

SERMAYE PİYASASINDA YENİ GELİŞMELER

Dr. Özer ERTUNA
Boğaziçi Üniversitesi

Fon Pazarlarının Genel Görünümü :

Satılma gücünü üretildikleri yerlerden bu gücü kullanacak olan yerlere aktarmayı kolaylaştıran pazarlara fon pazarları diyoruz. Tasarrufların yarattığı satılma gücü fon pazarları tarafından ya üretici işletmelere ya da tüketici bireylere aktarılır. Fon pazarları kurumlar, araçlar ve kurallardan oluşur.

Türkiye’de fon pazarları satılma gücünü üretici işletmelere aktaracak şekilde gelişmiştir. Tüketicilere kredi sağlayan kurumlar gelişmemiştir. Fon pazarları içinde birkaç banka, Sosyal Sigortalar Kurumu ve Ordu Yardımlaşma Kurumu tüketicilere konut kredisi vermektedir. Tüketicilerin diğer kredi ihtiyaçları üretici işletmelerce karşılanmaktadır. Türkiye’de satış finansman şirketleri ve tüketici finansman şirketleri kurulmamıştır.

Türkiye’de üretici işletmeler iki gruba ayrılabilir : İktisadî devlet teşekkülleri ve özel sektör. Türkiye’de iktisadî devlet teşekkülleri ve özel sektör için ayrı ayrı iki fon pazarı bulunmaktadır. Bu iki pazar kurumlar, araçlar ve kurallar açısından çok farklıdır. İktisadî devlet teşekkülleri fon ihtiyaçlarını devlet bütçesinden, resmî bankalardan veya devlet yatırım bankasından karşılarlar. Fonlar tahsislerle, kanunlarla belirli amaçlara ayrılır. Örneğin, kanun gereği bireylerin sosyal sigorta ve emekli sandığına ödediği paralar gene kanun gereği devlet yatırım bankasına aktarılmakta, buradan da iktisadî devlet teşekküllerine aktarılmaktadır. İktisadî devlet teşekkülleri kısa, orta ve uzun vadeli fon ihtiyaçlarını kendi fon pazarından kolaylıkla karşılamaktadır.

Özel sektörün fon ihtiyaçlarını karşılamak için gelişmekte olan fon pazarı, kurumları, araçları ve kuralları açısından çok kısırdır. Yalnızca kısa vadeli ticarî kredi veren ticarî bankalar, orta ve uzun vadeli yatırım ve işletme sermayesi kredisi veren Sınâf Kalkınma Bankası ve Sınâf Yatırım Bankası bu pazarın gelişmiş kurumlarıdır. Canlı bir menkul kıymet borsası, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, yatırım müşavirliği ve dış denetim kurumları henüz bulunmamaktadır. Araçlar açısından ele alacak olursak, pay senedine dönmüşebilir veya endekse bağlı tahviller, sabit gelirli ve değişik anlamlarda garantili hisse senetleri, oy hakkı olmayan hisse senetleri kullanılmamakta, ya da kullanılmamaktadır. Kurallara gelince bazı kuralların gereksiz, bazı kuralların yetersiz olduğu; gerekli birçok kuralın ise bulunmadığı göze çarpmaktadır. Gereksiz diye adlandırdığımız kurallar fon pazarlarında faizin serbestçe oluşmasını engelleyici kurallardır. Bu kurallar değişik vadeli, değişik riskli ve değişik hacimli fonlar için serbestçe farklı faiz oluşmasını önlediği için fon pazarları kısırlaşmakta vade, risk ve hacim açısından değişiklik gösteren talepleri karşılayamamaktadır. Yetersiz kurallara pek çok örnek verilebilir. Bizim konumuzla doğrudan doğruya ilgili bir örnek küçük hissedarların bilgi edinme, denetim ve yönetim haklarının kanunlarla yeterince korunmamasıdır. Yatırım şirketlerinin kuruluş ve çalışmalarını düzenleyecek kanunların bulunmayışı da bulunmayan kurallara örnek gösterilebilir.

Özel sektörün fon ihtiyaçlarının karşılanış şeklini inceleyelim. Bir genelleme yapacak olursak, özel sektör içinde zincirleme bir fon ilişkisi bulunmaktadır. Tasarrufçu bireyler vadesiz ve vadeli tasarruf mevduatı araçları ile fonlarını bankalara yatırmakta, bankalar bu fonları imalâtçı işletmelere aktarmakta, imalâtçı işletmeler bu fonların bir kısmı ile toptancıları finanse etmekte, toptancılar perakendecileri finanse etmekte ve nihayet perakendeci bu fonların bir kısmı ile tüketici bireyleri finanse etmektedir. Bu zincir içinde iki ilginç nokta bulunmaktadır: Bu zincir fon maliyetini yükseltmektedir. Bireylerin % 2,5 - 9 faiz ile bankalara sağladığı fonlar, bankalardan işletmelere % 18-20 ye aktarılmakta ve en sonunda tüketicilere % 36 - 50 ye malolmaktadır. İkinci nokta, tasarrufçu bireylerle fon kullananlar arasında direkt ilişkilerin gelişmemiş olduğudur. Bu ilişkiler tasarrufçu ve işletmeler arasındaki ilişkiler ve tasarrufçu

ile tüketici bireyler arasındaki ilişkileridir. Tasarrufçu ve işletmeler arasındaki ilişkilerin gelişmesi sermaye piyasasının gelişmesine bağlıdır. Tasarrufçu ve tüketici bireyler arasındaki ilişki ise tüketici finansman şirketleri ve satış finansman şirketlerinin gelişmesi ile gelişir. Biz aşağıda sermaye piyasasındaki gelişmeleri inceleyeceğiz.

