

REEL SEKTÖRÜN FİNANSMANINDA SERMAYE PİYASALARININ ROLÜ

Ersan ERSOY*

ÖZ

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de sermaye piyasasına sunulan kaynaklardan reel sektörün ne derecede faydalandığını incelemektir. Türkiye’de finansal sistem hızlı bir büyüme sürecindedir. Banka dışı finansal kurumların finansal sistemdeki payları artmaktadır. Menkul kıymet stokları ve menkul kıymet ihraçları ve dolayısıyla sermaye piyasasına yönelen kaynaklar yıllar itibariyle artış göstermiştir. Ancak bu kaynakların büyük kısmının kamu kesimi tarafından kullanılması, sermaye piyasalarının tasarrufların verimli yatırımlara aktarılmasını sağlama işlevini tam olarak yerine getiremediğini göstermektedir. Son yıllarda finansal araç çeşitliliğinin artması ve reel sektörün yeniden finansman bonusu ve tahvil ihraç ederek fon sağlamaya başlaması, reel sektörün fon sağlama olanaklarının gelişmesi ve fon kaynaklarının çeşitlenmesi açısından önem arz etmektedir. Ayrıca halka açılan şirket sayısı düşük düzeylerde, ancak şirketlerin halka açılma oranları yükselmektedir.

Anahtar Kavramlar: Reel Sektörün Finansmanı, Sermaye Piyasası, Finansal Sistem

THE ROLE OF CAPITAL MARKETS ON FINANCING REAL SECTOR

ABSTRACT

The aim of this study is to examine to what extent the real sector makes use of funds presented to the capital markets in Turkey. The financial system in Turkey is in the process of rapid growth. The share of nonbank financial institutions in the financial system is increasing. Securities and issuance of securities and therefore the funds going towards the capital market have increased by years. However, the use of the majority of these funds by public sector indicates that the capital markets cannot carry out fully its function of transferring savings to productive investments. Recently, the increase in the diversity of financial instruments and real sector’s fund-raising by issuing corporate papers and corporate bonds again are important with respect to improvement in real sector’s raising funds and diversification of fund sources. Furthermore, the number of initial public offerings is low, but the rate of initial public offerings of companies is growing.

Keywords: Financing Real Sector, Capital Market, Financial System

* Yrd. Doç. Dr., Nevşehir Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü.
Makalenin kabul tarihi: Temmuz 2012.

GİRİŞ

Ekonomik kalkınma açısından tasarrufların verimli yatırım alanlarına kanalize edilmesi özellikle gelişmekte olan ülkeler için son derece önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik gelişim sürecinde karşılaştıkları en önemli sorunlardan biri, tasarrufların artırılması ve bu tasarrufların etkin bir şekilde yatırımlara dönüştürülmesidir. Sermaye birikiminin hızlandırılmasında, tasarrufları yatırımlara aktaracak bir finansal sistemin oluşturulması büyük önem taşır (Kargı, 1998: 1). Hem teorik, hem de ampirik kanıtlar güçlü bir finansal sistemin ekonomik büyümeyi hızlandıracağını göstermektedir. Sağlam bir finansal sistem belirli fonksiyonları yerine getirerek sermaye birikimini, tasarruf oranını ve teknolojik yeniliği etkilemekte ve ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır (Algüner, 2006: 1). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, tasarrufları finansal sistem içerisinde değerlendirmede ve fon akışını sağlamada alternatif bir sistem olarak sermaye piyasalarının işlerlik kazanması ayrı bir öneme sahiptir. Sermaye piyasasının işlerlik kazanması temelde iki amaca yöneliktir. Birincisi, tasarruf sahiplerine farklı getiri ve risk kombinasyonlarından oluşan çeşitli yatırım alternatifleri sunarak daha çok tasarruf sahibini bu araçlara yatırım yapmaya yönlendirmek ve böylece tasarruf miktarını artırmaktır. İkincisi ise bu tasarrufların piyasa mekanizması tarafından en verimli yatırımlara aktarılmasını sağlayıp ülke ekonomisinde kaynakların kullanımını rasyonel hale getirmektir (Kargı, 1998: 1). Sermaye piyasalarının ekonomik açıdan en önemli işlevlerinden biri de finansal piyasalara likidite ve bilgi sağlamak, fiyat oluşum mekanizmasının etkin bir şekilde çalışmasına katkıda bulunmaktır. Bu açıdan, piyasa dengesini belirleyen arz ve talep unsurlarının doğru bilgi temelinde karşılaşmaları, ekonomideki kaynakların etkin dağılımını etkilediği için kritik öneme sahiptir (TOBB, 2008: 52).

Tasarrufların ekonomiye kazandırılması ve kaynakların etkin bir şekilde dağılımını sağlamak için Türkiye’de 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış, 1985 yılında İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) faaliyete geçmiş, 1986 yılında da ilk alım satım işlemleri başlamıştır. Böylece şirketler otofinansman, banka kredisi ve satıcı kredileri dışında finansman bonusu, tahvil, hisse senedi gibi menkul kıymet ihraçları ile sermaye piyasalarından fon sağlama olanağına kavuşmuşlardır. Özellikle uzun vadeli fon arzının yeterli olmadığı ülkelerde, şirketlerin uzun vadeli kaynak ihtiyaçlarını karşılayacak bir piyasaya sahip olmaları çok önemlidir. Çünkü şirketler bir yandan sermaye piyasasından sağladıkları kaynakları kullanarak yaptıkları yeni yatırımlar ile büyürken, bir yandan da ekonomik büyümeyi hızlandırırlar ve yeni istihdam alanları yaratırlar.

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de reel sektörün finansmanda sermaye piyasasından ne derecede faydalandığını araştırmaktır. Çalışmada öncelikle finans sisteminin aktif büyüklüğü ve GSYH’ ya (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) oranı, reel sektöre verilen kredilerin toplam krediler içindeki oranı ve finans sisteminde

faaliyette bulunan kuruluşların sayıları, daha sonra da menkul kıymet stokları, menkul kıymet ihraçları ve halka arz verileri incelenmiştir.

I. FİNANSAL SİSTEM VE UNSURLARI

Çalışmanın bu kısmında finansal sistem ve bileşenlerinin genel yapısı değerlendirilmiştir. Tablo 1’de finansal sistem ve bileşenlerinin 2000-2010 döneminde aktif büyüklükleri sunulmuştur. Finansal sistemin bileşenlerinin aktif büyüklükleri yıllar itibarıyla yükselmiş ve 2000 yılında 193milyar TL olan finansal sistemin aktif büyüklüğü toplamı, yaklaşık 9 kat artarak 2010 yılında 1.738milyar TL’ye yükselmiştir.

Tablo 1: Finansal Sistemin Aktif Büyüklüğü (Milyar TL)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TCMB	30,9	82,8	74,1	76,5	74,7	90,1	104	106,6	113,5	110,0	128,4
Bankalar	106	173	213	250	306	407	500	581,6	732,5	834,0	1.007
Fin. Kiralama Şirk.	2,2	2,8	3,8	5,0	6,7	6,1	10,0	13,7	17,1	14,6	15,8
Factoring Şirk.	1,3	1,5	2,1	2,9	4,1	5,3	6,3	7,4	7,8	10,4	14,5
Tüketici Fin. Şirk.	0,0	0,0	0,5	0,8	1,5	2,5	3,4	3,9	4,7	4,5	6,1
Varlık Yönetim Şirk.	0,0	0,0	v.y.	v.y.	v.y.	v.y.	v.y.	0,2	0,4	0,4	0,7
Sigorta Şirketleri	2,5	4,0	5,4	7,5	9,8	14,4	17,4	22,1	26,5	33,3	31,0
Bir. Emeklilik Şirk.	0,0	0,0	0,0	3,3	4,2	5,7	7,2	9,5	12,2	15,7	17,8
M.K. Aracı Kur.	0,5	0,7	1,0	1,3	1,0	2,6	2,7	3,8	4,2	5,2	8,0
M.K. Yat. Ort.	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,7	0,6	0,7	0,7
M.K. Yat. Fon	1,9	4,8	9,3	19,9	24,4	29,4	22,0	26,4	24,0	29,6	29,7
İMKB Top. Piy.Kap.	46,7	68,6	56,4	96,1	133	218	230	336,1	182,0	350,8	472,6
G.M.Y.O. Girişim Serm. Yat. Ort.	0,9	1,1	1,1	1,2	1,4	2,2	2,5	4,1	4,3	4,7	5,1
Toplam	193	340	367	464	567	784	906	1.116	1.130	1.414	1.738
Toplam -TCMB Hariç	162	257	292	388	493	694	802	1.010	1.016	1.304	1.609
Toplam -TCMB -İMKB Hariç	116	188	236	292	360	476	572	673,6	834,4	953	1.137

Kaynak: BDDK, 2010: 137 ve BDDK, 2011: 18.

Tablo 1’de yer alan veriler değerlendirildiğinde üç temel nokta dikkat çekmektedir. Bunlardan birincisi, 2000-2010 döneminde Türk finans sisteminde yaşanan hızlı büyümenin temel dinamikleri bankacılık sistemi ve İMKB olmuştur. İkincisi, Türk finans sisteminin bankacılık ağırlıklı bir yapıya sahip olmasıdır. Bankacılık sisteminin Türk finans sistemi içindeki payı 2010 yılında toplamda %58, TCMB hariç tutulduğunda % 63, TCMB ve İMKB hariç tutulduğunda ise % 89’dur. Üçüncüsü, banka dışı finansal kurumların finansal sistemden aldığı payın artmasına rağmen 2010 yılında % 7,5 seviyelerinde kalmasıdır.

