaplanması metodlarındaki ayrıcalıklar ve masraf dağıtımındaki çeşitlilik nedeniyle aksamakta, bu zorluklar arasında yürüyelebilmeye çalışmaktadır. Fransa, Sicovam olarak tanınan oldukça etkili bir menkul kıymet kliring sistemine sahiptir. Almanya'nın Kassenverein diye bilinen çok etkili bir sistemi mevcuttur. Öte yandan, Eurobond piyasasının ticarî hacmi mukayese edilebilir bir özellik taşısaydı, Amerikan Menkul Kıymetler piyasasının klirin problemlerinin büyümesini önleyerek, bir fiyaskoya sebebiyet vermezdi. Bu problemlerin uygulamada görülen sonucu olarak teslimde üç aylık bir gecikme normal sayılmaktadır. Ancak bu süre daha fazla uzamakta olup bir firma teslimi dokuz ay kadar geciktirmiştir.

Teslimdeki gecikmelerin yarattığı problemler yalnız gecikme ile kalmamaktadır. Yatırımcı A, B'ye satış yapar ve teslimde gecikirse, yatırımcı B'nin satın aldığı bir başkasına satması için bir engel yoktur³⁴. A teslimde geciktiğinden B'de teslimi gününde yapamayacaktır. Birleşik Devletler'deki kaideler, derhal teslimi gerektirirse de, eski uygulamalardan doğan bürokratik zorluklar kalmış, son derece geniş muamele hacmi teslimde, büyük ölçülere varan gecikmelere yol açmış ve teslim mekanizmasının aksamasına yol Eurobond muamelelerinin yüzde 80'i New York'ta teslim şartını aramakta» idi³⁵. Böylece kliring zorunluklarından bir kısmı Amerikan sisteminden doğduğu gibi Eurobond piyasasındaki kusurlardan da doğmuştur. Derhal teslim Avrupa'da, hiç bir zaman Amerika'da olduğu kadar önemli olmamıştır. Zorlukları yaratan bu durum, yeterli bir kliring sisteminin de geliştirilmesini önlemiştir.

(34) A'nın menkul kıymet teslimindeki gecikmesi işlemin doğmasına bir engel sayılmaz. A'nın komisyoncusunun, menkul kıymetleri B'nin komisyoncusuna teslim etmemesi halinde akit tamamlanmış sayılmaz. Eğer A'nın komisyoncusu teslimde gecikirse bu durumda A komisyoncusuna teslim etse bile işlem yine noksandır. Bununla beraber A'nın teslimi yerine getirmemesi, A'nın komisyoncusunun sorumluluğunu daha da artırır. Böylece işlemin gerçekleşme ihtimali azalır.

(35) Philip Howard «Bridge Over Troubled Waters?» *Euromoney* (Mayıs 1971) s. 46.

Bütün bunlar AIBD, Euroclear ve Cedel'in doğumuna yol açmış ve bunların doğumu Eurobond piyasası üzerinde büyük etkiler yaratmıştır. Başlangıçta, Amerikan Yatırım Bankasının firmaları düzenlenmemiş bir ortamda çalışmaktan memnundurlar. Sonradan böyle bir ortamın kendisine mahsus hataları olduğunu anladılar, düzensizlikleri kurallara bağlayarak düzeltmek, ödeme ve teslim konusunda uyulması zorunlu kurallar koymak için Avrupa'daki meslekdaşları ile birleştiler.