Sermaye Piyasasının Genel Görünümü :

Bugün için Türkiye'de sermaye piyasası gelişmiş olmaktan çok uzaktır. Kurumları, kuralları ve araçları açısından sermaye piyasasında önemli eksiklikler bulunmaktadır.

Sermaye piyasası kurumlarını ele alalım. Bugün için Türkiye'de şirketlerin pay senetlerini tasarrufçu bireylere satmada yardımcı olacak ara kuruluşlar yoktur. Genellikle tasarrufçu bireylere pay senedi satan şirketler bu pay senetlerini doğrudan doğruya satarlar. Birinci piyasa (primary market) diye adlandırılan bu piyasada faaliyet gösteren tek kurum Sınâî Kalkınma Bankasıdır. Sınâî Kalkınma Bankası, Türkiye'de sermaye piyasasının kurulmasına yardımcı olmayı kuruluş amaçlarından biri olarak benimsemiştir. Sınâî Kalkınma Bankası portföyündeki pay senetlerini zaman zaman tasarrufçu bireylere satmaktadır. Bu banka güçlü şirketlerin pay senetlerinin halka satılmasında aracı olarak da görev yapmaktadır. Bu aracılık görevinde "Banka", tasarrufçu bireylerin çıkarlarını korumak için pay senetleri satılacak şirketleri incelemekte, satılacak pay senetlerine değer biçmektedir. Sınâî Kalkınma Bankasının faaliyetleri pay senedi satın almada gerekli olan güven unsurunu yaratmaktadır.

İkinci piyasa (secondary market) diye adlandırılan, kurum ve bireylerin kendi aralarında pay senedi alım satımlarına yardımcı olan piyasa da Türkiye'de yavaş bir gelişme göstermektedir. Bu piyasada canlılık göstermeyen bir menkul kıymetler borsası ve daha süratle gelişen bir bankerler piyasası bulunmaktadır¹. İkinci piya-

1) 22 Kasım 1969 tarihli günlük gazetelerde bankerler 7 şirkete ait pay senetlerini satışa arz etmekte ve 18 şirketin pay senetlerini almaya hazır olduklarını ilân etmekteydi. 6 Mart 1974 tarihinde ise bankerlerin pay senetlerini satışa arz ettiği şirket adedi 43, pay senetlerini satın almaya hazır oldukları şirket sayısı 53 tür.

sanın gelişmesi pay senetlerine likidite kazandıracığından sermaye piyasasının gelişmesindeki önemi büyüktür. Türkiye'de menkul kıymetler borsasının gelişmemesi pay senetlerinin likiditesi açısından önemli bir eksikliklerdir.

Türkiye'de sağlıklı bir sermaye piyasasının gerektirdiği kurallar benimsenmemekte ve bu piyasayı düzenleyici kanunlar bulunmamaktadır. Pay senetlerinin şirketlerce bireylere satışında gerekli bilgiler verilmemekte genellikle yanıltıcı beyanlarda bulunmaktadır. Türkiye'de halka açılmaların (bireylere pay senedi satmanın) kısa tarihçesi çok çeşitli yanlış beyan örnekleriyle doludur. Pay senetlerinin kâr payı garantisi taşıdığı şeklindeki beyanlar, önemsiz hisse senedi yatırımlarının iştirak olarak ilân edilmesi, kâr etmeden kâr dağıtma vadeleri hatırlatma bakımından sıralanabilir. Halka açılma anında şirketlerin belirli bilgileri derleyip halka bir "izahname" şeklinde sunmaları zorunludur. Bu izahnamenin kapsamı Türk Ticaret Kanunu'nun 393'cü maddesinde belirtilen hususlardan geniş olmalıdır. Bugün için halka açılmalarda Türk Ticaret Kanunu'nun 393'cü maddesine uygun bir izahname bile yayınlanmamaktadır².

Türkiye'de sermaye piyasasını düzenleyici kanunların çıkarılmasına ilişkin çeşitli çalışmalar yapılmış, iki defa kanun tasarısı hazırlanmış fakat bu tasarılar kanunlaşmamıştır³. Bu tasarılar sermaye piyasasını düzenleyici yasalar, yeni kurumlar ve araçlar getirmektedir.

Türkiye'de Sermaye Piyasasının Canlanmasını Zorlayan Etkenler :

Türkiye'de işletmelerin finansal bünyeleri ve büyüme gerekleri işletmeleri tasarrufçu bireylerin fonlarına dolaysız olarak başvurmaya zorlamaktadır. Bu kanunumu Sınai Kalkınma Bankası "Genel End - Use" raporlarından yararlanarak açıklayacağız⁴.

- 2) İzahnamede bulunması gerekli hususlar için bak.: Aysan, Mustafa A. "Halka Açılmanın Sorumluluğu". **Ekonomik Yorumlar**, Şubat 1974, Cilt II, Sayı 2.
- 3) Bu iki tasarının ilkelerinin güzel bir incelemesi için bak.: Tekinalp, Ünal. **Sermaye Piyasasının Hukukî Yönü ve Sorunları**, İktisadî Araştırmalar Vakfı, Açık Oturum, 4 Şubat 1972.
- 4) Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A. Ş. Yatırım Murakabesi Mü-

İşletmelerin Finansal Bünyelerindeki Gelişmeler :

Önce işletmelerin finansal bünyelerini ele alalım.