2004 sonrası dönemde bireysel emeklilik sigortasının etkisiyle sigorta şirketlerinin finansal sistem içerisindeki göreceli ağırlığı artmıştır (BDDK, 2010: 138). Sigorta şirketleri, menkul kıymet yatırım fonları, bireysel emeklilik şirketleri, finansal kiralama şirketleri ve faktoring şirketleri gibi banka dışı finansal kurumların, finansal sistemden aldığı payın yükselmiş olması, gerek finansal sistemin büyümesi ve derinleşmesinde, gerekse reel sektörün sermaye piyasalarından faydalanma olanaklarının artması bakımından son derece önemlidir.

Tablo 2’de finansal piyasaların derinleşme göstergesi olarak da kullanılan finansal sistemin GSYH’ya oranı verileri sunulmuştur. Söz konusu oran 2000 yılında % 116 iken, 2010 yılında % 157,2’ye yükselmiştir. Oranın yükselmiş olması finansal derinleşme adına olumlu bir gelişmedir. 2000-2010 döneminde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının GSYH’ya oranı değişmezken, TCMB’nin GSYH’ya oranı azalmış, finansal sistemin diğer bileşenlerinin GSYH’ya oranı ise artmıştır.

Tablo 2: Finansal Sistemin GSYH'ya Oranı

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TCMB	18,5	34,5	21,1	16,8	13,4	13,9	13,8	12,6	11,9	11,5	11,6
Bankalar	63,8	72,2	60,7	54,9	54,8	62,7	65,9	69,0	77,1	87,4	91,1
Fin. Kiralama Şirk.	1,3	1,2	1,1	1,1	1,2	0,9	1,3	1,6	1,8	1,5	1,4
Faktoring Şirk.	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	1,1	1,3
Tüketici Fin. Şirk.	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6
Varlık Yönetim Şirk.								0,0	0,0	0,0	0,1
Sigorta Şirketleri	1,5	1,7	1,5	1,6	1,8	2,2	2,3	2,6	2,8	3,5	2,8
Bir. Emeklilik Şirk.	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8	0,9	0,9	1,1	1,3	1,6	1,6
M.K. Aracı Kur.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,7
M.K. Yat. Ort.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
M.K. Yat. Fon	1,2	2,0	2,7	4,4	4,4	4,5	2,9	3,1	2,5	3,1	2,7
İMKB Top. Piy. Kap.	28,0	28,6	16,1	21,1	23,7	33,6	30,3	34,9	19,1	36,8	42,8
G.M.Y.O.	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Gir. Serm. Yat. Ort.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toplam	116,0	141,4	104,6	102,1	101,5	120,8	119,5	132,4	118,9	148,2	157,2
Toplam-TCMB Hariç	97,4	106,9	83,4	85,3	88,1	106,9	105,7	119,7	106,9	136,7	145,6
Toplam-TCMB ve İMKB Hariç	69,4	78,4	67,3	64,2	64,4	73,3	75,4	79,9	87,8	99,9	102,9

Kaynak: BDDK, 2010: 138.

2000-2004 döneminde genel olarak finansal sistemin GSYH'ya oranı düşmüştür. 2004 sonrası dönemde ise finansal derinleşme alanında önemli bir mesafe kat edilmiş ve 2004 yılında 101,5 olan finansal sistemin GSYH'ya oranı 2010 yılında 157,2'ye yükselmiştir. Ancak, AB üyesi gelişmiş ekonomilerle kıyaslandığında gelişmeye açık bir kapasitenin olduğu görülmektedir (BDDK, 2010: 140).

Finansal sistemin bileşenlerinden GSYH'ya oranı en yüksek olanı bankalardır. Dolayısıyla daha önce de belirtildiği üzere Türkiye'de finansal sistem bankacılık ağırlıklı bir yapıya sahiptir. Bankaların reel sektörün finansmanında oynadığı rol, ülke karşılaştırması yapılarak incelendiğinde bankacılık sisteminin ağırlığı daha açık görülecektir. Tablo 3'de Türkiye, AB (Avrupa Birliği) ve AB üyesi bazı ülkelerde reel sektöre verilen kredilerin toplam krediler içindeki oranı gösterilmiştir. Türkiye'de söz konusu oranın, tabloda yer alan AB üyesi ülkeler ve AB ortalamasının çok üzerinde olması, reel sektörün finansmanında bankaların büyük bir rol oynadığını göstermektedir. Türkiye'de reel sektörün sermaye piyasasının fon sağlama olanaklarından düşük düzeylerde yararlanması böyle bir durumun ortaya çıkmasında etkili olduğu söylenebilir.

Tablo 3: Reel Sektöre Verilen Krediler / Toplam Krediler

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AB	33	29	28	28	29	29	31
Fransa	40	37	37	36	36	35	37
İtalya	51	52	52	51	51	48	49
İspanya	45	45	45	45	47	49	49
Yunanistan	55	53	49	47	44	44	46
Polonya	48	46	46	41	39	37	35
Türkiye	83	78	70	67	69	67	63

Kaynak: BDDK, 2009: 25.

Tablo 4'de Türkiye'de faaliyette bulunan finansal kuruluşların sayıları verilmiştir. Finansal kuruluşların sayısında 2005-2006-2007 yıllarında bir değişiklik olmazken, diğer yıllarda azalış yaşanmıştır. 2005 yılında 440 olan finansal kuruluş sayısı, özellikle finansal kiralama ve faktoring şirketlerinin sayısındaki azalışın etkisiyle 2010 yılında 419'a düşmüştür.

İntibak süreci ve finansal şartlara uyum sağlayamamaktan kaynaklanan nedenlerle finansal kiralama şirketlerinin sayısında azalış yaşanmıştır¹ (BDDK, 2011: 18). Banka dışı finansal kurumların, hem sayısının hem de finansal sistemden aldığı payın yükselmesi, gerek finansal sistemin büyümesi ve derinleşmesinde, gerekse reel sektörün sermaye piyasalarından faydalanma olanaklarının artması bakımından son derece önemlidir.

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren portföy yönetim şirketleri, bireysel emeklilik şirketleri, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yapılanmaların artması, yatırımcı tabanının bireysel

bazdan kurumsal baza kayması suretiyle daha sağlam bir yapının şekillenmesine ve yatırımcıların tercihlerini daha etkin bir risk-getiri analizine dayanarak yapmasına zemin hazırlayacaktır (TOBB, 2008: 3).

Tablo 4: Finansal Sektörde Faaliyet Gösteren Kuruluşlar

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bankalar	51	50	50	49	49	49
-Mevduat	34	33	33	32	32	32
-Katılım	4	4	4	4	4	4
-Kalkınma Yatırım	13	13	13	13	13	13
-Yerli Özel	26	21	18	16	16	16
-Kamu	8	8	9	9	9	9
-Küresel Sermaye	17	21	23	24	24	24
Finansal Kiralama	84	81	68	50	47	35
Faktoring	88	86	86	81	78	76
Tüketici Finansman	9	9	9	10	10	11
Varlık Yönetimi	4	5	5	5	6	6
Finansal Holding Şirketleri	0	0	0	3	3	3
Sigortacılık	46	47	51	62	55	57
-Bireysel Emeklilik	11	11	11	12	13	14
-Reasürans	1	1	1	2	1	1
-Diğer Sigortacılık	34	35	39	48	41	42
Menk. Kıym. Aracı Kuruluşları	101	100	104	104	103	103
Menk. Kıym. Yatırım Ort.	26	30	33	34	33	31
Gayrimenkul Yat. Ort.	10	11	13	14	14	18
Girişim Sermayesi Yat. Ort.	2	2	2	2	2	2
Portföy Yönetim Şirketleri	19	19	19	23	23	28
Toplam Kuruluş Sayısı	440	440	440	437	423	419

Kaynak: BDDK, 2011: 18.

20. yüzyılın sonlarında uluslararası finansal piyasalarda giderek artan bir çeşitlilikle, borçlanma enstrümanları ve türev ürünler finansal piyasaların gelişmesine katkı sağlamış, daha geniş yelpazeli finansal araçlar ile derinleşmiş piyasalar, bankaların, banka dışı finansal kuruluşların, kurumsal yatırımcıların ve şirketlerin fon yaratmalarına ve karmaşık stratejiler uygulayarak karşılaştıkları riskleri daha iyi kontrol edebilmelerine olanak sağlamıştır. Ancak benzer ülkeler ile karşılaştırıldığında Türkiye’de sağlıklı bir finansal sistemin oluşturulması açısından önemli olan ve uluslararası finans çevreleri tarafından kabul gören standartların ve araçların uygulamasında geç kalınmış, yürürlüğe konan araçlar ise işlevselliklerini yitirmiştir (TÜSİAD, 2005: 22).

Gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, Türkiye’de finansal sistemin GSYH’ya oranı yeterli düzeyde değildir. Ayrıca finansal kurumlar ve finansal araçlar yeterince çeşitlilik arz etmemektedir. Bu durum, finans fonlarının büyüme hacmini olumsuz yönde etkilemekte ve bu fonların daha geniş bir alana yayılmasını engellemektedir. Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında işlem gören finansal araçların sadece bir kısmı kullanılmaktadır. Kullanılan bu finan-

sal araçların da az sayıda finansal kurum tarafından (özellikle bankalar) ihraç edilmesi önemli bir sorun olarak görülmektedir (Öztürk, Özyakışır, 2008: 343). Türkiye’de finansal sistem 1980’den bu yana ciddi bir gelişme eğilimi göstermiş, ancak istenilen büyüklüğe ulaşamamıştır. Finansal sistem henüz büyüme aşamasındadır. Gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında finansal piyasalar yeterli derinliğe sahip değildir, küçük ve sıkı bir yapı sergilemektedir. Gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında ise ortalamanın üzerinde seyretmektedir ve daha yüksek bir büyüklüğe sahiptir (Öztürk, Özyakışır, 2008: 320; TBB, 2009: 5). Türkiye’de sermaye piyasası gelişmiş ülkeler ile kıyaslandığında uzun bir geçmişe sahip olmamakla birlikte, gelişmiş olduğu aşama önümüzdeki yıllar için ümit verici bir noktada bulunmaktadır (TOBB, 2008: 51,71). Finansal hizmet sunan kurumların ve finansal araçların çeşitliliğinin ve derinliğinin artması, başta reel sektör olmak üzere tüm ekonomik birimlerin farklı ihtiyaçlarını karşılayabilecek bir yapının oluşmasını sağlayacaktır (DPT, 2007: 143).

II. MENKUL KIYMET STOKLARI

Reel sektörün sermaye piyasalarından faydalanabilmesi için öncelikle bu piyasaya olan fon arzının yeterli düzeyde olması gerekir. Fon arzının yeterli olabilmesi için de ülkedeki tasarruf düzeyinin yüksek olması gerekir. Ayrıca ekonomik birimlerin özellikle de hane halkının tasarruf düzeyi ile elde ettiği gelir arasında sıkı bir ilişki olduğunu ve bu bağlamda ekonomik gelişme ile sermaye piyasalarının gelişimi arasında sıkı bir bağ olduğunu da belirtmek gerekmektedir. Tasarruf oranının düşük olması sermaye piyasalarının gelişimini ve reel sektörün bu piyasadan faydalanma derecesini düşürecektir. Gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında Türkiye’de tasarruf oranının düşük olduğu ve sermaye piyasasına sunulan tasarrufların büyük kısmının da kamu tarafından kullanıldığı bilinmektedir. Nitekim Tablo 5’de sunulan menkul kıymet stoklarının kamu kesimi ve özel sektör olarak dağılımına bakıldığında, 2010 yılında toplam menkul kıymet stoklarından özel sektör % 19,7 oranında bir pay alırken, kamu kesimi % 80,3 oranında pay almaktadır. Devletin borçlanma gereksiniminin yüksek olması, özel sektör üzerinde bir dışlanma etkisi yaratmış ve menkul kıymet stoklarının büyük kısmının kamu kesimi menkul kıymetlerinden oluşmasına yol açmıştır. Diğer bir ifadeyle sermaye piyasalarına sunulan fonların çok büyük bir kısmının devlet tahvili ve hazine bonusu şeklinde kamu tarafından kullanılmasına neden olmuştur.

1986-1991 döneminde kamu kesimi menkul kıymet stoklarının toplam menkul kıymet stoklarından aldığı pay azalarak % 77’den % 56’ya gerilemiş, fakat 1992’den itibaren bu oran yükselmeye başlamış ve 2001 yılında % 92’ye çıkmıştır. 2002 yılında düşmeye başlayan bu oran, 2011 Haziran ayı itibarıyla % 79’a gerilemiştir. Özel sektör menkul kıymetlerinin toplam menkul kıymet stoklarından aldığı pay ise 2002 yılından itibaren yükselmeye başlamıştır. Ancak kamu kesiminin sermaye piyasalarındaki ağırlığı halen devam etmektedir.

Tablo 5: Menkul Kıymet Stokları (Milyon TL)

	Özel Sektör Menkul Kıymetleri										Toplam	Top. Mil. \$	Pay	
	H.S.	Tahvil	F.B.	VDMK	BB-BGB	KZOB	G.S.	Varant						
1986	0,80	0,13										0,94	1.240	23,2
1987	1,61	0,44	0,05									2,11	2.076	28,3
1988	3,13	0,54	0,12									3,80	2.096	31,1
1989	6,73	0,78	0,52							0,00		8,06	3.487	34,2
1990	14,48	1,39	0,21							0,00		16,14	5.514	38,9
1991	32,30	1,64	0,53							0,02		34,95	6.888	43,9
1992	49,14	1,67	0,76	9,04						0,02		60,69	7.094	31,0
1993	71,29	1,67	1,20	36,58						0,02		112,03	7.749	29,3
1994	109,24	1,41	0,21	19,95	0,05					0,02		130,88	3.407	18,0
1995	223,80	2,35	1,53	66,79	0,96					0,02		295,45	4.839	19,7
1996	424,73	2,72	2,88	8,01	0,33					0,02	2,71	441,39	4.106	13,4
1997	909,29	3,90	2,20	13,15	0,02					0,02	2,71	931,29	4.548	13,3
1998	1.885,95	5,49	0,00	7,31	0,03					0,00	0,00	1.898,77	6.072	13,9
1999	3.793,20	2,53	0,00	0,00	0,01					0,00	0,00	3.795,74	7.028	14,0
2000	6.866,82	1,16	0,00	0,00	0,00					0,00	0,00	6.867,98	10.224	15,7
2001	10.515,93	1,16	0,00	0,00	0,00					0,00	0,00	10.517,10	7.306	7,9
2002	13.176,82	0,00	0,00	0,00	0,00					0,00	0,00	13.176,82	8.062	8,0
2003	18.008,19	0,00	0,00	0,00	0,00					0,00	0,00	18.008,19	12.901	8,4
2004	25.186,44	0,00	0,00	0,00	0,00					0,00	0,00	25.186,44	18.766	10,0
2005	31.916,20	0,00	13,00	0,00	0,00					0,00	0,00	31.929,20	22.673	11,4
2006	40.925,55	120,00	13,00	0,00	0,00					0,00	0,00	41.058,55	28.552	13,9
2007	51.685,04	270,21	270,00	0,00	0,00					0,00	0,00	52.225,25	45.049	17,0
2008	63.299,59	370,21	320,00	0,00	0,00					0,00	0,00	63.989,80	42.048	18,9
2009	70.060,81	490,61	100,00	0,00	35,00					0,00	0,00	70.686,42	45.763	17,6
2010	80.805,80	3.403,55	105,00	0,00	2.300,00					0,00	0,00	86.634,36	57.742	19,7
2011/6	86.764,75	2.886,40	0,00	0,00	7.838,34					0,00	0,00	97.509,50		21,2

	Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri									
	D.T.	H.B.	G.O.S.	D.E.S.	Ö.T.	Toplam	Top. Mil. \$	Pay	Gen. Top.	Gen.Top. Mil. \$
1986	1,51	0,82	0,37	0,40		3,10	4.105	76,8	4,04	5.346
1987	2,41	1,92	0,63	0,40		5,36	5.266	71,7	7,47	7.341
1988	4,88	2,54	0,59	0,40		8,41	4.637	68,9	12,21	6.733
1989	10,86	3,54	0,69	0,40		15,49	6.701	65,8	23,54	10.187
1990	18,80	5,47	0,80	0,30		25,37	8.667	61,1	41,51	14.181
1991	24,68	18,26	0,10	1,66		44,70	8.808	56,1	79,65	15.695
1992	86,39	42,25	0,00	6,24		134,87	15.764	69,0	195,57	22.857
1993	189,71	64,49	0,00	15,89		270,09	18.681	70,7	382,12	26.430
1994	232,83	304,23	20,38	40,48		597,91	15.563	82,0	728,80	18.970
1995	511,77	631,30	12,42	21,85	25,00	1.202,33	19.693	80,3	1.497,79	24.532
1996	1.250,15	1.527,84	4,46	13,66	52,80	2.848,91	26.500	86,6	3.290,30	30.606
1997	3.570,81	2.374,99	0,00	0,00	147,43	6.093,23	29.759	86,7	7.024,52	34.308
1998	5.771,98	5.840,91	0,00	0,00	175,43	11.788,32	37.699	86,1	13.687,09	43.771
1999	19.683,39	3.236,75	0,00	0,00	379,74	23.299,89	43.146	86,0	27.095,62	50.173
2000	34.362,94	2.057,68	0,00	0,00	381,59	36.802,21	54.784	84,3	43.670,19	65.008
2001	102.169,78	20.029,33	0,00	0,00	730,89	122.930,01	85.394	92,1	133.447,11	92.699
2002	112.849,83	37.019,86	0,00	0,00	1.068,84	150.938,53	92.345	92,0	164.115,34	100.407
2003	168.973,63	25.413,07	0,00	0,00	1.617,37	196.004,07	140.421	91,6	214.012,26	153.322
2004	194.210,70	30.272,22	0,00	0,00	2.932,00	227.414,93	169.447	90,0	252.601,37	188.214
2005	226.964,26	17.817,60	0,00	0,00	3.991,30	248.773,16	180.531	88,6	280.702,36	203.205
2006	241.876,47	9.593,58	0,00	0,00	3.770,13	255.240,18	177.497	86,1	296.298,73	206.049
2007	249.176,00	6.134,00	0,00	0,00	0,00	255.310,00	220.227	83,0	307.535,25	265.276
2008	260.849,00	13.978,30	0,00	0,00	0,00	274.827,30	181.700	81,1	338.817,10	223.748
2009	315.968,77	14.035,81	0,00	0,00	0,00	330.004,58	213.648	82,4	400.691,00	259.411
2010	343.316,54	9.524,60	0,00	0,00	0,00	352.841,14	235.171	80,3	439.475,50	292.913
2011/6	357.335,47	5.392,11	0,00	0,00	0,00	362.727,58		78,8	460.237,08	

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bültenler. (Dolar verileri: SPK Faaliyet Raporu 2004 ve 2010)

H.S.: Hisse senedi, F.B.: Finansman bonosu, VDMK: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, BB/BGB: Banka Bonosu ve Banka Garantili Bono, KZOB: Kar Zarar Ortaklığı Belgesi, GS: Gayrimenkul Sertifikası, D.T.: Devlet tahvil, H.B.: Hazine bonosu, G.O.S.: Gelir ortaklığı senedi, D.E.S.: Döviz endeksli senetler, Ö.T.: Özelleştirme tahvil.