Merkezi Brüksel'de olan Euroclear, Morgan Guaranty Trust şirketi ile birlikte bir kliring sistemi kurmuş, çeşitli finansal merkezlerde teslim yerleri açarak sertifikaların önemli ölçüde hareket-siz kalmasını sağlamıştır. Görünüşte sistem etkili bir şekilde çalışmakta ve sistemi benimsemiş önemli sayıda şirket bulunmaktadır. Euroclear'ın iki önemli zorlukla mücadelesi gereklidir. Morgan Guaranty birliği ile Morgan ve Cie, Eurobond satışlarını organize edenlerin başında gelmektedir ve kendi adına yaptığı muamelelerle, birçok menkul kıymet firmasını, müşterilerinin kimliğini Euroclear'a açıklamaya isteksiz hale getirmiştir. Belki daha önemlisi Luksenburg bankalarının isteksizliği kendi kliring işlerinden vazgeçmeye ve rakip kliring sistemi Cedel'i kurmaya yol açmıştır. Bu sistem 1971'in ilk aylarında çalışmaya başlamıştır. Avrupa'daki vatanseverlik duygusu yeni sistemin başlatılmasında katkıda bulunabilir. Bu arada iki rakip organizasyonda kurulmuş olması üzücüdür. Bir kliring organizasyonu, sertifikaların fiziki olarak transferlerini asgariye indirir ve böylelikle teslim zorluklarını çok azaltabilir. İki organizasyon birlikte güvenli bir sistem ortaya koyar fakat böyle bir sistem tek bir organizasyonunki kadar verimli değildir. AIBD'de, iki sistemi birleştirmek için yapılan çabalara büyük muhalefet doğmuştur³⁶.

Çalışma bakımından kifayetsiz piyasa görünüşü organizasyonlarla ilgili gelişmelerle arttırılmıştır. Bu görünüş, birlik yöneticilerinin, birlik üyelerinin gücünü iyi değerlendirme ve kabiliyetlerinin geliştirilmesi ile artacaktır. Bu görünüşü arttırmanın bir başka yolu da, menkul kıymetlerin dağıtımının birlik üyelerince aynı düzeyde yapılması imkanının sağlanmasıdır.

(36) Fonksiyon açısından isim önemli olmayıp firma yatırım sahipleri veya bankerlerin bilinmesinin fonksiyonu vardır. Amerikan piyasası firmanın durumunu iyi olarak kabul etmese bile, tüketim mallarının üreticisi Avrupa pazarlarında iyi bir piyasa bulabilir.

Son olarak, Penn Central'in, Eurobond yerine Eurodollar'dan borç almasına rağmen bazı şirketlerin iflası bazı isimlere, özellikle menkul kıymet dağıtımını üzerine alan kurumların isimlerine çok şüpheli bir gözle bakılması ihtiyacına dikkati çekmiştir. Standard and Poor ve Moodys, menkul kıymetleri sınırlamaya başladıklarında dikkatler önce bu sınırlamalara daha sonra bilançolarına çevrilmektedir. Ancak bu gelişme üzerinde lüzumundan fazla durulmamalıdır, zira orta Avrupa'daki şirketlerin finansal raporlarından halâ bir şey anlamak mümkün değildir.

Bütün bu gelişmeler çok daha verimli bir piyasanın yakın yıllarda ortaya çıkacağını haber vermekle birlikte bir çok aksaklıklarda maalesef kalacaktır.³⁷ Cömert alıcıların sayısı azdır ve anlaşıldığına göre onlarda ya tanınmış tahvillere yeterli yatırım yapabilmekte ya da öyle yapmaya çalışılmaktadırlar.

VII. GENEL GÖRÜŞ VE SONUÇ

Eğer, gerçekte Eurobond piyasası kusursuz ve mükemmel bir mekanizma olsaydı, Nirvana ufuktan ötelede olacaktı, ancak bu tarihe kadar piyasanın gelişmesi bu ufkun yönünü değiştirmiştir.

Eurobond piyasası aslında Dünya sermaye piyasalarının başarılı birleşmelerinin sonuçlanmamış bir örneğidir. Piyasanın bir denge yaratacağı hakkındaki görüşler devam ederken piyasada bir verim dengesi sağlanmamış olsaydı bu bir beklenmedik durum olabilirdi. Şüphesiz bu gelişme bir bakımdan da Dünya mali piyasasının çatısını sağlamlaştırmıştır.

Piyasanın canlılığını, doların dalgalanmasının sağladığı görüşü şüphelidir. Eurobond piyasasının gelişmesi ile birlikte ortaya bir taraftan IET ve FDIR çıkmış, diğer taraftan Eurobond senetlerinde, dolar bir kıymet ölçüsü olarak daha az tatminkar olmuştur.

(37) Aslında zahiri bir görünüşür. 1970 yılının sonbaharında Eurobond piyasasında tanıtılan *Pink Sheet*'ler pek çok satıcıda toplanmış, bazı Eurobond iştirakçileri şüpheli bir hava içerisinde, bu firmalara baskı yapıldığı takdirde fiyatlarda bir artış sağlanabileceğini ileri sürmüştü. Diğer taraftan birçok faktör talî piyasadaki firmaların piyasayı paylaşmalarına yardım etti. Alman bankaları ve Deutchebank mark değerli bonoların piyasada sağlam bir yer temin etmesi için avantaj sağladılar. Rakip firmalar paralarını handikaplar beklemeden tam yerinde yatırım yaparak kullanmayı tercih ettiler.

IET ve FDIR mantıklı bir silsile ile düşünülürse, eğer dalgalanmaya bırakılmış olan dolar, ödemeler dengesi problemini başarı ile atlattıysa, en iyi yeri almasına sebep olacaktır.

Görüşümüze göre Eurobond piyasasının gelişmesinde iki önemli ölçü, önemli rol oynamaktadır.³⁸ Dalgalanmaya bırakılmış olan dolar'ın tahvillerde kıymet ölçüsü olarak kullanılmasının önemi hakkında ne kadar kesin gözlemler varsa da şimdiden bunlar hakkında bir yorum yapmak için zaman daha erkendir. Ancak realist olan uluslararası malî alanlar, doların devalüasyona uğrayacağını kestirmektedir. Yabancı bir yatırımcı için dalgalanan kurlar yerine sabit kıymetli uluslararası kurlar daha caziptir. Gelecekte dolar'ın bu alanda oynayacağı rol tahminimize göre çok daha geri planda olacaktır. Ancak o zamanda, doların geçmişteki kuvvetli durumu, tatlı bir anı olarak hatırlanacaktır. Uluslararası kurlarda kuvvetli bir rakip olan DM ve Almanya, bir kısım bonoları Mark üzerinden değerlemektedir. Uluslararası piyasa para birimlerinin çeşitlilik göstermesi arzulanan bir şey değildir. Bu iki tip kur üzerinde yapılacak seçim sonucu birisi, talî dereceye düşmeye mecbur kalacak yatırım sahipleri tarafından kuvvetli olan tercih edilecektir. Avrupa Hesap Birliği (European Unit of Account - EUA) veya Avrupa Nakit Birliği (European Currency Unit) bir takım kısıtlayıcı kararlar almışlardır. EUA, tahvil sahiplerini ve tahvil ihrac edenleri muhtemel kur dalgalanmalarının zararlarından korumaya çalışan mali kuruluş olup, bugün cazibesini kaybetmiştir. Mamafih 1971 yılının yazında kur belirsizliği nedeniyle aldığı kararlarla bir ara parlamıştır. ECU yatırımcı için ilgi çekici olmayacak kadar, yatırımcıyı riziko ile karşı karşıya bırakmaktadır.

Son olarak, Amerika Birleşik Devletlerinin uluslararası ticareti, dünya ticaretinin önemli bir bölümünü teşkil ettikçe, tahvilleri piyasada geçerliliğini korudukça, Amerikan şirketleri tali piyasada önemli rolünü devam ettirmedikçe, doların tekrar eski değerini sağlayacağı düşünülebilir. Bugün uygulamada dolarla ifade edilen tahvillere, değer değişikliklerine karşılık bir nevi sigorta uygulanmaktadır. Gelecekte hiç şüphesiz menkul kıymet piyasaları ve menkul kıymetler sabit kurların etkisi altında kalacaklardır. Bu durumda da doların ileride bir kur olarak cazibesini kaybedeceği ihtimali üzerinde fazla düşünmek için bir gerek yoktur.

(38) «The Eurobond Market : A Prospective View,» *Business Perspectives*, 8 (1971).