Tablo 1 de incelememiz kapsamına giren işletmelerde kullanılan fonların aktif ve pasif hesaplara dağılımını yüzdelerle belirtiyoruz. Aktif hesaplar fonların kullanıldığı yerleri; pasif hesaplar ise fonların nerelerden sağlandığını göstermektedir. Tablo 1, Ek 1 den yararlanarak hazırlanmıştır.

TABLO 1
İncelememiz Kapsamına Giren İşletmelerde Aktif ve Pasiflerin Yüzdeleri

	1967	1968	1969	1970	1971
Aktifler					
Carî Aktifler	57.98	57.56	58.15	56.94	57.21
Net Sabit Kıymetler	32.26	32.83	33.07	32.52	32.33
Sair Aktifler	9.76	9.60	8.78	10.55	10.45
Toplam	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Pasifler					
Carî Pasifler	41.00	42.04	43.45	42.24	43.66
Uzun Vadeli Krediler	13.34	13.41	12.70	15.32	15.40
Öz Sermaye	45.66	44.55	43.84	42.45	40.94
Toplam	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Kaynak : Ek - 1.

Tablo 1 de görüleceği gibi fonların işletmelere yatırılmasında göze çarpan önemli bir değişiklik olmamıştır. Değişik yıllarda fonların % 57.5'u carî aktiflere; % 32,5'u sabit kıymetlere, % 10'u da sair aktiflere yatırılmıştır. Fon kaynakları açısından ele alındığında

dürlüğü Genel End - Use raporları 1967 yılında 188, 1968 yılında 222, 1969 yılında 233, 1970 yılında 225 ve 1971 yılında 245 firmayı kapsamaktadır. Sermaye piyasası etütleri için bu kapsam güvenilir sonuçlar verir.

belirli gelişmeler sezilmektedir. Yıldan yıla carî pasiflerde ve uzun vadeli kredilerde artma, öz sermayede ise düşme görülmektedir. Dikkat edeceğimiz noktalar şunlardır :

— Sınâî işletmelerin işletme sermayesi ihtiyaçları çok yüksektir. Kullanılan fonların % 57.5'ü müşteriler, stoklar ve peşin ödenen giderlerden oluşan carî aktifleri finanse etmektedir

— Sınâî işletmelerde kullanılan işletme sermayesi çok düşüktür. Genellikle carî aktiflerin yarısının işletme sermayesi ile karşılanması gerekir. Oysa carî aktiflerin büyük bir kısmı carî pasiflerle karşılanmaktadır. Genellikle 2.00 olması umulan carî oran (carî aktiflerin carî pasiflere oranı) incelediğimiz sınâî işletmelerde yıllara göre Tablo 2 de sunulduğu gibidir.

TABLO 2

**İşletme Sermayesi ve Carî Oran
(Milyon T.L.)**

	1967	1968	1969	1970	1971
Carî Aktif	4209.7	5197.8	6537.5	7114.1	8652.0
Carî Pasif	2977.0	3795.9	4885.7	5277.5	6602.2
İşletme Sermayesi	1232.7	1401.9	1651.8	1836.6	2049.8
Carî Oran	1.41	1.37	1.34	1.35	1.31

Kaynak : Ek - 1.

Tablo 2 de görüldüğü gibi 1967 de zaten çok düşük olan carî oran yıldan yıla düşme göstermektedir. Sınâî işletmelerin işletme sermayelerini arttırma zorunluğu vardır. Bu arttırma uzun vadeli borçlanma veya öz sermaye artımı şeklinde olabilir.

— İncelediğimiz işletmelerde toplam borç - öz sermaye oranı yıldan yıla yükselme göstermektedir. Bankalarca sağlıklı bir finansal bünyede borç - özsermaye oranı 1.00 olmalıdır. Oysa incelediğimiz işletmelerde bu oran 1.00 den yüksektir ve yıldan yıla artmaktadır (Bak. Tablo 3).

TABLO 3
Borç - Özsermaye Oranı
(Milyon T.L.)

	1967	1968	1969	1970	1971
Borç	3945.5	5006.7	6314.0	7190.9	8930.3
Öz Sermaye	3315.3	4022.9	4929.4	5303.7	6191.7
Oran	1.19	1.24	1.28	1.36	1.44

Kaynak : Ek - 1.

Tablo 3 ten de görüleceği gibi işletmelerin daha sağlıklı bir finansal bünyeye erişmeleri için öz sermayelerini arttırmaları gerekmektedir⁵.

İşletmelerin Büyüme İhtiyaçları :

İşletmelerin büyüme ihtiyaçlarını; yeni yatırımlara girme ihtiyaçlarını da burada incelememiz gerekmektedir. Yeni yatırımlar öz sermaye ve kredi gerektirmektedir. Türkiye'de toplam krediler içinde yatırım kredileri % 5 civarında seyretmektedir. Türkiye'de bankalar yatırımları finanse edecek şekilde gelişmemiştir. 1966 - 1973 yılları arasında banka kredilerinin dağılımında kısa vadeli ticarî kredilerin payının yıldan yıla arttığını görmekteyiz. (Bak. Ek - 2). Banka sistemindeki bu durum gözönünde tutulursa yeni yatırımların artan miktarlarda öz sermaye gerektirdiği anlaşılır. Öz sermaye birikimi ise otofinansman veya yeni sermaye ile elde edilebilir.