Kamu kesimi menkul kıymet stoklarının toplam menkul kıymet stokları içindeki payının 1994-2010 döneminde % 80'in üzerinde seyretmesi, sermaye piyasalarının tasarrufların verimli yatırımlara aktarılmasını sağlama işlevini tam olarak yerine getiremediğini, kamu açıklarını finanse etmede kullanıldığını göstermektedir.

Özel sektör menkul kıymet stoklarının toplam menkul kıymet stoklarından aldığı payın, ekonomik krizler, ekonomik istikrar ve kamu borçlanma gereksinimi ile yakın bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Çünkü kriz ve kamunun borçlanma gereksiniminin yükseldiği dönemlerde özel sektör menkul kıymet stoklarının toplam menkul kıymet stoklarından aldığı payın azaldığı, ekonominin olumlu yönde geliştiği dönemlerde ise söz konusu oranın yükseldiği görülmektedir. Örneğin, ekonomik kriz dönemlerinde, genel ekonomik konjonktürdeki olumsuz hava ve finansal varlık fiyatlarında yaşanan düşüş gibi nedenlerle özel sektörün yeni menkul kıymet ihraç etmesi genelde beklenen bir durum değildir. Diğer yandan söz konusu dönemlerde kamu borçlanma gereksinimindeki artış nedeniyle kamunun yeni borçlanma senetleri ihraç etmesi, özel sektör menkul kıymet stoklarının toplam menkul kıymet stoklarından aldığı payın düşmesine neden olmaktadır.

Tabloda dikkat çeken bir diğer konu da, özel sektörün menkul kıymet stoklarında yer alan tahvil ve finansman bonusu stoklarının, kamu ve özel sektörün toplam tahvil ve bono stokları içindeki oranıdır.² Pek çok gelişmiş veya gelişmekte olan ülkede sabit getirili menkul kıymetler hem kamu hem de özel sektör tarafından ihraç edilmektedir. Ayrıca dünya örneklerinden de görüleceği üzere, özel sektörün sermaye piyasalarının borçlanma tarafındaki ağırlığının artırılması kaynakların etkin dağılımında son derece önemli bir rol oynamaktadır (TÜSİAD, 2005:22-27). Fakat Türkiye'de özel sektörün tahvil ve finansman bonusu stokları, kamu ve özel sektörün toplam tahvil ve bono stokları içindeki payı 1986-1991 döneminde % 5 ile % 10 oranında olmuştur. 1992 yılından itibaren kamu kesiminin tahvil ve bono stoklarının toplam içindeki oranı % 98'in üzerinde seyretmiştir. Böyle bir tablonun oluşmasında, başka bir ifadeyle tahvil ve bono piyasasındaki tek hakim gücün kamu olmasındaki en önemli faktörler, kamunun borçlanma gereksiniminin yüksek olması, devlet tahvili ve hazine bonolarından elde edilen faiz geliri ve alım-satım kazançlarından alınan vergilerin özel sektör tahvil ve bonolarına göre daha düşük olması, devlet tahvili ve hazine bonosunun yatırımcılarına yüksek reel faiz sunması nedeniyle reel sektörün kamu ile faiz rekabetine girememesidir. Ayrıca bu durum ekonomik ve siyasi istikrarsızlık ile birleşince finansman bonusu ve özellikle uzun vadeli finansman imkanı sağlayan tahvil ihracı özel sektör için imkansız hale gelmiştir.³

Özel sektör borçlanma araçları ile karşılaştırıldığında kamu kesimi borçlanma araçlarının düşük risk ve yüksek faiz oranlarına sahip olması, bir üretim faktörü olan sermayenin fiyatının sağlıklı bir şekilde oluşmasını olumsuz etkilemekte ve finansal piyasaların sağlıklı bir şekilde oluşumunu engellemektedir.

Böyle bir etkinin olmaması, kamu ve özel sektör menkul kıymetlerinin risk ve getiri oranlarının birbirine yakın olması, finansal piyasalarda bir rekabet ortamı yaratacak ve bu sayede yeni fon akım kanalları ve yeni finansal araçlar ortaya çıkabilecektir (Ünsal, 2003: 201).

Türkiye’de şirketlerin sermaye piyasasından fon temini ancak hisse senedi ihracına dayalı olarak gerçekleştirilebilmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede ise özel sektör menkul kıymetleri, dönüştürülebilir tahviller, varantlar, kar/zarar ortaklığı senetleri gibi farklı menkul kıymetler de kullanılmaktadır (TOBB, 2008:50). Son yıllarda devletin borçlanma gereksinimindeki azalış, enflasyonun düşmesi, reel faiz oranlarında yaşanan görece düşüş (TSPAKB, 2005: 1) ve 01.01.2006 tarihinden itibaren kamu ve özel sektörün borçlanma araçları için vergilendirmenin aynı rekabet şartlarını sağlayacak şekilde yeniden düzenlenerek eşit hale getirilmesinin de (TÜSİAD, 2005: 13-29) etkisiyle özel sektör 2005 yılında finansman bonusu, 2006 yılında tahvil, 2009 yılından itibaren de tekrar banka bonusu/banka garantili bonolar ihraç etmeye başlamıştır. 2010 yılından itibaren de varant çıkarılmaya başlanmıştır. Reel sektör sermaye piyasalarından yıllarca sadece hisse senedi vasıtasıyla özkaynak şeklinde fon sağlamıştır. Tahvil ve finansman bonusu ihraçları, reel sektörün özkaynak dışında tekrar borçlanma şeklinde de sermaye piyasalarından fon sağlamaya başlaması anlamına gelmektedir. Özel sektör menkul kıymet stokları, banka gibi mali kuruluşların menkul kıymetlerini de kapsamaktadır.⁴Özel sektör menkul kıymetlerinin tamamının reel sektöre ait olduğu varsayılsa bile, özel sektör menkul kıymet stoklarının toplam menkul kıymet stoklarından aldığı pay, gelişmiş ekonomilerle karşılaştırıldığında reel sektörün sermaye piyasalarından yeterince faydalanmadığını göstermektedir.

Banka kredisi gibi alternatif finansman kaynaklarını elde etme prosedürü daha kolay ve daha düşük maliyetli olmadığı sürece, reel sektör sermaye piyasasından borçlanma yoluyla fon sağlamayı tercih etmeyecektir. Bu nedenle tahvil ve finansman bonusuna ilişkin ilgili mevzuatta yer alan düzenlemelerin gözden geçirilmesi, ihraç prosedürünün basitleştirilmesi, hızlandırılması ve maliyetlerin düşürülmesine yönelik gerekli değişikliklerin yapılması gerekmektedir (TÜSİAD, 2005: 34).

Kamu kesimi menkul kıymet stokları incelendiğinde, kamu kesimi menkul kıymet stokları toplamının neredeyse tamamı devlet tahvili ve hazine bonosundan oluşmaktadır. 1994, 1995, 1996 ve 1998 yıllarında aradaki fark çok fazla olmasa da hazine bonoları kamu kesimi menkul kıymet stoklarından daha yüksek bir pay alırken, diğer yıllarda devlet tahvili daha yüksek bir pay almıştır. Hazine bonolarının kamu kesimi menkul kıymet stoklarından aldığı pay, 1986-1998 dönemi ile 2002 yılında % 22 ile % 54 arasındayken, bu oran zaman içerisinde düşerek 2011/6 itibarıyla % 1,5’e gerilemiştir. Devlet tahvilinin payı ise % 98,5’e yükselmiştir. Bu durum devletin tahvil ve bono piyasası aracılığı ile

borçlanmasında vade yapısını kısa vadeden uzun vadeye değiştirdiğini göstermektedir.

