

SERMAYE PİYASASI

Lâtif ÇAKICI

İşletme İktisad ve Muhasebe
Kürsüsü Asistanı

Giriş

İktisaden kalkınma fert başına daha fazla gelir elde edilmesini ifade eder. Bir memleketin millî gelir seviyesinin artması o memleketin iç ve dış kaynakları ile yapabileceği yatırıma bağlıdır. Tabiatıyla imkânların en rasyonel şekilde kullanılması gereklidir. Bugün gelişen ekonomilerde sanayi yatırımları gittikçe artmaktadır. Bu artışın sebibi primer maddeler istihsalı ve dış ticaretinin önemini gün geçtikçe kaybetmekte olması ve ziraatta cari azalan verim kanununa karşılık sanayide artan verim kanununun işlemsidir. Tabii şartlara bağlı olan ziraî yatırımlar ve faaliyetler bu karakterlerinden dolayı millî gelirden bir istikrarsızlıkta yaratmaktadır. Kısaca özetlemeye çalıştığımız bu hususiyetler dolayısıyla memleketler kalkınmada sanayie ağırlık vermek zaruretini hissetmektedirler.

Bir memlekette sanayiye karşılaştığı problemleri incelemeyen sanayii geliştirmeye çalışmak boş bir gayret olur. İktisaden gelişen ekonomilerde millî gelirin düşüklüğü, fertlerin satınalma ve tasarruf kabiliyetlerini sınırlamaktadır. Bu ise sınaî mamullere olan talebi azalttığı gibi (pazar darlığı) sanayiye sıhhaatli yollarından finansmanını sağlayan tasarrufların da küçük çapta kalmasına sebep olmaktadır. Diğer yandan bu ülkelerde temel yatırımların tamamlanmaması, iyi ve yetişmiş işgücü ve müteşebbis kitlesinin mevcut olmayışı sanayiye karşılaştığı güçlüklerden ancak birkaçıdır.

Biz bu yazımızda sanayiye yalnız finansmanı problemini ele alıp, bu sahada özellikle sermaye piyasasının oynayabileceği rolleri incelemeye çalışacağız.

ÖDEMELER DENGESİ

(Milyon Dolar)

Tablo : II

	1963	1964	1965	1966	1967	5 yıllık toplam
İthalât (C. İ. F.)	567	627	630	675	704	3.203
İhracat (f. o. b.)	348	374	394	427	457	2.000
TİCARET DENGESİ :	-219	-253	-236	-248	-247	-1.203
Turizm ve Seyahat giderleri	13	18	25	35	48	139
Özeļ kâr transferleri (Net)	-20	-21	-23	-25	-28	-117
Borç faizi ödemeleri	-15	-17	-20	-25	-30	-107
Diğer görünmeyenler (Net)	-28	-24	-29	-16	-12	-99
Görünmeyen kalemler (Net)	-29	-25	-20	-20	-20	-114
Enfrastrüktür ve «off shores» gelirleri	-79	-69	-57	-51	-42	-303
	47	49	51	53	55	255
CARİ İŞLEMLER :	-251	-273	-242	-246	-234	-1.246
Dış borç ödemesi	-148	-99	-164	-80	-76	-567
Pl. 480 Shipments	60	60	60	60	50	290
Özel yabancı sermaye	25	25	25	25	25	125
Diğer sermaye ithali	349	322	356	276	270	1.573
TOPLAM SERMAYE HARE- KETLERİ :	434	407	441	361	345	1.988
Net Hata noksan ve rezerv hareketleri	35	35	35	35	35	175

Finansman nedir?

Finansman, geniş mânâda işletmenin tesis sermayesi ihtiyacını karşılayacak uzun vâdeli kapital (fon) temini yanında, kısa vadeli işletme sermayesi tedariki işlemlerini de ihtiva eder (1). Birçok müellifler bugün finansmanın bu geniş mânâda ele alınması konusunda ittifak etmiş görünmektedirler. (Örneğin Schmalenbach, Nichlisch).

Tatbikatta bir işletme için gerekli sermaye iki yoldan; ya işletme içinden (özsermaye ile) veya işletme dışından (borçlanma yolu ile) temin edilmektedir.

İşletme içinden finansman da iştirak suretiyle ve otofinansman yolu olmak üzere iki kanalla sağlanmaktadır. Özellikle anonim şirket halindeki bir sınaî teşebbüse iştirak, o şirketin hisse senetlerini (aksiyon = esham) satın almakla olur. «İşletme gelirlerinden bir kısmının ayrılarak, sermaye hacmini büyütmek için teşebbüste bırakılması» halinde ise bir otifinansmandan bahsedilir (2).

İşletme dışından finansmanda bir kredi muamelesi söz konusu olmaktadır. Özsermaye noksanlığını telâfi etmek için başvuru borçlanma ya işletme sermayesini tamamlamak veya yatırım sermayesini kâfi miktara çıkarmak için yapılır.

İşletme kredisi bir sınaî işletmenin iptidaî madde alması işçi ücreti ödemesi, yardımcı malzeme vs. tedariki için borçlanmaktır. Ekseriya işletme ve satış safhalarının bitmesi sona eren işletme kredilerinin vadeleri bir ilâ oniki ay olup. bu krediyi sağlama metodları ise ticarî senetlerin iskonto ettirilmesi, borç hesabı açtırılması ve muhtelif şekillerde açılan avanslardır.

Yatırım kredisi ise sabit tesislere konulacak sermaye noksanını tamamlamak için başvuru bir kredi nevidir. Sanayi işletmelerinin kuruluş ve genişleme anlamında muhtaç oldukları tesis sermayesi uzun vadelidir. Zira yatırım kredisi ile finanse edilen mallar satılmak gayesi ile alınmamıştır. İşletmede uzun vadede kullanılmak üzere satın alınmıştır. Yatırım kredisinin vadesi amortisman müddetlerine ve işletmelerin ihtiyat ayırma kudretine göre ayarlanmalıdır ki ilerde borcun ödenmemesi meseleleri ile karşılaşıl-

(1) Ferman, Cumhuriyet : Türkiyede Sanayi Kredisi, sh. 12 İstanbul, 1951.