Türkiye'de otofinansman yolu ile işletmeler önemli ölçülerde büyümüş, çeşitli yeni işletmeler otofinansman yoluyla kurulmuştur. Kalkınma ve sanayileşme sürecinde otofinansmana büyük ağırlık verenler olmuş, kâr seviyelerinin yüksekliği otofinansman sağladığı için özürlü sayılmıştır. Bugün Türkiye'nin içinde bulunduğu kalkınma hızı otofinansman olanaklarının çok üzerinde yatırımlar gerek-

5) Şirketler toplam fonlarla vergiden sonra — borç — maliyetinden (faiz X [1 - vergi oranı]) daha fazla kâr sağlıyorsa öz sermaye arttırımı şirket kârlılığını düşürebilir.

tirmektedir. Ayrıca Türkiye'de ofofinansman olanakları iki nedenle azalmıştır :

— Türkiye'de işletmelerin kullandığı fonlara karşı sağladıkları kâr yavaş yavaş düşmektedir. Tablo 4 bu durumu göstermektedir.

TABLO 4
Öz Sermaye Kârlılığı
(Milyon T.L.)

	1967	1968	1969	1970	1971
Oz Sermaye	3315.3	4022.9	4929.4	5303.7	6191.7
Net Kâr	526.1	547.2	714.8	649.7	870.3
Net Kâr/ Öz Sermaye	% 15.87	% 13.50	% 14.50	% 12.25	% 14.05

— Aile şirketleri halka açıldıkça ofofinansman olanakları daralmaktadır. Aile şirketlerinin kâr dağıtması gerekmemektedir. Oysa halka açılan şirketler kâr dağıtmak mecburiyetini hissetmektedirler. Son on yıldır az da olsa gerçekleştirilen halka açılmalar ofofinansman olanaklarını hissedilir derecede kıstmıştır.

Yukarıda açıkladığımız nedenlerden işletmeler tasarrufçu bireylerin fonlarına dolaysız olarak başvurmaya zorlanmaktadır. Diğer bir deyimle, sermaye piyasasının canlanması için talep bulunmaktadır. Şimdi de sermaye piyasasına akabilecek fonların bulunup bulunmamasını inceleyelim.

Fon Pazarlarına Akan Fonlar :

Türkiye'de tasarrufçu bireylerin sermaye piyasasında değerlendirebilecekleri tasarrufları yıldan yıla süratle artmaktadır. Bankalardaki tasarruf mevduatını incelersek iki nokta dikkatimizi çekecektir (Bak. Tablo 5).

— Tasarruf mevduatı toplam olarak artan bir süratle artmaktadır. 1966-1970 yılları arasında 4 yıl içinde iki misline çıkan tasarruf mevduatı, 1970-1973 yıllarında 3 senede iki misline çıkmış-

tır. 1966-1973 yılları arasında vadesiz mevduat 2.98 misli artmış olmasına karşılık, aynı devrede vadeli mevduat 5.83 misli artmıştır. Bu, bireylerin tasarruf gücünün arttığını, arsa bina spekülasyonu dışında fon pazarlarında değerlendirilecek tasarrufların arttığını göstermektedir.

— Vadeli tasarruf mevduatı toplam tasarruf mevduatı içinde 1966 yılında %25 bir pay alırken 1973 Kasımında %40 pay almaktadır. Kanımızca vadeli tasarruf mevduatı kolaylıkla sermaye piyasasına kayabilir. Bugün için vadeli tasarruf mevduatına çok düşük faiz ödenmektedir. Sermaye piyasasında hisse senedi alma ve satma da, bir hesap açtırma veya kapama kadar kolay olsa tasarruf sahibi kolaylıkla sermaye piyasasına kayabilir.

TABLO 5

Tasarruf Mevduatı Dağılımı
Yıl sonlarına göre (%)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973*
Vadesiz	74.61	72.43	72.26	71.97	67.16	62.95	59,21	60,05
Vadeli	25.39	27.57	27.74	28.03	32.84	37.05	40,79	39,95
Toplam	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(*) Kasım Sonu.

Kaynak : Ek - 3.

Tasarrufçu bireylerin tasarruf gücünün artması ve fon kârlılığına göre hareket etmeleri sermaye piyasasının canlanması için arzda bulunduğunu göstermektedir.

Fon Pazarlarındaki Son Gelişmeler :

Bütün dünyayı ve Türkiye'yi etkileyen enflasyon çeşitli şekillerde fon pazarlarını ve bu yüzden sermaye piyasalarını da etkilemiştir.

Türkiye'de enflasyonun para arzındaki artışlardan doğduğu kanısına varılmış ve enflasyonu durdurmak için özellikle parasal ted-

birilere başvurulmuştur. İlk tedbir olarak bankaların Merkez Bankası'ndaki mevduat karşılıkları arttırılmıştır. Bu yüzden özel işletmelerin bankalardan kredi temini güçleşmiştir. İşletmeler başka fon kaynakları aramaya mecbur kalmışlardır. Bu arada fiyat artışlarının dış etkenlere bağlı olduğu kanısı kuvvet kazanmış yeni kurulan hükümet Merkez Bankası'nda biriken karşılıkların % 50 sini iktisadî devlet teşekküllerine aktarmak için yetki almıştır. Yapılan işlem fonların özel sektörden iktisadî devlet teşekküllerine aktarılmasıyla sonuçlanmıştır.