Daha önce de belirtildiği üzere pek çok gelişmiş veya gelişmekte olan ülkede sabit getirili menkul kıymetler hem kamu hem de özel sektör tarafından ihraç edilmektedir (TUSİAD, 2005: 22). Fakat 1980'li yıllardan itibaren Türkiye'de kamu açıklarının sürekli büyümesi, kamu açıklarını finanse etmede iç borçlanmanın tercih edilmesi, bu amaçla Devlet İç Borçlanma Senedi ihracı ve bunlara ödenen yüksek reel faiz ve yüksek enflasyon sermaye piyasalarının gelişmesini engellemiş, özel sektörü dışlayarak sermaye piyasalarını kamunun hakimiyetine sokmuş ve reel sektörün bu piyasadan kaynak sağlamasını kısıtlamıştır (SPK, 2003:30). Ayrıca bu yapı içerisinde tasarruflar yatırımlar yerine kamunun cari harcamalarını ve giderek artan faiz yükünü karşılamak için kullanılmış (Alpan, 2000:64), bankalar ve hatta üretim işletmeleri, yarattıkları kaynakların önemli bir kısmını devlet iç borçlanma senetlerine yatırmaya başlamışlardır. Böylece ekonomide yatırım ve üretim faaliyetleri üzerinde ciddi bir baskı oluşmuştur (SPK, 2002: 12). Yeldan (2011) tarafından yapılan bir çalışmada, İSO İstanbul Sanayi Odası'na hazırlanan 500 Büyük Sanayi Firması verilerinden hareketle 500 büyük firma içinde geçen 468 firmanın reel fiyatlarla vergi öncesi net bilanço karı ile faaliyet dışı gelirleri incelenmiştir. Çalışmada, faaliyet dışı gelirlerin vergi öncesi net bilanço karlarına oranının 1985'de %24,1 iken, bu oranın yükselerek 1998'de %87,7'ye, 1999 yılında ise %219'a ulaştığı görülmüştür. 1999 yılında bilanço karlarının sabit fiyatlarla daraldığı, ancak faaliyet dışı gelirlerdeki artış sayesinde sanayi sektörünün karlılığını sürdürebildiği hesaplanmıştır. 1985-1999 verilerinden hareketle, finansal derinleşme süreci Türkiye ekonomisinde hem bankacılık, hem de reel sektörde rantiyer tipi, spekülatif birikim anlayışının yükselmesine yol açmış ve kısa vadeli finansal yatırımların, uzun vadeli reel sabit sermaye yatırımlarına görece önem kazanması sonucunu doğurmuştur (Yeldan, 2011: 157).

III. SERMAYE PİYASASINDA YARATILAN KAYNAKLAR

Çalışmanın bu kısmında 1986-2010 döneminde menkul kıymet ihraç edilecek sermaye piyasalarında ne kadar kaynak yaratıldığı ve reel sektörün bu kaynaklardan ne derecede faydalanabildiği incelenmiştir. Tablo 6'da 1986-2010 döneminde kamu kesiminin tahvil ve bono ihraç etmek suretiyle gerçekleştirdiği toplam borçlanma verileri ile özel sektörün SPK kurul kaydına alınan menkul kıymet ihraç verileri sunulmuştur.

Tablo 6: Menkul Kıymet İhraçları (Milyon TL)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Kamu Kesimi	3,06	6,00	8,93	16,62	20,90	45,79	150,90	351	845	1.666	4.970	6.260	14.254
Devlet Tahvil	1,27	2,05	3,82	8,98	12,46	11,51	74,97	172	206	367	1,248	3,186	4,708
Hazine Bonosu	1,79	3,96	5,12	7,63	8,44	34,28	75,93	179	639	1,299	3,722	3,074	9,546
Özel Sektör	0,27	0,68	1,14	2,30	6,27	6,73	22,53	72	85	175	162	377	842
Hisse Senedi*	0,10	0,19	0,36	0,97	4,11	4,44	5,32	9,57	37,55	51,33	102,20	305,73	696,82
Tahvil	0,11	0,32	0,21	0,60	0,76	0,81	0,80	0,72	0,49	1,88	1,23	1,50	2,53
Finansman Bonosu		0,06	0,27	0,47	0,22	0,67	1,01	1,21	0,16	1,53	2,88	2,20	0,00
VDMK							14,48	52,76	42,30	113,93	41,63	23,00	11,00
KZOB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,06	0,00	0,00	0,30	0,00	0,00	0,00
BB/BGB	0,06	0,08	0,24	0,10	0,33	0,73	0,77	2,39	2,02	1,30	2,36	9,93	0,00
MKYF-KB**		0,05	0,05	0,16	0,86	0,07	0,09	5,36	2,20	4,25	8,95	34,33	131,42
EYF-KB***													
YF-KB													
GS													
Varant													
Toplam	3	7	10	19	27	53	173	423	930	1.840	5.132	6.637	15.096
Kamu Kesiminin Payı	91,8	89,8	88,7	87,8	76,9	87,2	87,0	83,0	90,9	90,5	96,8	94,3	94,4
Özel Sektörün Payı	8,2	10,2	11,3	12,2	23,1	12,8	13,0	17,0	9,1	9,5	3,2	5,7	5,6
1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011-08	
Kamu Kesimi	26.886	32.469	209.613	125.303	158.238	163.596	155.520	125.581	118.033	113.547	153.343	164.420	89.142
Devlet Tahvil	20.028	26.686	164.183	58.900	101.777	102.040	115.404	107.052	102.130	94.941	134.010	146.877	88.417
Hazine Bonosu	6.859	5.783	45.430	66.403	56.461	61.557	40.116	18.530	15.903	18.606	19.332	17.543	725
Özel Sektör	856	5.788	5.663	4.086	7.868	10.697	7.385	20.304	10.542	27.350	42.349	42.946	82.750
Hisse Senedi*	679	3.008	1.684	1.597	1.750	3.827	3.992	10.881	7.864	11.696	4.453	11.410	4.666
Tahvil	0	0	0	0	0	0	13	150	150	200	140	3.208	5.305
Finansman Bonosu	0	0	0	0	0	0	0	0	230	50	50	105	0
VDMK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
KZOB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BB/BGB	0	12	148	84	0	0	0	0	0	0	100	2.300	11.000
MKYF-KB**	177	2.768	3.831	2.405	6.119	6.870	2.391	3.356	1.848	2.370	23.205	10.753	27.779
EYF-KB**					0	0	929	5.900	450	12.639	14.400	15.150	34.000
YF-KB***					0	0	60	17	0	394	0	0	0
GS					0	0	0	0	0	0	0	0	0
Varant					0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam	27.742	38.257	215.276	129.389	166.107	174.293	162.905	145.885	128.575	140.897	195.691	207.366	20
Kamu Kesiminin Payı	96,9	84,9	97,4	96,8	95,3	93,9	95,5	86,1	91,8	80,6	78,4	79,3	0
Özel Sektörün Payı	3,1	15,1	2,6	3,2	4,7	6,1	4,5	13,9	8,2	19,4	21,6	20,7	0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (İç Borç İstatistikleri) ve SPK (Aylık İstatistik Bültenler-Kurul Kayıtları Menkul Kıymet İhraçları). *Sauşa sunulan fiyat üzerinden ihraç tutarı. Nakit sermaye artırımlarını içermektedir. ** Sauşa sunulan fiyat üzerinden ihraç tutarı. ***Pay sayısı üzerinden kayda alınmıştır. VDMK: Varlığa Dayalı Men. Kıy. KZOB: Kar Zarar Ortaklığı Belgesi, BB/BGB: Banka Bonosu ve Banka Garantili Bono, MKYF-KB: Menkul Kıy. Yat.Fonu Kaulma Belgesi, EYF-KB: Emeklilik Yat.Fonu Kaulma Belgesi, YF-KB: Yab.Yat. Fonu Kaulma Belgesi, GS: Gayrimenkul Sertifikası.

Toplam menkul kıymet ihraçları, 25 yıllık bir süreyi kapsayan 1986-2010 döneminde 2002, 2005, 2006 ve 2007 yılları hariç diğer yıllarda sürekli artış göstermiştir. Ancak bu artışın temel kaynağı kamu kesimi menkul kıymetlerinin ihracındaki artıştır. Sermaye piyasasına yönelen kaynaklar bazı yıllar hariç sürekli artmakla birlikte, bu kaynakların büyük kısmı kamu kesimi tarafından kullanılmıştır. Nitekim menkul kıymet ihraçlarından kamu kesimi ve özel sektörün aldığı paylar incelendiğinde, kamu kesiminin payının birkaç yıl hariç % 85'in üzerinde olduğu, çoğunlukla da % 90'ın üzerinde olduğu görülmektedir.

Sermaye piyasalarındaki kamunun ağırlığına rağmen, 1986-2010 döneminde hisse senedi ihracı yoluyla reel sektöre 62.1 milyar ABD Doları kaynak aktarılmıştır (SPK, 2011: 28). Tablo 6'da yer alan özel sektöre ait hisse senedi, tahvil ve finansman bonusu ihraç verileri incelendiğinde, özel sektörün 1990 yılına kadar finansman bonusu ve tahvil ihraç ederek sağladığı kaynakların, hisse senedi ihraç ederek sağladığı kaynaklardan daha yüksek olduğu görülmektedir. 1990-1999 döneminde ağırlıklı olarak hisse senedi ihraç edilerek, 1999-2004 döneminde ise sadece hisse senedi ihraç edilerek sermaye piyasasından fon sağlanmıştır. Kamunun borçlanma gereksinimindeki artışın reel sektör üzerinde yarattığı dışlanma etkisi gibi daha önce bahsedilen nedenlerle 1990'lı yıllardan sonra reel sektör tahvil ve finansman bonusu ihracı yoluyla sermaye piyasalarından fon sağlayamaz bir duruma gelmiştir. Ancak 2005 yılından itibaren finansman bonusu, 2006 yılından itibaren de tekrar tahvil ihraç ederek sermaye piyasasından fon sağlamaya başlamıştır.⁵ 2011 yılı Ağustos ayı itibariyle tahvil ihracı ile sağlanan fonlar (5,3 milyar TL) hisse senedi ihracı ile sağlanan fonların (4,7 milyar TL) üzerine çıkmıştır.

Varlığa dayalı menkul kıymetler 1992-1996 döneminde kurul kaydına alınan menkul kıymet ihraçları içerisinde önemli bir paya sahip olmuştur. Ancak varlığa dayalı menkul kıymetlerin daha çok bankalar tarafından ihraç edildiği, başka bir ifadeyle bankalara kaynak sağlayan bir menkul kıymet olduğu dikkate alındığında, reel sektörün fon kaynakları arasında değerlendirmek doğru olmayacaktır (Yaşar, 2006: 52).