(2) Ferman, Cumhuriyet, a. g. e., sh. 15.

1963 PROGRAMI İÇİN DIŞ YARDIM

(Bin dolar)

Tablo : 3

Kategori	Finansman Şekli				Mali Şartlar				31.12.1963 tarihi itibariyle	
	Taahhüt edilen kredi miktarı	Nakit (bağlı olmayan)	Borç tec.	Proje finansmanı	Nakit (bağlı olan)	İhracat kredileri	faiz	vade	Ödeme-siz devre	kullanılan bakiye
.	13.000 (a)	—	—	—	13.000	—	—	—	—	—
	28.000 (a)	—	—	—	28.00	—	—	—	—	—
	35.000	76.000	—	—	35.000	—	0.75	40	10	56.000.000 20.000.000
a	300 (a)	—	—	300	—	—	—	—	—	—
	650	650	—	—	650	—	3	20	5	—
	650	1.600	—	—	—	—	3	20	5	— 1.600.000
manya	28.500	40.000	—	22800	5.700	—	3	25	7	—
	11.500	—	11500	—	—	—	—	—	—	38.092.000 1.908.000
re	4.999	—	—	—	—	—	Piyasa faiz haddi +0.25		—	—
	5.801	10.800	—	10.800	—	—	—	25	7	10.657.000 143.000
rya	—	900	—	900	—	—	3	20	7	32.000 868.000
	—	10.000	10000	—	—	—	0,4+5,8	12	1 1/2	10.000.000 —
da	—	1.750	1750	—	—	—	4.5	25	7	783.000 967.000
	—	1.005	580	—	425	—	2	20	5	— 1.005.000
.	—	21.500	21500	—	—	—	2.5	3	2	21.500.000 —
A.	—	50.000	50000	—	—	—	3.5	4	1	50.000.000 —
	—	9.000	9000	—	—	—	0.75	40	10	— 9.000.000
	8.333	25.000	8333	—	—	—	3.5	20	5	—
	16.666	—	—	—	—	16.666	—	—	—	— 25.000.000
a	—	5.000	—	—	—	5.000	—	—	—	— 5.000.000
burg	—	100	—	—	—	100	—	—	—	— 100.000
n	—	252.655	101813	11500	23523	94050	—	—	—	187.064.000 65.591.000

masını sınaî teşebbüslerde yatırımların kısa vadeli işletme kredisiyle finanse edilmesi halinde ilerde malî buhranların doğacağına muhakkak nazarı ile bakılabilir (3).

Sermaye

Sermayeyi iş adamı «işe yatırılmış para» olarak tanımlar. Ödünç alınan para da buraya dahildir. (4) Sermaye kavramı iktisatçılar açısından çeşitli manâlara gelmektedir. Fakat üzerinde birleşilen tanım sermayenin «istihsal edilmiş vasıtaları» olmasıdır. Yani istihsal esnasında insana yardımcı olan ve onun verimini artıran, her türlü mal sermayedir. Bu manâda ele alınınca istihsale tahsis edilen binalar ve tesisler sermaye kavramının içinde yer alacaklardır. Bunlara aynî veya teknik sermaye diyebiliriz. Bir de yukarıda bahsi geçen bina ve tesislerin para ile ifadesinden bahsedilir ve buna nakdi sermaye denilebilir. Yani istihsal eşyasını satın almak için ayrılmış bulunan para veya para kadar likiditesi sağlandığı takdirde menkul kıymetler de nakdi veya malî sermaye kavramı içinde yer alacaklardır. Biz yazımızda sermaye terimini daima bu nakdi sermaye anlamında kullanacağız. (5).

Sermaye ve Para Piyasaları

Sermaye arz ve talebinin karşılaştığı sermaye piyasasının sanayileşme ile birlikte geliştiği bugün inkâr edilemez bir gerçektir. «Sermaye piyasası uzun vadeli fonların arz ve talebinin karşılaştığı yerdir» Sermaye piyasasının rolü tasarrufları verimli yatırım sahalarına piyasa kuvvetlerinin tesiri altında yöneltmektir. (6).

Çok zaman tatbikatta para ve sermaye piyasaları karıştırılmakta ve bundan dolayı da yanlış anlamlara yol açmaktadır. (7) Bu karışıklığı gidermek amacıyla para piyasasını tanımlamak, ve bu iki piya-

(3) Yazıcı, Bülent : Sanayi Kredisi Müesseseleri, sh. 119. Sanayide Yatırım Sermaye Terakümü adlı kollektif eser içinde İstanbul 1963.

(4) Eric, W Lawson: Sermaye Seminerleri sh. 38 İst. 1963.

(5) İktisadî Araştırmalar Tesisi I — 1964 Türkiyede Sermaye Piy. kurulması.

(6) Oluç, Mehmet, İşletme Organizasyonu ve Yönetimi sh. 454. İstanbul 1963.

Halm, N. George: Geld, Aussenhandel und Beschäftinunug Müncheri 1957 sh. 276.

(7) Gürel, Aziz: Sermaye Piyasasının Teşekkülü Hesap Uzmanları Kurulu yayını Yazar ve para ve sermaye piyasalarının aynı anlamı taşıdığı kanaatini ifade ediyor.

1964 İÇİN İKİ TARAFLI YARDIMLAR

(Milyon Dolar)

TABLO : 4

Kaynaklar	Taahhüt (25 Haziran. 1964)			İmzalananlar (25 Kasım 1964)			Toplam	İlâve taahhüt		
	Program yardımı	Proje yardımı	İhracat garantisi	Program yardımı	Borç tecili	Proje yardımı			İhracat garantisi	
Avusturya	1.1	—	—	1.1	1.0	0.6	—	—	1.06	—
Belçika	1.5	—	—	1.5	—	—	—	—	—	0.9
Kanada	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Danimarka	0.6	—	—	0.6	0.5	—	—	—	0.5	—
Fransa	4.0	—	6.3	10.3	3.3	—	—	6.7	10.0	—
Almanya	37.0	3.0	—	40.0	24.9	12.1	3.0	—	40.0	—
İtalya	2.0	—	22.0	24.0	—	—	—	—	—	—
Lüksemburg	0.1	—	—	0.1	—	—	—	0.1	0.1	—
Hollanda	2.5	—	—	2.5	2.5	—	—	—	2.5	—
Norveç	0.6	—	—	0.6	0.5	—	—	—	—	—
İsveç	—	1.0	—	1.0	—	—	1.0	—	0.1	—
İsviçre	2.5	—	—	2.5	—	—	—	—	—	—
İngiltere	10.8	8.4	—	19.2	16.8	2.4	—	—	10.8	—
A. B. D.	70.0	62.0	—	132.0	76.6	—	62.3	—	112.7	5.9 (x)
Toplam	132.7	74.4	28.3	235.4	125.6	14.56	66.3	6.8	13.26	15.2
EIB	—	—	—	—	—	—	35.0	—	35.0	—
EMA	—	—	—	—	20.0	—	—	—	20.0	—
IDA	—	—	—	—	—	—	29.0	—	29.0	—
IMF	—	—	—	—	21.5	—	—	—	21.5	—
Toplam	—	—	—	—	41.5	—	64.0	—	105.5	—
Genel Toplam	132.7	74.4	28.3	235.4	167.1	14.56	130.3	6.8	317.76	15.2

(*) Proje Yardımı

Kaynak : Maliye Bakanlığı
Konsorsiyum dairesi

sa arasındaki ilişkileri belirtmek istiyorum. «Para piyasası, ödünç verilebilir kısa vadeli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır» (8).

Para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki belirli farkları özetlemek icabederse;

Para piyasası ihtiyat tasarrufla beslendiği halde sermaye piyasası yaratıcı tasarrufla beslenmektedir. (9)

İhtiyat tasarruflar nominal gelir üzerinden, buna mukabil yaratıcı tasarruflar reel gelir üzerinden ayrıldığına ve bu iki piyasayı besliyen kaynaklar bu şekilde farklı olduğuna göre bu iki piyasanın da birbirinden farklı olması tabiidir.

Para piyasasında kısa vadeli krediler söz konusu olduğu için kolaylıkla elde edilebildiği halde, sermaye piyasasından uzun vadeli kredi temin edebilmek için teşebbüsün bünyesini iyiden iyiye tetkik zarureti vardır.

«Sermaye piyasasında taraflar (yani borçlu — alacaklı) arasında iktisadî bağlar çok sıkı olduğu halde para piyasasında bu bağ o kadar sıkı değildir».

«Para piyasasından temin edilen krediler kolaylıkla mobilize edilebildiği halde, sermaye piyasasından temin edilen yatırım kredilerinin mobilize edilmesi hem riskli, hem de epeyce zaman alır» (10).

Para piyasası, sermaye piyasasından farklı olarak faiz üzerinden çalışır. «sermaye piyasası kotasyon ve fiat hareketleri ile ilgilidir. Para piyasası sermaye piyasasının gösterdiği fiat dinamizmi-

(8) Oluç, Mehmet : a. g. e., sh. 455.

Lukas, Eduart : Ged und Kredit sh. 180 Heidelberg 1951.

Lipefrt, Helmut: der Geldmarkt sh. 3 — 7 Frankfurtam Moin 1963.

(9) Rist, Charles: «Tasarruf Teorisi» Tercüme B. Gürsoy, S. B. F. Dergisi 1947 sayı 1 — 4 sh. 166 vd.

C. Rist'e göre ihtiyat tasarruf, muvakkat bir zaman için istihlâkından vazgeçilen paralardır. Bu manâda muamele saikiyle elde tutulan ve kısa vadeli olarak bankalara tevdi edilen tasarruflar ihtiyat tasarruftur. Yaratıcı tasarruf ise istihlâklerinden istihsal veya mali plâsmanlar için vazgeçilen paralar olup, spekülasyon amacıyla aksiyon ve obligasyonlara yatırılan tasarrufları ifade etmektedir. Geniş bilgi için bk. a. g. m, sh. 177 vd.

(10) Ferman, Cumhuriyet : a. g. e., sh. 61.

ni gösteremez. Faizde az çok istikrarlıdır». (11) Buraya kadar yapmış olduğumuz ayırım daha ziyade meselelerin teorik yönden anlaşılmasına yardım edebilir (12) Çoğu zaman para ve sermaye piyasaları birbirlerini tamamlar görünüş arzederler.. Şöyleki;

«Eğer millî ekonomi sermaye piyasasında aşırı (boom) emareleri gösterirse yatırımcılar bu piyasayı beslemekten çekinmeye başlar, sermayesini likid hale getirebileceği kısa vadeli para piyasasına aktarır» (13).

Diğer yandan kısa vadeli para piyasasına ait muameleleri sıhhatli bir şekilde yürüten bankalar sisteminin zayıflaması aynı zamanda sermaye piyasalarının zayıflamasına da yol açar. Zira ihtiyat tasarruflar bankalar sistemi iyi işlemediği takdirde, bunlar birer iddihardan ileri gidemiyeceklerdir.

Nihayet şunu bilhassa belirtmek gerekir ki, uzun vadeli senetlerin alınıp satıldığı sermaye piyasalarının gelişmesi için kısa vâdeli piyasaların mevcudiyeti şarttır. Zira bir ekonomide uzun vadeli fonlar yanında kısa vade ile verilmek istenen fonlarda vardır. Kısa vâdeli fonlarla yatırımların finansmanına girişmenin doğuracağı iktisadî buhranlar söz götürmez derecede açıktır (13 a) Netice olarak şunu söyleyebiliriz, kısa ve uzun vâdeli kredi piyasaları birbirlerini tamamlayan müesseselerdir. İkisinin birlikte geliştirilmesi gerekir.

Sermaye piyasalarından beklenenler

Sermaye piyasaları sermaye arzında bulunan tasarruf sahipleri ile bu sermayeleri talep edecek olan müteşebbisleri bir araya ge-

(11) Elmalı, Mustafa: Sinaî Gelişmede Yatırım Bankaları ve Yatırım Sigortaları, Ankara, 1961

Weber, Adolf : Allgemeine Volkswirtschaftslehre sh. 312. München und Leipzig 1932.

(12) Ferman, Cumhuriyet: a. g. e., sh. 61 den aynen, alınmıştır. Para piyasası ile sermaye piyasasını birbirinden ayırmaktaki güçlüğü nazara alan Nathan şöyle bir ayırım yapıyor. «..... Bu görüş açısından hareket ederek sermaye piyasası, ihtisas kazanmış iş adamlarına, çok kısavadedeli parayı daha uzun vadeli hale getirmek veya uzun vadeli olarak bağlanan paraları temsil eden menkul kıymetlerin kısa vadeli bir hale konulmasına imkân vermek suretiyle bütün bunlar âmir kaideler tekniğine tabi olarak tahakkuk ve icra ettiren bir plân veya çarklar topluluğudur.

(13) Elmalı, Mustafa : a. g. e., sh. 53.

(13 a) İktisadî Araştırmalar Tesisi. a. g. e., sh. 73.

**M. arası kuruluşların ve Türkiye'ye Yardım Konsorsiyumuna
iştirak eden memleketlerin verdikleri kredilerin durumu
(14 Kasım 1964 itibariyle)**

TABLO : 6

	1 9 6 3 te			1 9 6 4 te		
	Kredi yekûnu	kullanılan miktar	Bakiye	Kredi yekûnu	Kullanılan miktar	Bakiye
Avusturya	900.000	900.000	—	—	—	—
Belçika	1.600.000	P 1.300.000 D 97.500	— 202.500	—	—	—
Kanada	—	—	—	—	—	—
Danimarka	—	—	—	506.722	—	506.722
Fransa	25.000.000	(x) 6.742.696	18.257.304	10.000.000	—	10.000.000
Almanya	40.000.000	28.500.000 (xx) 11.500.000	—	40.000.000	15.939.073 (xx) 61.075.903	17.985.024
İtalya	10.000.000	10.000.000	—	—	—	—
Lüksemburg	—	—	—	100.000	—	100.000
Hollanda	1.750.000	1.750.000	—	—	—	—
Norveç	—	—	—	—	—	—
İsveç	1.005.000	—	1.005.000	1.005.000	—	1.005.000
İsviçre	—	—	—	—	—	—
İngiltere	10.800.000	10.800.000	—	10.800.000	8.213.926 (xx) 2.400.000	186.074
A. B. D.	76.000.000	76.000.000	—	76.600.000	51.000.000	25.600.000
Toplam	167.055.000	147.590.196	19.464.804	139.011.722	83.628.902	55.382.820
EMA (xxx)	50.000.000	50.000.000	—	20.000.000	20.000.000	—
IDA	21.700.000	1.649.915	20.050.085	29.000.000	—	29.000.000
IMF	21.500.000	21.500.000	—	21.500.000	19.000.000	2.500.000
Toplam	93.200.000	73.149.915	20.050.085	70.500.000	39.000.000	31.500.000
Genel Toplam	260.255.000	220.740.111	39.514.889	209.511.722	122.627.902	86.882.820

(xxx) Proje kredisi.

(xx) Tecil (tehir)

(x) Avans

tiren organizasyonlar olduklarına göre bunlardan birtakım faydalar beklenecektir.

Bir kere hisse senedi ve tahvil satın alan bir kimsenin başlıca iki gayesi vardır. İlk gaye, aldığı kıymetli evrakın senelik belirli ve devamlı bir gelir temin etmesidir. İkincisi ise bu kıymetli evrakın ihtiyaç hissedildiği anda zarara uğramadan nakde çevrilebilmesidir. (41). Bir sermaye piyasasının teşkili bu iki gayeyi de gerçekleştirebilecektir. Şöyle ki:

Hemen her sahada olduğu gibi piyasasızlık alıcının aleyhindedir. Bilindiği gibi tasarruf sahipleri, menkul kıymet alıcısı olarak piyasada görünürler. Tasarruf sahipleri çok sayıda alıcı ve satıcı karşılaştıkça durumundan emin olur ve kendisinin satıcıya bir rant ödememesini sağlar.

Bir tasarruf sahibi acil para ihtiyacı karşısında herhangi bir zarara uğramadan elindeki menkul kıymetleri paraya çevirebilme imkânına sahipse bu menkul kıymetleri talep edecektir. Eğer ekonomide sermaye piyasası tam ve mükemmel bir şekilde tesis edilmişse, hisse senetlerini rehin bırakıp borç para temin etmek mümkün olduğu gibi, kolaylıkla paraya (nakde) çevirebilme imkânı da var demektir.

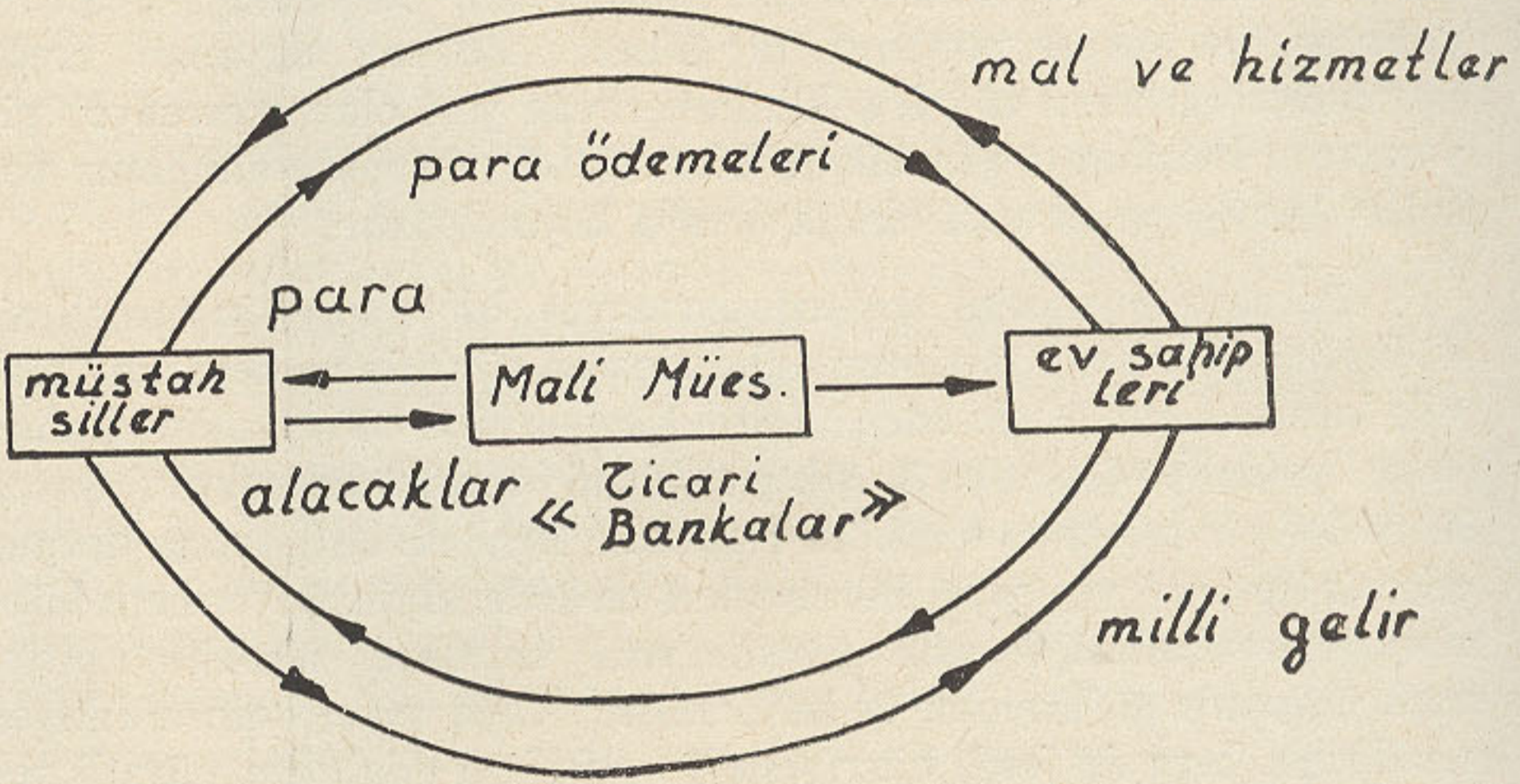
Bir sermaye piyasasını teşkilâtlandırmanın faydalarından biri de onun ilân ve neşriyat faaliyetidir. Zira teşebbüslerin (yani satıcı olan ve sanayi ile iştigal eden anonim şirketlerin) kâr — zarar tabloları ve bilânçolarının ilânı tasarruf sahibine, tasarruflarını yatırırken bir emniyet hissi verecektir.

Diğer yandan sermaye piyasalarının firmalara da bir takım faydalar sağladığı bir gerçektir. Genellikle sermaye piyasalarında sermaye alıcısı sınaî faaliyetlerle uğraşan, aksiyon ve obligasyon çıkararak anonim şirketlerdir. Piyasanın, mevcudiyeti dolayısıyla onun ilân ve neşir faaliyeti anonim şirketlerin bedelsiz reklâmını sağladığı gibi, piyasada durumu iyi olan şirket hisse senetlerine rağbet artıracığı için ihraç masraflarının alıcıya inhisarını mümkün kılar (15). Böylece sınaî işletmeler ilâve sermaye ihtiyaçlarını düşük bir maliyetle temin edebilme imkânlarına kavuşmuş olabileceklerdir.

(14) Egeli, Reşit: Sermaye Seminerleri sh. 24

(15) Kazgan, Haydar: Türkiyede Bir Sermaye Piyasası Kurulması İktisat Fakültesi Mecmuası yıl 1958 sayı 1 — 4.

Ayrıca sermaye piyasalarının millî ekonomiye olan tesirlerinden de bahsetmek yerinde olur. Sermaye piyasaları mevcut tasarrufların, yatırımlara intikalini (transferini) süratli bir şekilde sağlamaktadırlar. Bilindiği gibi ticarî bankalar, topladıkları mevduatları (ki bunlar iktisaden geri kalmış ekonomilerde vadesiz veya kısa vâdelidir. Yatırımlarda kullanılmaması icab eder) yatırım yapmak isteyen müteşebbislere vermek isterken daima bir gecikme — zaman bağı — mevzubahistir. Halbuki yatırımlar ve bunların finansmanı bakımından zaman faktörünün rolü inkâr edilemez.



Yukardaki şekli bir para piyasasındaki tasarruf ve yatırım vetresinin bazan iktisadî akışı yavaşlatabileceğini göstermektedir. (16)

Buraya kadarki izahlarımızdan görülüyor ki bir sermaye piyasasının teşkili kısa vâdede yeni veya gelişen işletmelere para temin ederken bunun sonucu olarak tasarruflara verimli yatırım alanları bulmakta, yeni bir likitdite kaynağı yaratmaktadır. (17). Ayrıca uzun vâde de firmaların verimleri artmakta, artan verim neticesi millî gelirin şahıs başına düşen miktarı fazlalaşmaktadır. Bu kriter ise iktisaden kalkınmayı ifade ettiğine göre istenilen de gerçekleştirilmiş demektir.

(16) Şekil Prof. Eric, W. Lawson'un sermaye piyasası Seminerlerinde verdiği tebliğden alınmıştır. sh. 41.

(17) Eric, W. Lawson: a. g. tebliğ sh. 38 vd.

Sermaye Piyasasının Kurulmasında Gerekli Şartlar

Hiçbir müessese kendiliğinden meydana gelmez. O müesseseyi veya piyasayı yaratan bazı şartların önceden yerine getirilmesi gereklidir. Konumuz olan sermaye piyasası için bu şartlar üçlüdür: Emniyet, likidite ve kârlılık.

Emniyeti hem iktisadî hemde hukukî mânâda ele almak gerekir. *İktisadî* mânâda emniyet daimi bir enflasyon korkusunun giderilmiş olmasını ifade eder. Bilindiği gibi enflasyon, millî gelirin dağılımını bozar. Paranın satın alma gücü düşüş seyri takip ettiğinden bilhassa borçlunun lehine alacaklının aleyhine sonuçlar doğurur. Bu hal ise tamamen bir itimat unsuruna dayanan kredi muamelelerinin uzun vâdeli şeklinin cereyan yeri olan sermaye piyasasının kurulması için büyük bir engeldir. Aşağıda aldığımız pasaj bu gereği gayet açık olarak ortaya koymaktadır.

«Paranın kıymetini soysuzlaştırmanın, bir cemiyetin temellerini herhangi bir şen'i tertipten daha sinsice, sür'atle ve devamlı olarak kurutacağını ifade eden Lord Keynes'dir». «Enflasyon halindeki modern devlet şu 3 şıktan birini tercih edecektir. Şayet hem sür'atle sermaye teraküm ettirecek, hem de enflasyona devam edecek ise ferdî ve sosyal hürriyetleri terkedecektir. Şayet hem hürriyetleri muhafaza, hemde süratle yeni sermaye teraküm ettirmek istiyorsa enflasyonu terkedecektir. Veya şayet hem enflasyona devam hem de ferdî hürriyetleri muhafaza edecekse, süratli yeni sermaye teşekkülü ümitlerini terkedecektir. (18).

Diğer taraftan bazı müelliflerce enflasyon sermaye piyasasının teşekkülünde faydalı görülmektedir. Bu müelliflere göre; enflasyon hisse senetlerine hücumu sebep olur. Çünkü **hisse senetleri enflasyonda aynı bir kıymet olarak** muamele görürler: Sermaye piyasasına rakip diğer sahalara — ezcümle altına — yatırılan paraların, hisse senetlerine yatırıldığı takdirde spekülasyon gayesi yanında bir de temettü kazancı vardır. Böylece enflasyonla beraber yükselen monoter tasarruflar hisse senetlerine yatırıldığı takdirde firmaların ilâve yatırımlarının finansmanı mümkün olur. Yeni yatırımlar neticesi arzın artışı enflasyonun şiddetini azaltarak istenilen sonuç elde edilmiş olur (19).

(18) M. R. Masani : Hükümet İktisadî Siyasetleri sh. 420 Sanayide Yatırım ve Sermaye Terakümü adlı kolektif eser içinde İst anbul 1963. ?

(19) Kazgan, Haydar : a. g. m. sh. 433. Yazar bu fikri Brescioni Turrone'nin «Corso di — Economia Politica» adlı eserinden naklediyor.

Hukukî manâda emniyet, finansmanına iştirak ettiğimiz firmaların günün birinde devletleştirileceğinden millileştirileceğinden endişe edilmemesini ifade eder.

Sermaye piyasası bilindiği gibi özel yatırımların finansmanını sağlayan bir piyasadır. Onun için tasarruf ve yatırım sahiplerinin tam bir güvenlik içinde çalışmalarını imkânı sağlanmalıdır. Örneğin İngiltere'de 1950 lerde sanayiın kısmen millileştirilmesi halinde menkul kıymetler borsasının lüzumsuzluğu fikri ortaya atılmıştır. (20)

Gelişmekte olan bir para ekonomisinde paranın likiditesine büyük bir önem verildiği görülmektedir. Sermaye piyasasının görevi-hisse ve borç senedi (esham tahvilât) şeklinde kolaylıkla paraya çevrilebilecek vasıtaları temin etmektir. Tasarruf sahibini tasarrufunu piyasasına rakip diğer sahalara yatırmaktan vazgeçiren unsur, sağladığı diğer imkânlar yanında — örneğin temettü geliri ve enflasyona karşı aynı bir kıymet olarak muamele görmesi — bu sahalardaki likidite imkânlarını sermaye piyasasının da sağlamasıdır.

Burada likiditeden anlaşılan hisse ve borç senedine cinsi ne olursa olsun istendiği zaman bir bedel üzerinden alıcı bulabilme ve nakde tahvil edilebilmesidir (21). Bugün ticarî bankalara olan itimat ve itibar yatırılan tasarrufların likid halde her an geri alınabilmesindedir. Son yıllarda likiditeyi temin için menkul kıymetleri ihraç eden müesseselerin veya ihracına yardım eden kalkınma bankalarının menkul kıymetleri muayyen fiattan geri satın alma garantisi verme yolunu benimsedikleri görülmektedir (22).

Sermaye piyasasının teşkilinde rol oynayan üçüncü faktör ise kârlılıktır. Tasarruf sahibi biriktirmiş olduğu tasarruflarını en iyi bir şekilde işletmek, değerlendirmek ister. Bu rasyonel davranışın neticesidir. Tasarruf sahiplerini sermaye piyasasına rakip diğer sahalara cezbeden faktör bu piyasalarda kârlılığın yüksek olmasıdır. Memlekette carî faiz haddi ile şirketlerin dağıttıkları temettü

(20) Elmalı, Mustafa: a. g. e., sh. 61. The Uublic and Stock exchange, The Banker Nisan 1950 den naklediyor.

(21) Halm, N George: a. g. e., sh. 272 vs.

Eric W. Lawson : Sidney M. Robbins: Sermaye Piyasası Seminerleri sh. 86 İstanbul 1963.

(22) Örneğin; «Ereğli Demir — Çelik Fab. hisse senetlerinin piyasaya ihraçı konusu tartışıldığında borsa acenteleri asgarî % 6 temettü garantisi yanında geri satın alma garantisi verilmesinin ihracın başarıya ulaşması için zaruri olduğu hususunda ısrar etmişlerdir». Yazıcı Bülent. a. g. m., sh. 147 vd.

arasında bir muvazene olması şarttır. İktisaden kalkınma safhasında bulunan ekonomilerde bilinen sermaye kıtlığı dolayısıyla faiz hadleri oldukça yüksektir. Ekseriya % 18 — 20 arasında değişir. «Dünyanın hiçbir ülkesinde uzun vâdeli sınaî yatırım yapmak isteyen ciddi bir iş adamı % 18 — 20 faizle borçlanarak yatırım yapmak istemiyeceği gibi temettü ödemelerini de yapacak imkânını bulamaz. Diğer yandan ellerindeki fonları bahis konusu raiçlerden plâse etmek imkânı mevcut bulundukça hiçbir müessese veya şahıs, bunun çok altında bir kârlılık vâdeden işletmeye ortak olmaz veya borç vermek istemez.» (23).

Ancak yüksek faiz ve temettü ödeme mecburiyetinde kalan firmaların bu ödemeleri yapabilmek için daha prodüktif çalışma imkânlarını arayacakları düşünülebilir. Böylece millî ekonomi yönünden kamçılایıcı bir tesir yaratabileceği söylenebilir. Bu ifade-miz sermaye maliyetinin sermayenin prodüktivitesini aşmadığı ölçüde doğrudur.

O halde iktisaden kalkınmada sermaye piyasası teşkilinden bir fayda bekleyen ekonomilerde faiz hadlerinin düşmesini temin edecek iktisadî tedbirlerin alınması gerekmektedir.

Sermaye Piyasasının Müesseseleri

Halkın elinde biriken tasarruflar, ya yatırım faaliyetlerinin finansmanında kullanılmak üzere başka ellere veya tasarruf sahiplerinin kendilerinin yer aldıkları şirketlere yatırılır. «Birinci şekil, geniş hissedar kitlesine sahip anonim şirketlerin hisse senetlerini satın almak, bankalara tevdiat yapmak veya anonim şirketlerin tahvillerini satın almaktır. İkinci tarz ise limited şirketlere yatırılan sermayeleri ile aile şirketi halinde anonim şirketlere yatırılan sermayelerdir». «Birinci şekle giren likit sermaye terakümü hisse senetlerinin alınıp, satılacağı bir sermaye piyasasının hakiki kaynağını teşkil eder», (24).

Yukarıda izah edilen hisse senetlerinin ihracı ve satın alınması hususunda Kalkınma Bankaları mühim rol oynıyabilirler. Şöyle ki; ilk safhada finansmanına iştirak ettikleri sınaî müesseselerin hisse

(23) Üstünel, Besim: Sermaye Piyasasını Geliştirmenin temel şartları. Milliyet, 19 Aralık 1965.

(24) Türkiyede Hususî Sınaî Teşebbüslerin Finansmanında Hadim olmak üzere bir sermaye piyasasının tesis ve teşviki şart ve usulleri hakkında rapor. sh. 15, İstanbul 1953.

senetlerinden bir portföy tesis ederler. Portföy tesisini takip eden ikinci safhada hisse senetlerinin piyasada satışına başlanır. Elde mevcut olan portföye bir yandan alım, diğer yandan da satış suretiyle bir elâstikiyet verildikten sonra sermaye piyasasında mühim hareketler görülebilir.

Tabii bütün bu bahsettiklerimiz, halkın kıymetli evraklarla alım satım alışkanlığına sahip ve anonim şirketler hakkındaki bilgilerin sıhhatli ve doğru olmasına bağlıdır. (25).

Halkın kıymetli evraklara rağbetini sağlamak için gerekli likidite, emniyet ve rantabilite meselelerine yukarda şaret etmiştik. Bunun yanında kalkınma bankaları ve hisse senedi ihraç eden müesseselerin alıcılarına bazı garantiler vermesi de mümkündür. Bunlar asgarî temettü garantisi ile muayyen fiattan geri satın alma garantileridir. Kalkınma bankaları politikalarını iyi ayarladıkları takdirde herhangi bir riskle de karşılaşmazlar.

«Kalkınma bankalarının hisse senedi ihracında girişebilecekleri diğer bir faaliyette Unterwriting'dir. Ekseriya bir sermaye piyasasının nüvesinin mevcut olduğu ekonomilerde görülmektedir (26)».

Ayrıca kalkınma bankaları kendi hisse senetlerini satmak yolu ile de sermaye piyasalarının teşekkülüne yardım edebilirler. Örneğin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında en revaçta hisse senetleri Türkiye Sinaî Kalkınma Bankasına ait hisse senetleridir.

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren diğer bir banka nevide yatırım bankalarıdır. Bu bankalar sınaî sektöre uzun vâdeli kredi sağlamak amacıyla anonim şirketlerinin hisse ve borç senetlerini satın aldıktan sonra, tasarruflarına yatırım shası arayan tasarruf sahiplerine satmak suretiyle çalışırlar. Verdiğimiz izahattan yatırım ve kalkınma bankalarının aynı anlama geldiği çıkarılmamalıdır. Zira iki banka oldukça farklıdır. Bir kere yatırım bankaları sermaye piyasasının teşekkül ettiği bir ortamda faaliyet gösterdiği halde, kalkınma bankaları bir sermaye piyasasının kurulmasına yardımcı bankalardır. İkinci olarak kalkınma bankaları ekonomiyi yalnız finansman bakımından değil, aynı zamanda teknik ve ekonomik

(25) Yazıcı, Bülent: a. g. m., sh. 145 vs.

(26) Yazıcı, Bülent: a. g. m., sh. 148 vd.

bakımdan da kalkındırmayı gaye edinmişlerdir. (27).

Sermaye piyasalarında özellikle gelişmiş ekonomilerde faaliyette bulunan diğer bir müessese de «yatırım trösleridir». Bu trösler halktan topladıkları sermayeleri yatırım bankalarına aktarmak suretiyle, bankadan yatırım finansmanı talebinde bulunarak devlet veya hususî sektör teşebbüslerine iştirak ederek veya borç vererek bir «yatırım müessesesi» görevi başarırlar. (28).

Yatırım tröstlerinin belki de en mühim görevi, halka piyasada mevcut şirketlerin umumî gidişi hakkında bir fikir vererek onların yapacakları yatırımlarında bir itimat telkin etmesidir. Yani bu trösler piyasada iktisaden iyi durumda olan, prodüktif firmaları tespit edebilme imkânlarına sahip olup, ancak onların hisse ve borç senetlerini ihracında mutavassıt fonksiyonu yaparlar (29). Böylece tasarruf sahipleri yapacakları plâsmanların emin olup, olmadığı tahkik külfetinden kurtulmaktadırlar.

Genel olarak sermaye piyasalarında alıcı sınaî faaliyetlerle uğraşan **Anonim Şirketler**dir. Bu şirketler, hisse ve borç senedi ihrac etmek suretiyle piyasada tasarruf arzına eşit bir talep yaratırlar. Böylece tasarrufların yatırımlara intikalinde azamî sür'at sağlanmış olmaktadır. Tabii buradaki anonim şirket iktisadî ve malî anlamda yani halka açık anonim şirketler olup, aile şirketi halindeki anonim şirketler konumuz dışındadır.

Anonim şirketler birbirlerinden uzakta olan ve iktisadî bir şekilde de kullanılmayan küçük tasarrufları biraraya getirmede bir alet olarak kullanılabilir.

«Hisse mülkiyetinin sermaye piyasası kanalıyla dağılması mülkiyet ve idarenin birbirinden ayrılması prensibine yol açarak, idareciliği meslek edinmiş bir gurubun yetişmesine imkân verecektir». (30) Bu suretle halkın şirket işlerinin emin ve ehliyetli ellerinde yürütüldüğü hakkında itimadı sağlanmış olur ki, bu bir sermaye piyasası kurulması için ön ve zarurî bir şarttır.

(27) Örneğin; Türkiye Sınaî Kalkınma Bankasının statüsünde bankanın gayeleri gurupta toplanmıştır.

1— Memleket sınırları içinde mevcut sınaî teşebbüsleri tevsii ve islah ve yenilerinin kurulması için kredi vermek ve teknik yardım yapmak.

2— Yabancı sermayenin memlekete gelmesini kolaylaştırmak;

3— Türkiye'de bir sermaye piyasasının inkişafına çalışmak ve yardımcı olmak.

(28) İktisadî Araştırmalar Tesisi I — 1964 a. g. e., sh. 8.

(20) Staats Lexion: Kapitalanlagegesellschaft bahsi sh. 499. vd.

(30) Eric, W. Lawson — Sidney M. Robbis :a. g. e., sh. 67.

S o n u ç

Sermaye piyasasının teşekkülü iktisadî, içtimaî, malî ve hukukî meselelerle ilgili kompleks bir vetiredir. Gelişmekte olan bir ekonomide sermaye piyasasında ani bir gelişme beklenemez. Asıl olan bu piyasaların teşekkülüne yardımcı olacak nizamı ve iklimi yaratmak, iktisaden kalkınmayı arzulayan ekonomilerin halletmek zorunda oldukları meseleler olarak ortaya çıkmaktadır. Bu meselelerin çözümünde devletin öncülük etmesi, maliye ve vergi politikalarını yukarıda sözünü ettiğimiz müesseselerin doğmasına yardım edici istikamette tayin etmeleri gerekmektedir.

B İ B L İ Y O G R A F Y A

- Elmalı, Mustafa : Sınâî Kalkınmada Yatırım Bankaları ve Yatırım Sigortaları Ankara 1961.
- Ferman, Cumhuri : Türkiyede Sanayi Kredisi. İstanbul 1951
- Halm, N. George : Geld, Ausseuhandel und Beschäftigung München 1957
- Kazgan, Haydar : Türkiyede bir sermaye piyasası kurulması İktisat Fak. Dergisi, Yıl 1958 cilt: 19.
- Lawson, W. Eric : Sermaye Piyasası Seminerleri., Kasım 1963
- Linfert, Helmut : Der Geldmarkt Frankfurt am Main 1963
- Lukas, Eduart : Geld und Kredit Heidelberg 1951.
- Masani, M. R. : Hükümet İktisadî Siyasetleri Sanayide Yatırım ve Sermaye Terakümü İstanbul 1963.
- Oluç, Mehmet : İşletme Organizasyonu ve Yönetimi. İstanbul 1963.
- Rist, Charles : Tasarruf Teorisi Ter. B. Gürsoy. S. B. O. Dergisi 1948.
- Üstünel, Basim : Sermaye Piyasasını geliştirmenin Temel Şartları. Milliyet 19. Aralık. 1964
- Yazıcı, Bülent : Sanayi Kredisi Müesseseleri Sanayide Yatırım ve Sermaye Terakümü İst. 96.
- Weber, Adolf : Bankredit und langfristige Investitionen Berlin, 1954.
- İktisadî Araştırmalar Tesisi : Türkiyede Sermaye Piyasası Kurulması İstanbul 1964.
- Kollektiv Rapor : Türkiyede Hususî Sınâî Teşebbüslerin Finansmanında hadim olmak üzere bir sermaye piyasasının tesis ve teşviki şart ve usulleri hakkında rapor. İstanbul 1953.
- Staats Lexion : Kapitalanlage gesellschaft bahsi.