Enflasyonun diğer etkisi tahviller üzerinde olmuştur. Enflasyon tahvilleri cazip bir fon aracı olmaktan çıkarmıştır. Enflasyonun % 25 -30 civarında olduğu bir devrede tasarrufçu birey tahvile para yatırdığında esasında para kaybettiğini bilmektedir⁶. Bu nedenle tasarrufçu da parasının değerini koruyabilecek yeni alternatifler aramaktadır. Bu alternatiflerden biri hisse senedi alımı olabilir. Gerçekten hisse senetleri yatırımları, enflasyona karşı oldukça garantili yatırımlardır.

Sermaye Piyasasında Yeni Gelişmeler :

1974 yılı sermaye piyasasında yeni patlamalara tanık olmuştur. Birçok şirketin yakın tarihlerde halka açılmaları büyük yankılar yaratmıştır. Bu olay kısmen övgü, kısmen şüphe, kısmen de suçlamalarla karşılaşmıştır. Türkiye gerçekleri altında gecikmiş kabul edilebilecek bu finansal olaydan sosyal adaleti gerçekleştirme, fabrikaların yurt çapında yayılması gibi büyük sosyal ve ekonomik sonuçlar bekleyenler olduğu gibi, doğması mukadder bir halk sektörünü baltalamak için atılmış bir adım olarak görenler de olmuştur. Kanımızca olay ekonomik ve finansal açıdan değerlendirilmelidir. Bu açıdan bakıldığında da olay çok önemli yenilikleri getiren bir olay değildir. Ekonomik ve finansal açıdan yeni gelişmelerin ilginç yönleri bulunmaktadır. Bu ilginç yönleri şöyle özetleyebiliriz :

Genellikle halka açılmalarda holding pay senetleri satılmaktadır. Halka pay senedi satan holdingler *ana holding*, *ara holding* ve

6) Son zamanlarda tahvillerin gerçek faizleri % 15 in üzerine çıkmıştır. Tasarrufcu 1000 TL. lık % 15 banka garantili tahvili bankerlerden 970 TL. na alabilmektedir.

ya zorlama holding niteliğindedirler. Küçük tasarruflu bu tip şirketler ve örgütler hakkında yeterince bilgi sahibi değildir. Fakat, son gelişmelerde halka açılan holdingler Türkiye’de iyi tanınmış şirketler veya isimlerle ilişkili bulunmaktadır. Küçük tasarruflu bu şirketler veya isimlere güvenerek bu holdinglerden pay senetleri almıştır. Daha önceki halka açılmalarda olduğu gibi son pay senedi satışlarında da halka yeterli bir izahname sunulmamıştır. Aşağıda son zamanlarda halka açılan holding tiplerini inceleyeceğiz.

Holdingleşme ve Holdinglerin Halka Açılması :

İştirak ettiği şirketlerin yönetimine katılma amacını güden ve kendi hedeflerine bu şirketlerin faaliyetleri ile ulaşmaya çalışan şirketler holding şirketleridir⁷.

Holdingleşme ve holdinglerin halka pay senedi satışı Türkiye’de yeni bir olay değildir. Holdingleşmenin bir şirketler grubunu kontrol eden ortaklar açısından çeşitli yararları olduğu gibi, tasarruflu bireyler için de holding hisse senedi almanın yararları bulunmaktadır. Bu yararları, hatırlatma bakımından, kısaca özetleyelim.

Holdingleşmenin yönetim yararları : Bugün iktisadî faaliyetlerin yönetiminde çok önemli bir sorun doğmaktadır. İktisadî faaliyetlerin merkezden koordinasyonu gereği gün geçtikçe önem kazanmaktadır. Buna karşılık çeşitli kararların merkezden ayrı ünitelerde bilfiil iş başındaki yöneticiler tarafından alınmasının çeşitli yararları vardır. Yönetimde karşılaşılan önemli sorun merkeziyetçi bir yönetim ve merkezden ayrı kararlar arasında uygun bir denge nin kurulması sorunudur. Holding tipi örgütler bu sorunu çözümlenmede en etken araçlardan biridir. Holdinglerde ana siyasetlerin holding bünyesinde saptanması ile yavru şirket faaliyetleri koordine edilir. Yavru şirketler bu siyasetler ışığı altında kendi işletmeleriyle ilgili kararları alırlar.

Holdingler yavru şirketlere yönetimde başka şekillerde de yardımcı olur. Yavru şirketlerin tek başlarına sahip olamayacağı uz-

7) Türk Ticaret Kanununun 466 ncı maddesi holdingleri “gayesi esas itibarıyla başka işletmelere iştiraktan ibaret olan” şirketler olarak tanımlar.

man kadroları holding bünyesine alınabilir. Bu uzmanlardan holding örgütüne bağlı tüm şirketler yararlanabilir.

Holdingleşmenin vergi tasarrufları : Holdingleşme çeşitli vergi tasarrufları sağlayabilir. Gelir vergisi stopajı ertelemesi, ek vergi ödemedir sermaye arttırımı en yaygın örneklerdendir. Holding örgütünün yarattığı vergi avantajları örgütün kuruluş şekline bağlı olacaktır.