Türkiye'de reel sektör finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla hisse senedi piyasasına ve banka kredilerine yönelmek zorunda kalmıştır (TÜSİAD, 2005: 27). Temel finansman aracı olarak kredi mekanizması ön plana çıkmaktadır. Şirketler finansman ihtiyaçlarını ağırlıklı olarak yurt içi ve dışı kredi piyasalarından sağlamaktadırlar (Coşkun, 2010: 8-32). Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin bilançoları incelendiğinde, genellikle özkaynakların yetersiz olduğu, kısa vadeli banka kredisi ve ticari borçlar ile finanse edildikleri görülmektedir (TÜSİAD, 2005: 11). 1970-1983 döneminde de tahvil ve hisse senetlerinin reel sektör yatırımlarının finansmanındaki payı önemsiz düzeylerde kalmış ve reel sektör yatırımları büyük ölçüde bankacılık sektörü tarafından finanse edilmiştir (Tecer, 1984: 122).

2005 yılından itibaren emeklilik yatırım fonu katılma belgelerinin ihraç edilmeye başlanması ve 2007 yılı hariç diğer yıllarda ihraç tutarının artması, toplam menkul kıymet ihraçlarının büyümesine ve sermaye piyasasındaki kurumsal yatırımcı tabanının gelişmesine olumlu yönde katkı sağlamıştır.

1998 yılında finansman bonusu ile banka bonusu/banka garantili bonoların, 1999 yılında ise tahvil ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracının durması ihraç edilen menkul kıymetler açısından finansal araç çeşitliliğini azaltmış ve 1999 yılında sadece hisse senedi ve menkul kıymet yatırım fonu katılma belgesi ihraç edilmiştir. Fakat 2005 yılından sonra finansman bonusu, tahvil, banka bonusu/banka garantili bonolar, emeklilik yatırım fonu katılma belgesi, varant ve varlık teminatlı menkul kıymet ihraçlarının başlaması finansal araç çeşitliliğini artırmıştır. İhraç edilen menkul kıymet türlerinin çoğalması reel sektörün fon sağlama olanaklarının gelişmesi ve fon kaynaklarının çeşitlenmesi açısından son derece önemlidir. Finansal ürün çeşitliliğinin artması nedeniyle reel sektörün yeni fon kaynaklarına ulaşma imkanı elde etmesi, finansal sistemin ve yapılacak yeni yatırımlar vasıtasıyla ekonominin büyümesine olumlu katkıda bulunacaktır. Ayrıca finansal derinleşmeye de olumlu yönde katkı sağlayacaktır.

Türkiye’de yıllarca yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlık, yüksek enflasyon, düşük kur-yüksek faiz politikası gibi nedenlerle döviz kurunda ortaya çıkan ani hareketler ve yaşanan devalüasyonlar, tasarrufların bir yatırım aracı olmamasına rağmen bir yatırım aracı olarak algılanan Dolar ve Euro gibi yabancı para birimlerinde tutulmasına neden olmuştur. Ayrıca tasarrufların önemli bir kısmı ile geleneksel bir yatırım aracı olan altına yatırım yapılması veya bankalardaki mevduat hesaplarında değerlendirilmesi, zaten yetersiz olan tasarrufların sermaye piyasaları vasıtasıyla uzun vadeli yatırımlara ve dolayısıyla ekonomiye kazandırılmasını sınırlandırmıştır.

Sermaye piyasalarının gelişmesinde en önemli unsurlardan biri uzun vadeli fon arzıdır. Türkiye’de sermaye piyasasına yönelen yurtiçi tasarruflar düşük düzeydedir ve tasarruf sahiplerinin yatırım vadesi kısadır. Bu durum, yatırımcıların sermaye piyasasına olan talebini ve orta-uzun vadeli yeni menkul kıymet ihracını olumsuz yönde etkilemektedir (TOBB, 2008: 56). Bu noktada kurumsal yatırımcılar özel bir öneme sahip olmaktadır. Çünkü kurumsal yatırımcılar, geniş kitlelerin küçük tasarruflarını büyük yatırım havuzlarına dönüştürmekte, verdikleri profesyonel yönetim hizmetleri ile tasarrufların en verimli şekilde ve uzun vadeli olarak değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır (Algüner, 2006: 1). Ayrıca farklı ülkelerdeki süreçler incelendiğinde, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarının gelişmesinde en önemli rolü oynadığı görülmektedir (TOBB, 2008: 66). Türkiye’de sigortacılık sektörü yeterince gelişmediği için toplanan primler diğer ülkelere göre oldukça düşük düzeylerde kalmakta ve yaratılan kaynakların sınırlı olduğu görülmektedir. Sosyal güvenlik kuruluşları ise sermaye piyasasına uzun vadeli fon arz edemez durumdadır. (TÜSİAD, 2005: 33). Türkiye’de kurumsal yatırımcı tabanı istenen yaygınlıkta değildir ve

kurumsal yatırımcılar daha çok devlet tahvili ve hazine bonosuna yatırım yapmayı tercih etmekte, hisse senetlerine ve özel sektör tahvillerine yönelmemektedirler (TOBB, 2008: 57). Özel emeklilik yatırım fonlarının ve menkul kıymet yatırım fonlarının menkul kıymet portföyleri, bu yatırım fonlarının katılma belgesi sahiplerinin tercihlerine göre şekillenmektedir. Yatırımcıların, devlet tahvili ve hazine bonolarının ağırlıkta olduğu yatırım fonlarını tercih etmesi veya özel emeklilik sistemi tarafından yatırımcıya sunulan portföyler içerisinde yatırımçıların devlet tahvili ve hazine bonolarının ağırlıkta olduğu portföyleri tercih etmesi, doğal olarak söz konusu yatırım fonlarının daha çok devlet tahvili ve hazine bonolarına yatırım yapmalarına neden olmaktadır. Bu da özellikle emeklilik yatırım fonlarının sahip olduğu uzun vadeli kaynakların, hisse senedi ve özel sektör tahvili gibi menkul kıymetlere yatırım vasıtasıyla reel sektörün finansmanında kullanılmadığı anlamına gelmektedir.

IV. HALKA ARZ

Fon ihtiyacı olan şirketlerin sermaye piyasalarından yararlanmak suretiyle fon ihtiyaçlarını karşılamak için başvurdukları yollardan biri de hisse senetlerinin ilk halka arzı, diğer bir ifadeyle halka açılmadır. SPK'nın "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" uyarında, ilk halka arz, halka açık olmayan anonim ortaklıkların mevcut ortaklarının ellerinde bulunan hisse senetlerini veya mevcut ortaklarının yeni pay alma haklarının kısıtlanması suretiyle ihraç edilecek hisse senetlerinin halka arz edilmesi yoluyla gerçekleştirilebilmektedir. Bu şekilde, halka kapalı anonim şirketler hisse senetlerini halka arz etmek suretiyle halka açık anonim şirket haline gelmekte ve sermaye piyasasından fon sağlamaktadırlar. Şirketler halka açıldıktan sonra yeni hisse senedi ihraç etmek suretiyle de sermaye piyasalarından fon toplama-ya devam edebilmektedirler (Yaşar, 2006: 54).

Halka arz verileri Tablo 7'de sunulmuştur. 1997'de Doğu Asya'da, 1998'de Rusya'da yaşanan krizin Türkiye'nin de bir parçası olduğu küresel ekonomiyi olumsuz yönde etkilediği yıllarda halka açılan şirket sayısında azalış olduğu ve Türkiye'nin deprem felaketi yaşadığı 1999 yılında halka açılan şirket sayısının 10'a düştüğü görülmektedir. 2000 yılında ekonomide yaşanan görece iyileşme ile birlikte halka açılan şirket sayısı 1990 yılından günümüze en yüksek düzeyine ulaşarak 35'e olmuştur. Ancak 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz ile birlikte halka açılma durma noktasına gelmiş ve sadece bir şirket halka açılmıştır. 2002 ve 2003 yıllarında ise sadece 6 şirket halka açılmıştır. 2004 yılında 12'ye çıkan halka açılan şirket sayısı, 2005'de 9'a düşmüş, 2006'da ise 15'e çıkmıştır. 2008 yılında tüm dünyayı etkisi altına alan küresel krizin etkisi ile birlikte 2009 yılında halka açılan şirket sayısı bire düşmüştür. Küresel kriz sonrası ekonomide yaşanan toparlanmayla birlikte halka açılan şirket sayısı 2010 yılında 22'ye yükselmiştir. 2011 Ocak-Ağustos döneminde ise 21 şirket halka açılmıştır. 1990-2011/01-08 döneminde toplam 359 şirket halka açılmış

ve halka açılmalardan toplam 18 milyar hasılat elde edilmiştir. Halka açılan şirket sayısı ile yerel ve global ekonomik konjonktür arasında yakın bir ilişki olduğu görülmektedir.

Tablo 7: Halka Arzlar (Bin TL)

Yıllar	Halka Açılma Oranları (%)			Şirket Sayısı	Hacim*
	%1-%14 Arası	%15-24 Arası	%25 ve Daha Fazla		
1990	3	26	4	33	2.575
1991	8	9	7	24	880
1992	4	8	1	13	644
1993	1	13	2	16	1.784
1994	2	15	8	25	7.684
1995	4	14	11	29	10.698
1996	4	10	13	27	14.701
1997	4	15	10	29	63.569
1998	2	9	9	20	94.318
1999	2	1	7	10	46.473
2000	3	22	10	35	1.720.622
2001	-	-	1	1	386
2002	-	3	1	4	76.618
2003	-	-	2	2	18.395
2004	-	3	9	12	1.427.872
2005	-	3	6	9	2.362.053
2006	-	1	14	15	1.239.682
2007	-	3	6	9	4.364.059
2008	-	1	1	2	2.372.525
2009	-	-	1	1	10.240
2010	2	3	17	22	3.109.647
2011/08	2	4	15	21	1.203.356
Toplam	41	163	152	359	18.148.783

Kaynak: SPK, İstatistik Bülteni Ağustos 2011. * Hacim, halka arzdan elde edilen toplam hasılatı ifade etmektedir.

Halka açılan şirket sayısının azalmasında ve dolayısıyla halka arz yoluyla sağlanan kaynak girişindeki azalmada genel ekonomik konjonktürün etkisi kaçınılmazdır. Ancak şirketlerin halka açılmaya istekli olmamaları, hesaplarını kamuya açıklamaktan kaçınmaları, halka arz fiyatının doğru tespit edilememesi nedeniyle halka arzın başarılı olamaması gibi faktörler de halka arzı olumsuz etkilemektedir (Yaşar, 2006: 59). Şirketlerin çoğu yönetimi kaybetme çekincesiyle hisse senetlerini halka arz etmekten kaçınmakta⁶, daha çok kendi özkaynakları veya banka kredisi kullanmak suretiyle büyüme politikası izlemeyi tercih etmektedirler (TOBB, 2008: 52). Halka arz ile ilgili diğer bir husus da kayıt dışı ekonomidir. Halka açık şirketler her 6 ayda bir bağımsız denetimden geçmekte ve ayrıca SPK ve İMKB tarafından da denetlenmektedirler. Bu nedenle kayıt dışı çalışma imkanları yoktur. Fakat kayıt dışı ekonomi içinde faaliyet

gösteren şirketlerin rekabet gücü çok daha fazla olduğundan, sermaye piyasasındaki şirketler haksız rekabet ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu nedenle de pek çok şirket menkul kıymet arzından ve borsaya kote olmaktan kaçınmaktadır (TOBB, 2008: 53).

İstanbul Sanayi Odası tarafından hazırlanan birinci 500 büyük sanayi kuruluşu listesinde yer alan şirketlerin 2007 sonu itibarıyla sadece 105'i, ikinci 500 büyük sanayi kuruluşu listesinde yer alan şirketlerin ise sadece 33'ü borsada işlem görmektedir. Sermaye piyasasının ekonomik gelişime katkısını artırmak için başta birinci 500 büyük sanayi kuruluşu listesinde yer alan şirketler olmak üzere, büyük ölçekli ve büyüme potansiyeli taşıyan orta ölçekli şirketlerin halka arz borsaya çekilmesi gerekmektedir (TOBB, 2008: 6).

2001-2009 döneminde sermayesinin %1-%14'ünü halka açan şirket bulunmazken, 2003 yılından itibaren sermayesinin %15-%24'ünü halka açan şirket sayısının halka açılan toplam şirket sayısındaki oranının gerilediği, sermayesinin %25 ve daha fazlasını halka açan şirket sayısının halka açılan toplam şirket sayısındaki oranının ise arttığı görülmektedir. 2000 yılına kadar halka açılan şirketlerin çoğunluğu sermayelerinin %1-%14'ünü halka açarken, 2010 yılında gelindiğinde halka açılan şirketlerin % 67'sinin sermayesinin %25 ve daha fazlasını halka açtığı görülmektedir. Bu durum 2000 yılından sonra halka açılan şirketlerin halka açılma oranlarının yükseldiğini, dolayısıyla halka açılan şirketlerin sermaye piyasalarından daha fazla yararlanma yönünde bir eğilime girdiği söylenebilir.

Şirketlerin halka arz yoluyla sağladıkları fon girişi açısından bir değerlendirme yapılırken, sadece sermaye artırımı suretiyle yapılan halka arzların dikkate alınması gerekmektedir. Çünkü mevcut payların satılması şeklinde yapılan halka arzlarda, halka arzdan elde edilen hasılat şirkete değil, ortaklara aittir (Yaşar, 2006: 58). Tabloda yer alan halka arzların tamamı sermaye artırımı sonucunda yeni çıkarılan hisse senetlerinin halka arzı olarak kabul edilse bile, gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında halka açılan şirket sayısının ve dolayısıyla elde edilen hasılatın düşük düzeylerde olduğu söylenebilir. Dünya Borsalar Federasyonu (World Federation of Exchanges) verilerine göre 2010 yılında İMKB'de 339 şirket işlem görürken, Endonezya borsasında 420, Kore borsasında 1.798, Hindistan borsasında 1.552, Singapur borsasında 778, Tayvan borsasında 784, Tayland borsasında 541, Tokyo borsasında 2.293, Atina borsasında 280, Alman borsasında 765, Mısır borsasında 228, Meksika borsasında 427 şirket işlem görmektedir.

SONUÇ

Gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, Türkiye'de finansal sistem yeterli büyüklükte değildir, finansal araç çeşitliliği ve kurumsal yatırımcı tabanı yetersizdir. Ancak Türkiye'de finansal sistem hızlı bir büyüme sürecindedir. Finansal sistemin temel karakteristiği bankacılık ağırlıklı bir yapıya sahip olmasıdır. Avrupa Birliği üyesi ülkelerin ortalaması ile kıyaslandığında, Türkiye'de ban-

kacılık sisteminin reel sektörün finansmanında oynadığı rol çok daha büyüktür. Son yıllarda banka dışı finansal kurumların finansal sistemdeki payı artmaktadır. Ayrıca 2005 yılından sonra emeklilik yatırım fonu katılma belgeleri, finansman bonoları, özel sektör tahvilleri, banka bonoları, varant ve varlık teminatlı menkul kıymet ihraçlarının yapılması finansal araç çeşitliliğini artırmıştır. Bu durum, finansal sistemin büyümesi ve derinleşmesi, reel sektörün fon sağlama olanaklarının gelişmesi ve fon kaynaklarının çeşitlenmesi, yatırımcıların farklı yatırım araçlarına yatırım yapma ve daha fazla çeşitlendirilmiş portföyler oluşturma imkanı elde etmesi ve tasarrufların ekonomiye kazandırılması bakımından son derece önemlidir.

Sermaye piyasalarının gelişmesinde en önemli unsurlardan biri tasarruf düzeyinin yüksek olması ve uzun vadeli fon arzıdır. Fakat Türkiye’de tasarruf sahipleri kısa vadeli yatırımlar yapmaktadır, gelir düzeyinin düşük olması nedeniyle tasarruf düzeyi düşüktür ve tasarrufların önemli bir kısmı ile de geleneksel bir yatırım aracı olan altına yatırım yapılmakta veya bankalardaki mevduat hesaplarında değerlendirilmektedir. Bu durum zaten yetersiz olan tasarrufların sermaye piyasaları aracılığıyla reel sektöre aktarılmasını sınırlamakta, orta ve uzun vadeli yeni menkul kıymet ihraçlarını olumsuz etkilemektedir. Bu noktada kurumsal yatırımcılar özel bir öneme sahip olmaktadır. Ancak sigortacılık sektöründe toplanan primler yeterli düzeyde değildir, sosyal güvenlik kuruluşları uzun vadeli fon arz edemez durumdadır, emeklilik yatırım fonları ise sahip oldukları kaynakları ağırlıklı olarak kamu menkul kıymetlerinde değerlendirmektedir.

Türkiye’de sermaye piyasasına sunulan tasarrufların büyük kısmı kamu tarafından kullanılmıştır. Özellikle kamu kesimi borçlanma gereksiniminin yüksek olmasının özel sektör üzerinde yarattığı dışlanma etkisi, menkul kıymet stoklarının büyük kısmının kamu kesimi menkul kıymetlerinden oluşmasına neden olmuştur. Kamu kesimi menkul kıymet stoklarının toplam menkul kıymet stokları içindeki payı 1994-2010 döneminde % 80’in üzerinde seyretmiştir. Ancak özel sektörün payı 2002 yılından itibaren yükselmeye başlamıştır.

1986-2010 döneminde birkaç yıl hariç toplam menkul kıymet ihraçları sürekli artış göstermiştir. Fakat bu artışın temel kaynağı, kamu kesimi menkul kıymet ihraçlarındaki artış olmuştur. Toplam menkul kıymet ihraçlarında kamu kesiminin payı çoğunlukla % 90’ın üzerinde seyretmiştir. Fakat özel sektörün payı 2006 yılında %13,9’a yükselmiş, 2010 yılı itibarıyla %20,7 olmuştur. Bu artışın temel nedeni, 2006, 2007 ve 2008 yıllarında kamu kesimi menkul kıymet ihraçlarındaki azalış ile emeklilik yatırım fonları ve menkul kıymet yatırım fonları katılma belgelerinin ihracında yaşanan artıştır.

Menkul kıymet stokları ve menkul kıymet ihraçlarının yıllar itibarıyla artması, sermaye piyasasına yönelen kaynakların arttığını göstermektedir. Ancak bu kaynakların büyük kısmının kamu kesimi tarafından kullanılması, sermaye piyasalarının tasarrufların verimli yatırımlara aktarılmasını sağlama işlevini tam olarak yerine getiremediğini göstermektedir.