Holdingleşimde risk azaltma : Holding pay senetleri yatırımcı ortaklar için direkt şirket pay senetlerine oranla daha emin bir yatırım olabilir. Holding örgütünün yatay veya dikey ihtisaslaşmasına bağlı olarak risk dağıtması, risk azaltması mümkündür. Holdingler yatırım ortaklıkları kadar olmasa da bir derece risk ayarlaması yapabilir. Bu durum küçük yatırımcı için önemlidir.

Küçük bir grup egemenliği : Holding örgütünde Holding'i kontrol altında tutan bir ortak grubu büyük bir sermaye üzerinde egemenlik kurabilir⁸. Bir ortak grubunun halktan topladıkları büyük sermayeler üzerinde egemenlik kurmasının iyi ve kötü tarafları bulunmaktadır. Önce iyi taraflarını belirtelim: Küçük tasarrufçu tasarruflarını pay senetlerine yatırdığında bir şirketi yönetmeyi aklından geçirmez. Şirketi güvendiği kimselerin yönetmesini bekler. Bu güvenini ise pay senetlerini aldığı anda belirtmiş olur. Holding örgütü bir yönetici kadronun egemenliğini sürdürmesini sağlar. Küçük tasarrufçu için güvendiği bir yönetici kadroya sahip olmak çok önemlidir. Yönetimi belirli ellerde toplayan yatırım ortaklıklarının sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde en yaygın halka açık şirket tipi olmasının nedenlerinden biri budur.

Küçük tasarrufçuya sağladığı bu yarara karşılık küçük bir grubun egemenliğinin önemli sakıncaları da olabilir. Bu ortak grubu şirket faaliyetlerini tüm ortaklar çıkarlarına değil de kendi çıkarlarına göre yönetebilirler. Bu durumda denetim çok önemlidir. Ge-

8) Örneğin, kredi kullanmayan bir şirket grubunda belirli bir sermayeye sahip olan holding egemen hissedarları 2ⁿ misli sermaye üzerinde egemenlik kurabilir. Burada "n" ona şirket de dahil olmak üzere holding zincirindeki kademe sayısıdır. Kredi kullanımı ile bu egemenlik artar.

rekli denetim Ticaret Kanunu'muzda yer alan denetim fonksiyonundan ileri bir denetimdir. Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde bu denetim kurumlaşmıştır. Sermaye piyasası denetleme komisyonu ve bağımsız denetçilik gelişmiş sermaye piyasalarının önemli kurumlarındandır⁹.

Holdingleşmenin yararlarından ve sakıncalarından genel olarak söz ettikten sonra bugün için halka açılmakta olan holdinglerin niteliklerini inceleyelim. Yukarıda belirttiğimiz gibi son zamanlarda halka açılan holdingler ana holding, ara holding ve zorlama holding biçimindedir.

Ana holdingler : Halka satışa arzedilen pay senetlerinin bir bölümü ana holding pay senetleridir. Küçük tasarruflular ana şirket pay senetlerini satın aldıklarında kâr payı dağıtımını açısından çıkarları, ana şirketin büyük ve egemen ortaklarının çıkarlarına ters düşebilir. Genellikle küçük tasarruflular pay senetlerine karşı şirketten kâr payı almayı beklerler. Bu nokta halka açılan şirketlerin yaptığı reklâmlardan da anlaşılmaktadır. Küçük ortaklar için pay senetlerinden sağlayacakları kazancı pay senedi değer artışı şeklinde değil de kâr payı olarak almanın hiç bir sakıncası yoktur. Genellikle bu ortaklar menkul kıymet iradı muafiyetinden yararlanırlar¹⁰. Bu ortaklar dilediklerinde kâr paylarını vergi kaybına uğramadan tekrar yatırabilirler. Oysa büyük ortaklar (egemen ortaklar) için durum çok değişiktir. Büyük ortaklar pay senetleri kazançlarını kâr payı şeklinde almayı istemezler. Çünkü, kâr payı üzerinden yüksek vergi dilimlerinden vergi öderler. Kârın dağıtılmayıp şirket bünyesinde bırakılması ve bu şekilde pay senetlerinin değerinin artması onlar için daha geçerlidir. Bu şekilde vergi kaybına uğramadan kazançları tekrar şirkete yatırılmış olur, ve ayrıca gerektiğinde pay senetleri satılarak vergi ödenmeden kârlar paraya çevrilebilir. Ana holding bünyesinde çıkarları çatışan iki ortak grubunun bulunması kanımızca istikrarlı bir durum değildir. Ana holding yeni

9) 1963 yılından beri kanunlaşmayan sermaye piyasası kanunu tasarılarında bu kurumlar getirilmekteydi.

10) Menkul kıymet iradının ilk 5000 TL. lık kısmı gelir vergisinden muaftır.

kurulacak bir şirkete bağlanarak iki kademeli holding şekline çevrilmesi ile istikrarlı bir bünyeye dönüşülebilir.

Ara holdingler: Daha önce holding şeklinde örgütlenmiş bulunan ve bünyelerinde bir ana holding bulunan bazı şirketler son gelişmeler sırasında yeni isimlerle ara kademe holding şirketleri kurarak, kurulan şirketin pay senetlerini tasarrufçu bireylere satmışlardır. Ara holding yoluyla halka açılma şöyle gerçekleştirilmiştir: Önce bir ana holding ve kontrolü altında yavru şirketler bulunmaktadır. Ana holding elindeki yavru şirket pay senetlerinden bir kısmını yeni kurulan ara holdinge devrederek bu pay senetleri karşılığı ara holdingin kontrolü için gerekli pay senetlerini almıştır. Arta kalan pay senetleri ise halka satılmıştır. Böylece holding bünyesinden dışarı hiç bir kıymet (pay senedi) çıkmadan tasarrufçu bireylerden yeni fonlar sağlanmıştır. Tasarrufçu bireylerden sağlanan fonlar, kurulan ara holdingin sermayesinin yarısı, ya da üçte - ikisi oranındadır. Ara holding kurulmasıyla ana holdingin yavru şirketler üzerindeki egemenliği (kontrol yetkisi) de zedelenmemiştir. Çünkü ana holding ile yavru şirketler arasında iki tip sermaye ilişkisi yaratılmıştır. Biri doğrudan ilişki, ikincisi ise ara holding yoluyla dolaylı ilişkidir. Kontrol bu iki ilişki ile sürdürülmektedir. Özetleyecek olursak kurulan ara holding ile holding örgütü malî gücü ve kontrol gücünden hiçbirşey kaybetmeden yeni fon kaynakları sağlamıştır. Kanımızca ara holding kuruluşu iki kademeli holding kuruluşunun ilk basamağıdır. Önümüzdeki devrelerde ana holding elindeki yavru şirket pay senetleri yeni kurulacak ara holdinglere devredilerek iki kademeli holding örgütü tamamlanacaktır.

Ara holdinglerin kurulmasıyla kâr payı dağıtma konusunda çıkarları çatışan büyük ve küçük ortaklara aynı anda hizmet edilmektedir. Küçük tasarrufçulara ara holding hissesi satılmıştır. Ara holdingin diğer hisseleri ana holdingde, ana holding hisseleri ise büyük ortaklardadır. Kurulan ara holding ihtiyat biriktirmeyerek kâr payı dağıtacak, küçük ortakları memnun edecektir. Dağıtılan kârın ana holdinge düşen kısmından ana holding ek vergi ödemeyecek¹¹, büyük ortaklara kâr payı dağıtmayarak bu kârı ihtiyatlarına aktaracaktır. Bu durumda büyük ortakları tatmin edecektir.

11) Kurumlar vergisi muafiyetinden yararlandığını varsayıyoruz.

Ara holdinglere ilişkin ilginç bir nokta da bu holdinglerin adlarında "yatırım ortaklığı" veya "yatırım şirketi" terimlerinin kullanılmış olmasıdır. Yatırım ortaklıkları sermaye piyasasının en önemli kurumlarından biridir ve Türkiye'de yatırım ortaklığı yoktur. Kanunlarımız gerçek bir yatırım ortaklığı kurulmasına müsait değildir¹². Yatırım ortaklıkları kendi pay senetlerini veya portföy senetlerini küçük tasarruflulara satar ve elde ettiği fonlarla çeşitli menkul kıymetlere yatırım yapar. Küçük tasarruflular için yatırım ortaklıklarından senet almanın yararları vardır. a) Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası üzerinde ihtisaslaşmış yönetici kadroya sahiptir. Elindeki fonları kârlı olarak sermaye piyasasında kullanmayı bilir. b) Yatırım ortaklıkları portföyünde risk ve kârlılık ayarlaması yapar. c) Yatırım ortaklıklarının pay senetleri kolaylıkla alınıp satılabilir. Bu yararları nedeniyle yatırım ortaklıkları gelişmiş sermaye piyasalarının en önemli kurumlarından biridir. Yatırım ortaklıkları ve holdingler farklı kurumlardır. Holdingler pay senedini aldıkları şirketleri kontrol etmeyi amaçlar; onların yönetimine katılır. Holding bir yönetici kuruluştur. Oysa yatırım ortaklıkları çeşitli menkul kıymetlere yatırım yaparlar ve paralarını sermaye piyasasında değerlendirirler. Yatırım ortaklığı sermaye piyasasında bir aracı kuruluştur. Ara holding niteliğindeki şirketlerin adlarında yatırım ortaklığı teriminin geçmesinin bir rastlantı olup olmadığını bilmiyoruz. Holding niteliğinde olan bu şirketler ileride gerçek bir yatırım ortaklığı şekline dönüşmeyi amaçlıyor olabilir.

Zorlama holdingler : Halka açılan holdinglerden bir kısmı ise kontrolleri altında bulunmayan, önemsiz bir miktar pay senedine sahip oldukları şirketleri de yavru şirketleri arasında göstermektedir. Diğer bir deyimle bu şirketleri iştirakleri arasında göstermektedirler. Bu tip pay senetleri iştirak değil yatırımdır. Bir holdingin yönetimine katılmadığı şirketleri iştirakleri arasında göstermesi ortaklıklarını yanıltıcı bir tutumdur.

Yeni Gelişmeler Neler Gösterdi :

Sermaye piyasasındaki 1974 yılı başındaki yeni gelişmeler sermaye piyasasının Türkiye'de gelişmesi konusunda bazı önemli noktaları açığa çıkarmıştır.

12) Sermaye piyasası kanun tasarıları bu ortaklıkları içermekteydi.

Sermaye piyasasının oluşmasında en önemli husus "güven" hususudur. Halk güvendiği şirketlere düşünmeden parasını yatırmaktadır. Halk güvendiği iş adamlarının kurduğu şirketlerden pay senedi almak için yarışmıştır. Bu durum gelecekle ilgili bir soru doğurmaktadır. Halka açılmalar artan bir hızla devam edecektir; potansiyel mevcuttur. Fakat yeni şirketlerin halka açılmalarında "güven" sağlamak kolay olabilecek midir? Kanımızca güven unsuru kurumlaştırılırsa sermaye piyasasının geleceği daha parlak olur. Sermaye piyasasında güven yaratmak için kötü tecrübelerden kaçınmalı, halkı yanıltıcı beyanlardan kaçınmalı, halka yeterince gerekli bilgi vermeli ve bu bilginin doğruluğu bazı kurumlarca onaylanmalıdır (Sermaye piyasası denetleme komisyonu ve bağımsız denetçiler gibi kurumlar).

Son gelişmeler bir dış denetim bulunmadığında halka açılmalarda yanlış ve yanıltıcı beyanlarda bulunulduğunu veya bazı hoş olmayan bilgilerin halka sunulmadığını da göstermiştir. Bir dış denetim yokluğunda sermaye piyasasına girenler kendi kendilerini denetleyememektedir. Bir an önce sermaye piyasasının kanun yoluyla düzenlenmesi gerekmektedir. Bu konudaki gecikmeler çok pahalıya malolabilir.

Son gelişmeler halkımızın sermaye piyasasındaki yeniliklere karşı yabancılık çekmediğini de ortaya koymuştur. Son gelişmelerle ilgili çeşitli olumsuz yazılar ve beyanlar yayımlanmış olmasına rağmen halkımız halka açılan şirketlerden pay senetleri almıştır. Kanımızca halkımız sermaye piyasasında yeni kurumlara ve kullanılacak yeni araçlara karşı da yabancılık çekmeyecektir. Yeni kurumların doğması ve yeni araçların kullanılması sermaye piyasasını düzenleyen yasaların gerçekleşmesine bağlıdır. Bu konuda gereksiz gecikmeler olmuştur. Devletin bu konuya bir an önce eğilmesi gereklidir.

Sermaye piyasasının gelişmesini bankalarımızın olumsuz karşıladığı kanısı oldukça yaygındır. Oysa, sermaye piyasalarının gelişmesinde bankalara önemli görevler düşmektedir. Bunun en güzel örnekleri bankaların hisse senedi satışlarındaki aracılık görevleri ve bankalar bünyesinde kurulacak yatırım fonlarıdır. Bankaların sermaye piyasalarında faaliyet göstermeleri bankacılığımızda da önem-

li gelişmelere yol açacaktır. Bankalarımızın bugünden bu görevleri yüklenerek şekilde örgütlenmeleri gerekmektedir.

EK — 1

İncelememiz Kapsamına Giren İşletmelerde Aktif ve Pasifler
(Milyon T.L.)

Aktifler

	1967	1968	1969	1970	1971
Cari Aktifler	4209.7	5197.8	6537.5	7114.1	8652.0
Net Sabit Kıymetler	2342.2	2964.7	3718.4	4062.7	4889.2
Sair Aktifler	708.9	867.1	987.5	1317.8	1580.8
Toplam	7260.8	9029.6	11243.4	12494.6	15122.0

Pasifler

Cari Pasifler	2977.0	3795.9	4885.7	5377.5	6602.2
Uzun Vadeli Krediler	968.5	1210.8	1428.3	1913.4	2328.1
Öz Sermaye	3315.3	4022.9	4929.4	5303.7	6191.7
Toplam	7260.8	9029.6	11243.4	12494.6	15122.0

Kaynak : Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. End Use raporlarından derlenmiştir.

EK — 2

Banka Kredilerinin Dağılımı
Yıl Sonlarına Göre (Milyon TL.)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973*
Muhtelif Krediler ¹	12.469	14.138	15.196	19.864	22.067	27.385	38.669	47.394
Sanayi Bankaları ²	817	1.043	1.248	1.498	2.132	2.389	2.788	3.484
Diğer Krediler ³	6.905	8.187	11.131	11.820	12.806	13.060	14.536	16.634
Toplam	20.191	23.368	27.575	33.182	37.005	42.834	55.993	67.512
Yüzdeler								
Muhtelif Krediler	61.76	60.50	55.11	59.86	59.63	63.93	69.06	70.20
Sanayi Bankaları	4.05	4.46	4.53	4.52	5.76	5.58	4.98	5.16
Diğer Krediler	34.19	35.04	40.36	35.62	34.61	30.49	25.96	24.64
Toplam	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Kaynak : T.C. Merkez Bankası, Para - Kredi İstatistikleri Özetleri, Çeşitli aylar.

(*) Eylül sonu.

(1) Senetler cüzdanı, avanslar, açık ve teminat karşılığı krediler toplamı.

(2) Sınai Kalkınma ve Sınai Yatırım Bankaları kredileri.

(3) Küçük san'at, esnaf kredileri, ziraî krediler ve ipotek karşılığı krediler toplamı.

EK — 3

Tasarruf Mevduatı Dağılımı
Yıl Sonlarına Göre (Milyon TL.)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973*
Vadesiz	9.410	10.390	12.800	15.018	16.819	20.916	24.929	28.059
Vadeli	3.203	3.954	4.913	5.848	8.224	12.313	17.174	18.668
Toplam	12.613	14.344	17.713	20.866	25.043	33.229	42.103	46.727

Kaynak : T.C. Merkez Bankası Para - Kredi İstatistikleri Özetleri.