1990'lı yıllardan sonra yaşanan ekonomik ve politik süreç reel sektörü sermaye piyasasından sadece hisse senedi ihraç ederek fon sağlama noktasına getirmiştir. Ancak son yıllarda kamu kesimi borçlanma gereksinimindeki azalış, enflasyonun düşmesi, reel faiz oranlarında yaşanan göreceli düşüş ve 01.01.2006 tarihinden itibaren kamu ve özel sektörün borçlanma araçları için vergilendirmenin aynı rekabet şartlarını sağlayacak şekilde yeniden düzenlenerek eşit hale getirilmesinin de etkisiyle reel sektörün finansman bonusu ve tahvil ihraçları yeniden başlamıştır.

Gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında halka açılan şirket sayısı düşük düzeylerde kalmaktadır. Bu durum reel sektörün hisse senedi ihracı ile fon sağlamayı pek tercih etmediğini göstermektedir. Reel sektör finansman kaynağı olarak genellikle kendi özkaynaklarını veya kısa vadeli banka kredileri ve ticari borçları tercih etmektedir. Başka faktörler de etkili olmakla birlikte reel sektör genellikle yönetimi kaybetme endişesiyle halka arza sıcak bakmamaktadır.

NOTLAR

- ¹ 2006-2009 döneminde banka dışı finansal kuruluşların intibak sürecinde toplam 57 finansal kuruluşun faaliyet izni iptal edilmiştir. Bu kuruluşların 22 tanesinin faaliyet izni Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik'in intibak sürecini içeren geçici 1. Maddesine uymamaları (intibak edememe) nedeniyle, 18 tanesinin faaliyet izni de kendi talepleriyle iptal edilmiştir. Finansal kiralama şirketlerinin; 14 tanesi şirketin kendi talebiyle, 8 tanesi yönetmelik geçici madde 1 (intibak etmeme), 6 tanesi yönetmelik madde 29, 6 tanesi Bankacılık Kanunu 93. Madde ve Yönetmelik, 2 tanesi de yönetmelik madde 30 nedeniyle, faaliyet izni iptal edilmiştir. Aynı yıllarda faktoring şirketlerinin; 13 tanesi yönetmelik geçici madde 1 (intibak etmeme), 4 tanesi şirketin kendi talebiyle, 2 tanesi de Bankacılık Kanunu 93. Madde ve Yönetmelik, 1 tanesi de 90 sayılı KHK ve yönetmelik madde 30 nedeniyle, faaliyet izni iptal edilmiştir. Ayrıca 1 tüketici finansman şirketinin faaliyet izni de yönetmelik geçici madde 1 (intibak etmeme) nedeniyle iptal edilmiştir (BDDK, 2009: 52).
- ² Özel sektör tahvil ihraçlarının toplam tahvil ihraçlarındaki payı 1975 yılında %9,8, 1977'de %4,3, 1979'da % 12, 1981'de %38, 1983'de %6,9 olmuştur (Tecer, 1984: 117). Sanayileşme çabalarının yanı sıra ekonomide yıllardır gözlenen yüksek enflasyon, özel sektörün yatırım ve işletme sermayesi gereksinimini çok yüksek boyutlara çıkarmıştır. Fon gereksinimi hızla artmasına karşın, özkaynakların ve banka kredilerinin (özellikle de orta vadeli kredilerin) yetersiz kalması ve kredi maliyetlerinin artması gibi nedenlerle şirketler giderek artan ölçüde tahvil çıkarmaya başlamışlardır (Tecer, 50: Aktaran Tecer, 1984, 113). Fakat devlet tahvillerinden vergi alınmaması, bankaların vadeli mevduata uyguladıkları faiz oranlarının yükseltilmesi, devlet tahvillerine tanınan her an paraya dönüştürebilme kolaylığı, 1980 yılından sonra şirketlerin genellikle tahvil ihracında özsermaye sınırına ulaşmış olmaları, yüksek enflasyon, durgunluk, siyasi istikrarsızlık, belirsizlik ve güvensizlik ortamı özel sektör tahvil ihraçlarını olumsuz etkilemiştir. Ayrıca 1981-1982 yıllarında yaşanan bankerlik olayı, tahvil ve hisse senedi yatırımlarına olan güveni sarsmıştır (Tecer, 1984: 113-119).
- ³ Reel sektörün tahvil ve finansman bonusu ihraç edememesinin nedenleri ile ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız: Coşkun, 2010; TUSİAD, 2005; TSPAKB, 2005.
- ⁴ İMKB'de işlem gören şirketlerin sektörel dağılımı (şirket sayısı) şu şekildedir. Mali kuruluşlar 2000: %28,3, 2005: %28,3, Eylül 2010: % 33,5. İmalat sanayi 2000: %58,4, 2005: %56,6, Eylül 2010: % 49,2. Mali kuruluşlar ve imalat sanayi dışındaki diğer sektörler: 2000: %13,3, 2005: %15,1, Eylül 2010: %17,3 (İMKB, 2010: 12).
- ⁵ Özel sektörde tahvil ile finansman ilk defa 1967 yılında uygulanmış ve 5 milyon liralık tahvil ihraç edilmiştir (Tecer, 1984: 113).
- ⁶ "SPK, şirket sahipleri açısından yönetimin kaybedilmesini engelleyen pek çok düzenleme yapmıştır. Bunlardan başlıcası, şirketlerin "*Oydan Yoksun Pay Senedi*" ihraç edebilmeleridir. Diğer taraftan, halka açılmak isteyen şirketler, halka açılmadan önce ana sözleşmelerini tadil ederek kendilerine yönetimi kaybettirmeyecek "*Altın Hisse*" sahibi olabilmektedirler. Bu nedenle yönetimin gücünü muhafaza etmeye ilişkin sorun, söz konusu hususların açık bir şekilde şirketlere anlatılmasıyla çözümlenebilir." (TOBB, 2008: 54).

KAYNAKÇA

- ALGÜNER, Ayhan; (2006), **Kurumsal Yatırımcılar, Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği**, Ankara: SPK Yayınları.
- ALPAN, Fulya; (2000), “Türkiye’de İç Borçlanma ve Para Arzının Finans Piyasasındaki Kısa ve Uzun Dönemli Beklentiler Üstündeki Etkisinin Band Spektrum Yöntemi İle Çözümlemesi”, **Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 37(12), ss. 63-77.
- BDDK; (2009), Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler, Sayı: 4, Aralık 2009, Ankara.
- BDDK; (2010), Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler, Sayı: 5, Aralık 2010, Ankara.
- BDDK; (2011), Finansal Piyasalar Raporu, Sayı: 22, Haziran 2011, Ankara.
- COŞKUN, Yener; (2010), “Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkisi”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 65(4), ss. 1-40.
- DPT; (2007), T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Dokuzuncu Kalkınma Planı 2007-2013, Finansal Hizmetler (Mali Piyasalar, Finans Kurumları, Bankacılık, Sigortacılık) Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Yayın No: DPT:2704-ÖİK:659, Ankara: DPT.
- ESER, Rüya; (1995), “Sermaye Piyasasında Yaratılan Kaynaklar ve Dağılımı”, iç. SPK, **Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi**, Ankara: SPK Araştırma Dairesi Yayını, ss. 25-56.
- İMKB; (2010), **Verilerle İMKB**, İstanbul: İMKB Yayınları.
- KARGI, Nihal; (1998), **Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği**, Ankara: SPK Yayınları.
- ÖZTÜRK, Salih ve Deniz ÖZYAKIŞIR; (2008), “Türkiye’de Finansal Sistemin Yapısı ve Tarihsel Gelişimi: 1923-2007”, iç. Mehmet DİKKAYA, Deniz ÖZYAKIŞIR ve Ahmet ÜZÜMCÜ (Ed.), **Türkiye’nin Ekonomi-Politigi 1923-2007**, Ankara: Orion Kitabevi, ss.315-346.
- SPK; (2002), Sermaye Piyasası Kurulu 2001 Yılı Çalışma Raporu, Mayıs 2002, Ankara.
- SPK; (2003), Sermaye Piyasası Kurulu Faaliyet Raporu 2002, Ankara
- SPK; (2005), Sermaye Piyasası Kurulu 2004 Faaliyet Raporu, Ankara.
- SPK; (2011), Sermaye Piyasası Kurulu 2010 Faaliyet Raporu, Ankara.
- TBB; (2005), **Financial Sector and Banking System in Turkey**, March 2005, İstanbul: The Banks Association of Turkey.
- TBB; (2009), **The Financial System and Banking Sector in Turkey**, October 2009, İstanbul: The Banks Association of Turkey.

- TECER, Meral; (1984), “Sermaye Piyasasındaki Gelişmeler ve Yasal Düzenlemeler”, **Amme İdaresi Dergisi**, 17(2), ss. 112-134.
- TECER, Meral; (t.y.) “Tahvil Piyasasındaki Gelişmeler”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 20 (5).
- TOBB; (2008), Türkiye Sermaye Piyasası Sektör Raporu, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Türkiye Sermaye Piyasası Meclisi, TOBB Yayın Sıra No: 2008/68, Ankara: TOBB.
- TSPAKB; (2005), Özel Sektör Borçlanma Araçları Raporu, Mevcut Durum ve Öneriler, Özel Sektör Borçlanma Araçları Çalışma Grubu, İstanbul: TSPAKB.
- TÜSİAD; (2005), Türk Sermaye Piyasalarının Gelişimine Yönelik Öneriler, Yayın No: TÜSİAD-T/2005-02/391, İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları.
- ÜNSAL, Hilmi; (2003), “Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 5(3), ss. 191-205.
- YAŞAR, Serpil; (2006), **Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü: Türkiye Örneği**, Ankara: SPK Yayınları.
- YELDAN, Erinç; (2011), **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, (Bölüşüm, Birikim ve Büyüme)**, Onbeşinci Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları.