

MENKUL KIYMETLER BORSALARININ SERMAYE PİYASALARINDAKİ NÂZİM ROLÜ

Ass. Erhan KOTAR

I. GİRİŞ :

Herkes tarafından bilinir ki günümüzde modern ekonomi k r e d i üzerine kurulmuştur. Ticaret, endüstri ve hattâ ziraat işletmeciliğinin mukriz veya ortak olarak bir üçüncü şahsın mali iş-tiraki olmadan kurulması güçtür, hattâ imkansızdır denilebilir.

Aleksandr Dumas Fils «Ticaret, başkasının parası demektir» diyerek çağdaş ekonominin mekanizmasını, bu kısa ve veciz sözle tanımlamıştır.

Diğer taraftan, çağdaş ekonominin evrimi, yalnız bir tek şahsın gayretine değil, büyük ölçüde işletmelerin gelişimine bağlıdır. Kişisel teşebbüsler yavaş yavaş yerlerini kollektif işletmelere bırakmaktadırlar. Bu çeşit işletmelerin en yaygın olanıda anonim ortaklıklardır.

Aynı zamanda, devletin ekonomi sahasında rolü; Bu gün artık gerçekleşmiş bir vakiadır. Devlet dünün devleti gibi sadece bir ét a t g e n d e r m e olmayıp, mali ve iktisadî hareket plânını tesbit eden ve böylece iktisadî hayatın içine girerek onun aktif bir süjesi olmuştur. Devlet her sene kamu yararına önemli harcamalar yapar; bu harcamaları ya doğrudan doğruya kamu teşebbüslerine yatırım yapmakla, ya da yarı kamusal (s e m i - p u b l i c) bir özellik arzeden çeşitli hukukî yapıda özel teşebbüslerle birleşerek gerçekleştirir.

Bu evrim özel teşebbüsleri ve kamusal ortaklıkları, emisyon yolu ile ve menkul kıymetlere finansman yaparak, ihtiyaç duydukları uzun vâdeli yabancı sermaye ve öz sermaye temin etmeye zorlar. Bundan dolayıdır ki, XIX. yüzyıl boyunca ve çağımızda

't a s a r r u f, aksiyon, obligasyon ve rantlar şeklinde yatırımlara kaymıştır.

Böylece kişilerin mal varlıklarının hemen hemen tamamı, son yüzyılın başından beri, gayri menkullerin ve eşyaların yanında yeni bir servet şekli olarak gözükmeye başlamıştır ki, bunlara m e n k u l k i y m e t l e r denmektedir.

Menkul kıymetler denince, mevzuatımıza göre kamu teşebbüsleri, yarı kamusal teşebbüsler tarafından çıkarılan hazine bonoları, devlet, vilâyet ve belediyelerle hükûmetin kefalet ettiği sair müesseseler tarafından çıkarılan tahviller ve esham, Türk anonim ortaklıkları (hisseli komandit ortaklıklar) tarafından çıkarılan esham ve tahvilât; Maliye Bakanlığının müsaadesi ile borsa kotuna alınan yabancı esham ve tahviller anlaşılmaktadır.

Menkul kıymetlerin büyük bir çoğunlukla halk arasında dağılmış olması ve meydana getirdiği muamelelerin genişliği, organize edilmiş özel bir pazarın mevcudiyetini ortaya koyar Bu pazar m e n k u l k i y m e t l e r b o r s a s ı d ır.

Menkul kıymetler borsasının sermaye piyasasındaki nâzım rolünü belirtmeden önce; memleketimizin büyük bir ihtiyaç duyduğu sermaye piyasası ile para piyasasının tanımı yapılarak ayrıntıları gösterilecek, sonra da borsanın genel bir tanımı yapılacak ve faydaları üzerinde durulup, sermaye piyasasına etkisi ve nâzım rolü belirtilecek; nihayet menkul kıymetler borsası ve sermaye piyasaları kanun projeleri ışığı altında memleketimiz açısından borsanın nâzım rolü kısaca ortaya oknmaya çalışılacaktır.

Yukarıda önemini belirttiğimiz kredi müessesesinin işleminde, kredi temin eden tarafın ve mukrizin ödünç verdiği meblağı tahsil edebilmesi için vadeyi beklemek zorunluğu çok sıkıcı bir durumdur. Mukrizin tahmin etmediği bir anda paraya ihtiyacı olabilir; meselâ tüccar ve sanayiciler devamlı olarak mübayaa yapmak ve ücret ödemek zorunluğundadırlar. Ödünç verdikleri paranın yeni bir kredi mevzuu olması için vade sonunda yine kendilerine dönüşmesi lâzımdır. Bu bakımdan K r e d i v a s ı t a l a r ı n ı n varlığı ödünç verilen paranın vadesi gelmeden dahi ödünç verenin arzu ettiği anda emrinde olabilmesini sağlamaktadır. Paraya ihtiyacı olan bir alacaklı elindeki senetleri kredi müesseselerine satarak paraya çevirebilir.

II. UZUN VADELİ VE KISA VADELİ KREDİ VASİTALARI :

Kredi vasıtaları tatbik edilen vadenin uzunluğuna göre, genel bir ifade ile vadenin bir seneyi aşmaması halinde **Kısa Vadeli Kredi**; birçok sene mevzu bahis olduğunda ise **Uzun Vadeli Kredi** ismini alır.

Kısa vadeli kredi vasıtaları **Ticari Senetler**dir. Uzun vadeli kredi vasıtalarını ise **Menkul Kıymetler** meydana getirmektedir. (1).

Bir para arz ve talebinin zorunlu kıldığı bir piyasayı iki bölümde mütalâa etmek gerekir. Para arz ve talebinin kısa vadeye intisar ettiği piyasa **Para Piyasası (Marché monétaire)** ve arz ve talebin uzun vadeye inhisar ettiği piyasa ise **Sermaye Piyasası (Marché Financier)** dir. (2).

1. **Para Piyasası:** Para piyasası sermaye sahiplerine çık kısa vadede veya derhal kullanabilecekleri sermayeleri temin eder. Bankalara vadesiz mevduat şeklinde yatırılan paralar büyük bir yekûn tutmaktadır. Bu yüklü paralar sadece **akışkanlık (Mobilité)** ilkesine sadık kalınsın diye istenildiği anda çekilebilir. Bu husus vadesiz mevduata faydasız bir karakter kazandırmakta ise de; bankalarda büyük miktarlar üzerinde çekilme ve plâsmanlar yapıldığı dikkat nazara alınmalıdır. Büyük sayılar kanunu ve **kompanzasyon** mekanizması ile bankalar likiditelerini emre hazır kıymetlerini (**Disponibilité**) optimal bir seviyede tutarak kendilerine uygun gelecek bir şekilde muhafaza ederler.

Hele kaydi paranın kullanılmasının alışlageldiği batı ülkelerinde; sermaye transferleri kişiler arasında çek kullanmak sureti ile yapıldığından para bankadan çekilmemekte, tediyeler hesaptan hesaba nakil (Virman) sureti ile yapılagelmektedir. Örneğin Birleşik Amerika'da bankalarda yapılan umumî tediyelerin % 92, İngilterede % 95 i, Fransada % 60 ı çekle yapılmaktadır. (3).

(1) H. GUITTON : *Economie Politique*, C. II, Dalloz, Paris 1961, s. 12.

(2) P. HAOUR : *La Bourse*, Armand Colin, Paris 1962, s. 8.

(3) B. Z. SANUS: *Para ekonomisi*, C. I, İstanbul 1955, s. 302 den, E. MIREAUX: *Les Illusions du crédit*, Paris 1930, s. 39.

Ticarette her an likit paraya duyulan talep, bankadaki paranın sermaye sahipleri nazarında emre hazır (Disponible) olma yeteneğinin kazanılmasını sağlar.

Bu disponibilitate endişesi sermayelerin yatırım sahasına akmasını engeller. Vadesiz mevduat ve kredi vasıtalarının bankalara iskonto ettirilmesi yolu ile para piyasası meydana gelir. Para piyasasının bu özelliğinden dolayı sermayeler uzun vadeli yatırımlara kayamamaktadırlar.

2. Sermaye Piyasası : Arz ve talebin uzun vadeli plâsmanlara konu olduğu piyasada, (Marché Financier) bankalara vadeli mevduat şeklinde plâse edilen paralar veya doğrudan doğruya menkul kıymetlere (Valeurs mobilières) yatırılan sermayeler; bankalar tarafından dolaylı (bankanın iştirakleri halinde) ve dolaysız (bankaların bir şirketin emisyonunu üzerine alması) olarak sermaye piyasasını meydana getirirler.

Ancak, memleketimizde bankalarda vadeli mevduat şeklinde yapılan plâsmanların tasarruf mevduatının % 20 sinden az bir nisbette olması ve vadesizlere nazaran daha yavaş bir tempoda gelişmesi (4) tasarrufların uzun vadeli yatırımlara kaymadığını göstermektedir.

Sermaye piyasasına uzun vadeli olarak yatırılan kapitallerin tekrar likit para olarak sermaye sahibine dönüşmesi için belirli bir sürenin geçmesi lâzımdır. Bu belirli süre, teknik olarak, kullanılan makinelerin, aletlerin ve istihsal vasıtalarının en az bir sürede amortismanı için lâzım olan süre kadardır (5). 1939 a kadar bu süre 30 yıl gibi uzun bir zamana inhisar ediyordu. 1939 dan sonra bu süre, bir taraftan tekniğin ilerlemesiyle hızlandırılmış amortismanlara ihtiyaç duyulması, diğer taraftan sermaye sahiplerinin bu uzun devrede sermayelerinin geleceği hakkında bir fikre sahip olamamaları endişesi ile azaltılmıştır. Zamanınızda bu sürenin 15 sene kadar olduğu görülmektedir.

Sermaye piyasasının kaynağını tasarruf fonları meydana geti-

(4) İ. ÖNGÜT : Türkiye'de Bir Sermaye Piyasasının Gelişmesi, Sanayide Yatırım ve Sermaye Terakümü, İstanbul 1963, s. 159.

(5) P. HAOUR, s. 9.

rir. Tasarrufu meydana getiren ekonomik olayların analizi son senelerde hayli artmıştır. C. Riste, 1921 lerde tasarrufu;

— İhtiyatî tasarruf

— Yaratıcı tasarruf

olarak (6) iki hususta incelemiş ve konuda şunları belirtmiştir: «Belirli bir sürede bir ekonomi unsurunun harcamaları ve gelirleri arasında bir raslantı mevcut değildir; faraza bir işletmeciyi ele alalım: İstihlâk harcamaları veya işletme harcamaları devamlı bir şekilde yapılmaktadır. Buna karşılık, belirli bir zamanda, ekseriya ay sonlarında, gelirler devamlılığını kaybetmektedirler. Böylece para durumunda meydana gelebilecek bir fazlalık ihtiyatî tasarruf ismini alır. Kısa bir sürede bir işletmenin ekonomik neticeleri göz önüne alındığında, elde edilmiş gelirler ve harcamalar denge halinde ise bu defa bir fazlalık mevcut olabilirse bu fazlalık yaratıcı tasarruf ismini alır»,

İhtiyatî tasarruf (épargne réserve) kısa vadelidir ve bankalarda dispoñibilite saiki ile vadesiz mevduat şeklinde saklanır.

Yaratıcı tasarruf (épargne créatrice) uzun vadelidir ve menkul kıymetler şeklinde uzun vadeli yatırımlara kayar ve dolayısıyla sermaye piyasasını veya organize edilmiş sermaye piyasalarını (menkul kıymet borsalarını) meydana getirir.

Keynes'e göre, «istikrarlı bir ekonomide», istihlâk meyli ile yatırım meyli arasındaki ilişki bahiskonusu olduğunda, yatırım meyli lehine istihlâk meyline yapılan mübalâğalı bir tahdit bir mahreç buhranını harekete geçirebilir, sanayide aşırı teçhizatlanma (suréquipement) olabilir ve stoklar artabilir. Buna rağmen Fransa'da ve birçok memleketlerde, yukarıda belirtilen bu analiz, aksine bir şekilde tecelli etmiş, tasarruf arzusunun tükenmesi ekonomik karışıklıklara sebebiyet vermiştir (7). Bu olayın teşhisinde, tasarruf yerini uzun vadeli diğer finansman yollarına bırakmıştır. Bu olaydan sonra geçen birkaç senenin neticesi ise sermaye piyasasının başarısızlığa uğraması olmuştur.

Bugün oybirliği ile şu kanaata varılır ki, tasarruf esprisinin

(6) H. GUITTON, s. 239.

(7) P. HAOUR, s. 10.

uyanişı, sermaye piyasasının büyümesinde büyük bir unsur olmuştur.

3. Sermaye Piyasası İle Para Piyasası Arasındaki Ayrılıklar :

Para piyasası ile sermaye piyasası arasında kesin bir ayırım yapılamaz. Çünkü sermaye piyasasının konusuna giren uzun vadeli bir kredi para piyasasının konusuna girebileceği gibi; para piyasasının kısa vadeli bir kredisi de bazı hallerde sermaye piyasası şumûlüne girebilir (8).

Bu bakımdan vadelerin kısa ve uzun oluşuna göre bir tefrik yapmak yeterli sayılmaktadır. İki piyasanın tam bir tefrikini yapmak için aşağıdaki kriterler esas alınmalıdır :

A) **Vadede fark** : Para piyasası işletme kapitali sağlayan bir piyasadır. Vade genellikle 30, 60, 90 gün veya ender olarak 1 yıldır. Sermaye piyasasında vade, yukarıda işaret ettiğimiz gibi, 15 yıl veya daha ziyadedir.

B) **Kapitalin kullanım yerinde fark** : Para piyasasından temin olunan kredi bir işletme kredisidir. İşletmenin mevsimlik ve muvakkat para ihtiyaçlarının giderilmesinde kullanılır (9).

Mamafih, sermaye piyasasının gelişmediği memleketlerde, örneğin Türkiye'de, 27 Mayıs İnkılâbından sonra, para piyasası hacminin daraltılması (Banka Kredilerinin daraltılması) yatırımlarını evvelce para piyasasından yararlanarak yapan işletmeleri güç durumda bırakmış ve birçok iflâslara yol açmıştır (10).

Sermaye piyasasından temin olunan fonlar ise, işletmelerin uzun vadeli yatırımlarına konu olurlar.

C) **Kaynaklardaki fark** (11) : Sermaye piyasasının kaynağı gerçek tasarruf (veya yaratıcı tasarruf) olup, aksiyon ve obligasyona bağlanmış meblâğlardır ve devamlılık arz ederler.

(8) S. MİRZA : Sermaye Piyasasının Türkiye'de Durumu ve Muhtemel Gelişmesi, Doktora Tezi, İstanbul 1965, s. 7'den naklen, R. ARGENZIANO, *Il Finanziamento delle Imprese Industriali*, Milano 1959, s. 355.

(9) M. OLUÇ : İşletme Organizasyonu ve Sevki İdaresi, C. I, İstanbul 1959, s. 352.

(10) S. MİRZA, s. 8.

(11) P. HAOUR, s. 10.

Para piyasasının kaynağı, likit mahiyette meblağlardır (veya ihtiyatî tasarruf - épargne fugitive). Bu sebeble daima hareket halindedirler.

D) **Vasıtalarda fark** : Para piyasasının vasıtası ticari senetler'dir. ticari senetler, senet sahibine çabuk hareket eden bir devre sonunda likit sermaye olarak geri dönerler.

Sermaye piyasasında ise aksiyon, obligasyon veya ipotek senedi (La Mobilisation des Immeubles par la voie des titres) dir. Aksiyon ve obligasyona menkul kıymetler denmektedir. Para piyasasının aksine menkul kıymet şeklinde vesikaya bağlanmış sermaye ağır hareket eden uzun bir devreye inhisar etmektedir. Yani o devre içinde hareketsiz (İmmobilisé) bir durumdadır. (12).

E) **Faiz nisbetinde fark** : Sermaye Piyasasında obligasyon sureti ile sağlanan sermayede faiz bahiskonusudur. Normal şartlar altında para piyasasından temin olunan kredinin faiz fiyatı, sermaye piyasasından temin olunan kredinin faiz fiyatından yüksektir. (13). Bunun sebebi para piyasasından temin olunan kredi'de aracılardan (bankaların) aldıkları yüksek faiz ve komisyonlardır. Diğer taraftan sermaye piyasasında bu komisyonlar daha azdır.

Sermaye aksiyon vasıtası ile temin olunmuş ise gayet tabii ki faiz yerine temettü geliri (Dividante) veya muhtemel zarar düşü- nülecektir.

III. MENKUL KIYMET BORSALARI :

Menkul kıymet borsaları 19. yüzyılda yatırım alanı arayan kapitallerin çoğalması ile meydana geldi. Elleriindeki menkul kıymetlerin mübadelesini isteyen kimselerin belli bir buluşma yeri yoktu. Muameleler ekseriya sokakta yapılıyordu (Londra'da Şanj Alley, Paris'te Pont au Change ve Quincampoix Sokağı gibi). Sonraları işler genişleyince belli bir kahvehane veya lokanta gibi birkaç kişinin komisyon karşılığı olarak muamele yapmak amacı ile hazır bulunduğu yerler tespit olunmuştur. Gittikçe büyüyen işler borsa

(12) İbid, s. 11.

(13) S. MİRZA, s. 9 dan, DAY, A. C. L. --- BEZA, S. T; Money and Income, New York 1960, s. 114.

muameleleriyle uğraşan bu kimseler arasındaki dayanışmayı arttırmış ve onları bir birliğe doğru götürmüştür. Böylece borsa işleri resmi bir mahiyet almış ve işlerin bir düzene sokulması için bazı kaideler ortaya konmuştur.

1. Menkul Kıymet ve Kambiyo Borsasının Tanımı : Borsa devlet kontrolü veya oto-kontrol sistemi ile sermaye piyasasının organize edilmiş bir şeklidir. Burası, menkul kıymetler, kamu idareleri tarafından çıkarılan bonolar (effet publics) aynı zamanda kambiyo belgelerinin ve kıymetli madenlerin alınıp satıldığı mahallerdir. Menkul kıymetler üzerinde vasıtsız bir temlik muamelesi nadir bir hadise olmalıdır. Normal olarak menkul kıymetler borsada muamele görür ve bu gerçekten dolayıdır ki bunlara borsa kıymetleri denmektedir. Bu pazarda muameleler ancak resmi mutavassıtlar tarafından ve muayyen bir usul dairesinde yapılabilir (14).

Borsa denince yerine göre menkul kıymetler alım-satımı ile meşgul olan kimselerin meydana getirdiği bir topluluk, bu topluluğun bulunduğu mahal, aynı günde muamele gören menkul kıymetler üzerine yapılan alış-verişlerin tümü, (üç mart borsası, çarşamba borsası gibi) hattâ borsacının temayülü veya konjonktür (borsa iyidir, optimist bir görüş, fiatların yükseleceğini uman bir tahmin) anlaşılır (15).

2. Borsanın Faydası : Serbest ticaretin tatbik edildiği bir ortamda bu müesseselerin faydası açıkça görülebilir (16).

— Borsalarda toptancılar ve spekülâtörlerin yaptıkları muamelelerde karşı tarafı (contre partie) bulma şansları çok fazladır.

— Borsada arz ve talebin temerküzü bir menkul kıymetin veya bir malın herhangi bir andaki hakiki değerinin tayinini mümkün kılar.

— Kurların aracılar tarafından tesbiti yalnız şahısları değil, devleti de alâkadar eder. Zira kurlar bir takım mali yüklerin hesaplanmasında temel teşkil eder.

(14) G. RIPERT : *Traité Elementaire de Droit Commercial*, Paris 1963, s. 812.

(15) A. C. LEGER : *Dictionnaire de Bourse*, Toulouse 1956, s. 24.

(16) L. JULLIOT DE LA MORANDIERE — R. RODIERE — R. HOUIN *Droit Commercial*, C. I, Dalloz, Paris, 1964, s. 599.

— Güdümlü bir ekonominin uygulandığı bir ortamda durum aynı olmamaktadır. Devlet bütün mübadeleleri ele aldığı için son dünya harbinde olduğu gibi borsaları kapatmak suretiyle faaliyetlerini tatil eder veya onları fiatların tesbitine müdahale ederek sık sık kontrol eder ve spekulsyonun yapılmasına meydan vermez (17).

Netice olarak yarı güdümlü (semi dirigiste) bir ekonomi uygulayan devlet borsadan;

- Sermaye sahiplerini gözetmek,
 - İstikrazlarını arttırmak,
 - Mali kaynaklar bulmak,
 - Konjnktre müessir olmak,
- suretiyle yararlanabilir (18).

Ancak borsaya tatbik edilen devlet idaresi borsa kavramı tüm olarak ortadan kaldırılabılır (19). Burada dikkat edilecek nokta devletin müdahalesinin hudududur.

(17) Fransada civar departmanlarda borsaların güvenlik teŐkilti belediyelere, Paris'te emniyet müdürlüğüne bağlıdır. Bkz. : İbid, s. 599.

(18) Franda'da harp esnasında borsada geğei bir süre için muamelelerin karaborsaya intikali ve bazı ekonomik tedbirler alınması maksadıyla, 15 Mart 1941 kanunu ile, vadeli muameleler yasaklandı. 6 Aralık 1941 kanunu ile vergi 0/001, 10'dan 5'e çıkarıldı. 28 Őubat 1941 kanunu ile aksiyonların alım ve satımı nizamlandı. Şirketlerin dağıtılabileği temettü Şirket kapitalinin % 6 sı olarak tesbit edildi. 14 Ocak 1942 tarihli kanun ve bunu nizamlayan 3 Ađustos 1942 tarihli (dcret) ile 8 Eylül 1945 tarihli Ordonnance deđiŐtirildi ve borsa yeniden reorganize edilerek borsaya devletçi (atique) bir mesleki karakter verildi. Aynı zamanda (caisse centrale des dpts et virements des titres) isimli bir tesise menkul kıymetlerin yatırılması mecburiyeti 18 Haziran 1941 tarihli bir kanunla kondu. Sonradan bu müessese, yerini, 15 Aralık 1949 tarihli kanunla kurulan SICOVAM (Socit Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilires) müessesesine bıraktı. Fakat harpten sonra borsanın devletleŐtirilmesi bir endiŐe konusu oldu ve 1948 den itibaren liberal eğilim birçok görüŐlere geniş bir Şekilde hakim oldu ve serbest alım piyasası tekrar açıldı. 27 Haziran 1949 da vadeli muameleler yapılmağa baŐlandı. Devlet harp sırasında borsaya müdahalesini öyle arttırmıŐtı ki, muamele sırasında son kurun (dernier cours) % 3 nden fazla bir varyasyonu katıyetle yasaklanmıŐtı. Bkz. : P. L. REYNAUD, Cours d'Economie Politique, R. Pichon et R. Durand, Auzias, 1958 s. 173.

(19) İbid, s. 173.

Devletin müdahalesi mübalağalı bir surette yapıldığı takdirde fertlerin, isteğe bağlı tasarruf meylini ortadan kaldıracaktır; sirküle eden kapitali faydalı olmayan sahalara kaydırabilir (gayrimenkul ve arazi gibi yatırımlara).

1946'dan 1950 Aralığına kadar geçen zamanda aşağıdaki tablodan anlaşılacağı üzere, değişir gelirli menkul kıymetlerin satın alma gücünde bir azalma görülmektedir.

Değişir gelirli menkul kıymetlerinin ortalama fiyat ile ifade edilen satın alma gücünün evrimi
(1929 - 1938 yılları arası 100 kabul edildiğine göre)

	1946	1950 Aralık
Peru	59,5	17,3
İspanya	45,2	18,4
Fransa	86,7	25,7
Hindistan	97,-	28,2
Belçika	71,-	33,4
İngiltere	87,6	44,4
Amerika	97,3	80,6
Meksika	145,5	132,-
Venezuela	163,-	137,-
Arjantin	193,-	94,-

KAYNAK : P. L. REYNAUD, s. 174.

1950 - 1955 tarihleri arasında ise yukarıdaki durumun tamamen aksi olmuştur. Aşağıda sıralayacağımız sebeplerle değişir gelirli menkul kıymetlerin satın alma güçlerinde bir artış görülmüştür :

a) 1945 - 1950 seneleri arasında maruz kalınan depresyonla sermaye faizlerinde cari faiz fiyatına nazaran bir yükselme olmuş,

b) Ekseri batı memleketlerinde ekonomik gelişme için kesin bir hareket yapılmış ve hayat seviyesi son yıllarda artmıştır.

c) Birçok memleketlerde tasarruf politikası artmış, örneğin Fransa'da bu olay fiatların ve paranın relatif stabilitesini kolaylaştırmıştır.

1925 - 1929 ve 1950 - 1955 yılları arasındaki devreler mukayese edildiğinde her bakımdan bu iki kriz (boom) mukayese edilebilir :

**Değişir gelirli menkul kıymetlerin satın alma güçlerinin
ortalama yükselişinin yüzde olarak ifadesi**

	<i>1929 Krizi</i>		<i>1955 Krizi</i>	
	<i>(Devreler)</i>		<i>(Devreler)</i>	
Amerika	(1929 — 29)	% 237	(1948 — 55)	% 163
Fransa	(1926 — 29)	% 147	(1950 — 55)	% 276.
İngiltere	(1924 — 29)	% 90	(1952 — 55)	% 91
Kanada	(1924 — 29)	% 430	(1949 — 55)	% 124.
İsviçre	(1921 — 29)	% 222	(1948 — 55)	% 60
Hollanda	(1924 — 29)	% 54	(1952 — 55)	% 100

KAYNAK : P. L. REYNAUD, s. 175.

Görülüyor ki her iki kriz birinci ve ikinci dünya harbini takip eden 15 sene sonunda meydana geliyor ve genellikle her iki krizden sonra ortalama satın alma gücünün artışı :

— Birçok memleketlerde aşırı krediden kaçınmak,

— Merkez Bankalarında iskonto haddinin yükseltilmesi gibi sebeblere bağlanabilir (20).

IV — BORSANIN SERMAYE PİYASASINA ETKİSİ VE NÂZİM ROLÜ :

Menkul Kıymetler Borsası bir taraftan elindeki menkul kıymetini satmak ve paraya çevirerek isteyen menkul kıymet sahipleri, diğer taraftan elindeki parasını menkul kıymetlere yatırmak isteyen sermaye sahiplerinin en geniş manâda karşılaştığı bir pazardır.

(20) Fazla bilgi için bkz. : P. L. REYNAUD, s. 175.

Borsayı bu manada her an belirli kapitali emen ve istenildiği anda serbest bırakan bir emme basma tulumbaya benzetebiliriz.

Borsa ekonomi açısından faydasız bir müessese midir? Borsa menkul kıymet almak isteyenlere bunu temin eder ve onlara bu menkul kıymetleri ihtiyaç halinde derhal paraya çevrilmesi imkânını hazırlar, sermaye sahiplerinin ellerindeki sermayenin uzun bir müddet i m m o b i l i z e edilmesine razı eder.

Her yeni emisyon yapıldığında menkul kıymetler üzerinde «Borsaya Kote Talebi yapılmıştır» ibaresinin mevcudiyeti, kamu oyu nazarında bu menkul kıymetlerin tercih edilir olmasını sağlar.

Sağlar, çünkü onların i m m o b i l i z e olması ile, tasarruf sahiplerinin kaybettikleri l i k i d i t e y i menkul kıymetlerin Borsada kote olması ile her an paraya çevrilebilme yeteneğinden dolayı tekrar kazanabilmelerini bahşeder.

Bundan başka bir emisyon yapıldığı zaman, borsa menkul kıymet almak isteyenleri daima cesaretlendirir ve onlara gelecek hakkında geniş bir görüş açısı kazandırır. Hareketlerini kısıtlamaz, borsada muamele yapanların haberi olmaksızın, borsa a k t i f bir rol oynar.

Oynar, çünkü borsa muamelelerde s ü r a t ve e m n i y e t i sağlar.

Yeni bir şirket kurulduğu zaman yapılan emisyonlar için kısa süreler seçilir. Bundan maksat sermaye sahipleri bir yatırım plânlaması yaptığında, sermaye arıyan çeşitli teşebbüsler arasında bir seçim yapabilmesi için çabuk karar vermesi olmalıdır. Bu kısa dönem iştirakçileri psikolojik olarak tahrik eder.

Diğer taraftan emisyon müessesesi sermaye piyasasına yüklü bir emisyon yapar. Şimdi borsada şöyle bir durum olmuştur: Emre hazır kıymetlerin l i k i d i t e seviyesi ile emisyon yoluyla talep edilen fonların seviyesi arasında, talep edilen fonların lehine, bir d e n g e s i z l i k görülmektedir.

Bu dengesizlik nasıl düzelecektir?

Borsada evvelce diğer menkul kıymetlere yatırılmış bulunan sermayeler ile yeni emisyonlar arasında bir a r b i t r a j yapıla-

çak, neticede yeni emisyonlara iştirak etmek maksadı ile portföydeki eski yatırımlar serbest bırakılacak, daha kısa bir ifadeyle eldeki aksiyonlar satılacak yeni şirketin aksiyonları alınmak istenecektir. Bu sermayeler borsada yeni bir şey yaratmıyor değildir, yeni şirketin aksiyonlarını almak istemeyen bir kısım alıcı, suskriptörlerin ellerindeki menkul kıymetleri satın alarak kurulmakta olan şirketi dolayısı ile finanse etmişlerdir. Böylece yeni emisyonlar yeni kaynaklar bularak yatırım alanında yerini almış olur.

Burada farazi bir misâl olarak başka bir cepheden borsanın sermaye piyasası üzerindeki etkisini açıklayalım :

Farzedelim ki içinde birbirleri ile muamele yapan, yalnız iki kişinin (A) ve (B) olan farazi bir borsa bulunsun, (A) 1000 liraya (B) de (X) şirketinin 10 adet aksiyonuna sahip bulunsun, (B) 10 adet aksiyonu (A) ya 1000 lira karşılığında satmış olsun (I) günün kuru 1 Aksiyon = 100 olarak tesbit edilmiş demektir. Bir kaç haf-

	(A) nın DURUMU		(B) nin DURUMU	
	Kasa	Portföy	Kasa	Portföy
(I)	1000 LİRA	1000 (10x100)	1000	10 adet AK. (10x100)
(II)	(120x8) 960	(120x8) 960	(120x8) 960	(120x8) 960
(III)	(5x150) 750	(5x150) 750	(5x150) 750	

ta sonra (B) elindeki aksiyonları satmakla bir gaf yaptığını anlıyor. Ve aksiyonlarını geri almak istiyor, (A) ise aksiyonları 120 liradan aşağı satmak istemez (B) (X) şirketinin kârlı bir durumda olduğunu düşünerek) aksiyonlardan 8 tanesini 120 liradan satın alır (II). Bu durumda kur 120 lira olmuştur. Bir zaman sonra (A) (B) ye 8 adet aksiyonu 120 liralık kurla sattığına pişman olur (X) Şirketinin kârları da gittikçe artmaktadır, bu sebeple faraza aksiyonun kuru 150 ye yükselmiştir (A) sattığı aksiyonlardan 5 adedini 150 kuru ile tekrar satın alır (III). Böylece, (A) nın kazancı :

Adet olarak elindeki aksiyon miktarı $15 - 8 = 7$ oluyor.

Cari Kur 150 olduğuna göre $150 \times 7 = 1050$ Lira

Mevcut aksiyonların gerçek değeri (valeur intrinseque) olur.
O halde :

P O R T F Ö Y	
	1000
	750
	1750
	1750
Kâr	260
	2010
	2010
	960
	960
	1050 (Mevcut Aksiyonlar)
	2010

(A) nın kârı 260 lira oluyor.

(B) nin durumu ise aynı mülâhaza ile Adet olarak elindeki miktarı
 $18 - 15 = 3$ dür. Cârî kur 150 olduğuna göre $150 \times 3 =$
450 lira mevcut aksiyonların gerçek değeri olur.

O halde :

P O R T F Ö Y	
	1000
	960
	1960
	1960
Kâr	240
	2200
	2200
	1000
	750
	1750
	450 (Mevcut Aksiyonlar)
	2200

(B) nin kârı 240 olur.

Hipotezimizi şirketin kâr ettiği bir devre göz önüne alarak kurduğumuz düşünülürse muamelelerin artması piyasada (A) ve (B) den başka diğer muamelecilerin de bulunması ve daha başka

menşeli yüzlerce aksiyonların mevcudiyeti ($C = \frac{N!}{n!(N-n)!}$) (21) kombinasyon formülü yardımı ile de çözümlenebileceği gibi faraza muamelecilerin sayısı 1000 olduğunda $C = \frac{1000!}{2!(1000-2)!} = 499500$ defa karşılaşmak ihtimali vardır) sermaye sahiplerinin kârını (la plus - value) binlerce liralara yükseltecektir.

Bütün bunlar sadece para olarak konan 1000 liralık bir meblâğın m a n i v e l â f a k t ö r ü (levier) olarak rol oynaması ile olacaktır.

Böylece küçük bir meblâğın birbirine eşit ritimlerle piyasaya arzı (afflux) ve geri çekilmesi (reflux), menkul kıymetin değerinin üzerinde kamu oyunun değişmesi sermaye olarak devamlı bir artışı kışkırtmaktadır (22).

Artan para sirkülasyonunun hızı, itimadın tesiri altında menkul kıymetlerin mübadele hızından daha süratli olmaktadır. Neticede yatırılan para birçok misli bir meblâğa balığ olmaktadır. Sadece 1000 lira ile ifade edilen bir kapital, bir kıymetten diğer bir kıymete adeta hücum ederek (afflux) teorikman kapital olarak kıymet yaratabiliyor (23). Bu artış kamu oyunun herhangi bir menkul kıymete v a s a t î b i r d e ğ e r vermesi ile gittikçe ağırlaşacak ve duraklayacaktır.

Böylece p o t a n s i y e l l i k i d i t e s i artan sermaye sahiplerinin d i s p o n i b i l i t e l e r i çözümlenerek sermaye piyasasına akacak ve yeni yatırım sahaları arayacaktır. Burada borsa **belirli zamanlarda, sermaye arz ve talebinin belirli bir yerde karşılaşarak;** sermaye piyasası üzerinde etkili ve nâzım rolünü oynayacaktır.

(21) $N =$ borsacıların sayısı; $n =$ karşılaşmalar 2 kabul edildiğine göre :

$$C^N = \frac{1000!}{2!(1000-2)!} = \frac{1000!}{2(998)!} = \frac{998! \times 999 \times 1000}{2 \times 998!} = 499500.$$

(22) L. L. B. ANGAS : Placements et Spéculation en Bourse, Paris 1962, s. 294.

(23) Tabiatıyla burada kurtaj, indirimler, pul parası v.s. gibi masraflar problemde açıklık sağlamak için göz önüne alınmamaktadır.

Burada hemen işaret edilmesi lâzımdır ki, borsanın bu fonksiyonu yerine getirebilmesi için diğer kredi müesseselerine ihtiyacı olacaktır.

Daha ziyade lâtın memleketlerine (24) sermaye piyasasının teşekkülünde rol oynayan iş bankaları (banque d'affaire) memleketimiz şartları muvacehesinde, borsaya sermaye piyasasının teşekkülün de yardımcı olmalıdır.

İş Bankaları genellikle ister tek başına ister diğer bankaların iştiraki ile olsun, kurucularının hepsi hisse senetlerinin büyük bir kısmının tamamına veya büyük bir kısmına sahip olmaları esasına göre şirketlerin kurulmasını sağlarlar. Yani başka bir ifade ile, iş bankaları başlangıçta geleceği meçhul olan ve tanınmamış bir şirketin hisse senetlerinin tamamını taahhüt ederek şirketin kurulmasına yardım ederler ve şirket kâr ettikçe, halk arasında şirketin varlığı duyuldukça banka elindeki şirketin aksiyonlarını menkul kıymetler borsasında satarak halka devreder (25). Bu bankaların ikinci fonksiyonu da herhangi bir şirketin yeter sayıda aksiyonlarını alarak umumi heyet toplantılarında etkili bir rol oynaması suretiyle işletmeyi kontrol etmesi veya yukarıda açıklamasını yaptığımız yöntemle işletmenin sermaye arttırımına yardım etmesidir.

Bu bankaların mevduat bankalarından ayrıldığı hususlar (26):

— İş Bankalarının görevi: öz bankacılık işlerinden ziyade ticaret sahasına döner sermaye temin etmesi, endüstri sahasında yeni işletmeler meydana getirmesi ve mevcut işletmelerin inkişafını sağlamakla, devlet ve kamu kurumlarına uzun vadeli kredi temin etmesidir.

— İş Bankaları muamelelerini daima kendi öz kaynakları ile yaparlar. Diğer bankalardan alınan avansları, plâsmanları ve mevduatlarını bu işte kullanmazlar.

— Bilânçolarında sabit değerlere bağlanmış aktif (actif immobilisé) mevduat bankalarına nazaran daha ziyade, portföyde

(24) Yatırım bankaları daha ziyade Amerika'da teemüm etmiş olmalarına rağmen, iş bankaları daha çok lâtın memleketlerinde yayılmıştır. Bkz. : Türkiye'de Sermaye Piyasasının Kurulması, İktisadi Araştırmalar Tesisi, 1-1964, İstanbul, s. 7.

(25) P. HAOUR, s. 15.

(26) H. GUITTON, s. 34.

ki aksiyon, obligasyon ve malî müesseselere iştiraklerden meydana gelmiştir.

İş Bankalarının yabancı memleketlerde iş sahalarının genişletmek sebebiyle şubeler ihdas etmeleri ve ekonomi siyasetinde meydana gelebilecek tehlikeler bu bankaların nasyonalize edilmesini önlemiştir (27).

V --- BORSALARDA SPEKÜLATİF FAALİYETLER :

Spekülasyon zaman ve mekân da (mekân daha ziyade ticaret borsalarında raslanılmaktadır) kur farklarından istifade olunmak için, herhangi bir menkul kıymeti saklamak veya ondan istifade etmek saiki güdülmeyen satın almak veya satmaktır (28).

Genellikle spekülasyon ileriye matuf yapılan tahminler rasyonel esaslara dayanıyorsa menkul kıymetlerde meydana gelebilecek fiat dalgalanmalarını azaltır. Fiyatların yükselmesi halinde daha da yükseleceğini uman borsacılar ileride vade sonunda pahalıya satmak arzusu ile alma talebinde bulunacaklarından, arz ve talep arasındaki gerilimi hafifletecek ve fiatların daha da yükselmesini önleyerek muhtemel bir ekonomik krize mani olabileceklerdir. Fiat düşmesinde bu mekanizmanın aksi, bir işleyiş düşünülmelidir.

Netice olarak spekülasyon, borsada nâzım (régulateur) bir rol oynar ve sermayeleri borsaya cezbeden bir yem (l'appât) durumundadır.

Fakat, hemen şunu ilâve edelim ki, spekülasyon sadece o yun saiki ile yapıldığı, mübalağalı bir durum aldığı, geniş bir öngörüye dayanmadığı zaman; tehlikeli olur ve yukarıdakinin aksine karıştırıcı (perturbateur) bir durum alır.

Acyotaj (l'agiotage) ismini verebileceğimiz daha ziyade tes-

(27) Fransa'da iş bankaları 1945 tarihli kanunla (Banque de Paris et Pays-Bas ve Banque de l'Union Parisienne) bankaları istisna edilirse nasyonalize edilmişlerdir. Fakat bu bankalar maliye ve ekonomi bakanlıkları tarafından tayin edilmiş hükümet komiserinin başkanlığında sını ve ticari organizasyonların, sendikaların (işçi), kamu teşebbüslerinin ve yarı kamusal (semi-publics) teşebbüslerin gönderecekleri üç temsili ile meydana gelen bir komite aracılığı ile kontrol edilirler. Bkz. : İbid, s. 34.

(28) B. L. REYNAUD, s. 170. Aynı zamanda bkz. P. REBOUD - H. GUITTON : Précis d'Economie Politique, C. 2, Paris 1954, s. 35.

d ü f t e n (le hasard) istifade edilerek yapılan hava oyunları (29) (meselâ gerçek bir esasa dayanmayan haberler yayarak kurları istedikleri seviyeye düşürmek veya yükseltmek saiki ile yapılan spekülasyon türü) ile öngörü ile yapılan spekülasyon birbirine hiçbir zaman karıştırılmaldır (30).

Vadeli muameleler üzerine yapılan spekülasyonun, sermaye piyasasının d ü z e n l e y i c i fonksiyonu peşin muamelelere nazaran çok daha büyüktür (31).

VI — MENKUL KIYMETLER BORSASI VE SERMAYE PİYASASI KANUN PROJELERİ AÇISINDAN BORSALARIN SERMAYE PİYASASINI DÜZENLEYİCİ ROLÜ :

Bir menkul kıymetler borsasının kurulabilmesi ve «sui generis» bir organizasyona sahip olabilmesi için aşağıdaki şartlar göz önüne alınabilir (32) :

1) Menkul kıymetlerle ilgili olarak yapılan muamelelerin kompleks bir karakter taşımasından ötürü alım ve satımların mümkün olduğu kadar **kolaylık ve süratle** yerine getirilmesi,

2) Borsa muameleleri tabiatı icabı **hile yapılmasına müsait** bir durum arz ettiğinden bunun önüne geçilmesi icabetmektedir.

3) Belirli bir menkul kıymet piyasası her manada kote bir fiat verebilmesi için yeteri kadar geniş olmalıdır, başka bir ifade ile **menkul kıymet arz ve talebinin merkezileşmesi** icabetmektedir.

4) Bütün alâkalıların malûmat sahibi olabilmesi için **yayın vasıtalarının** borsada oluşan kurları ilgililere bildirecek kadar teşkilâtli olması lâzımdır. Burada ilgililerden kasıt, gerçek veya arizî alıcı ve satıcılar veya sadece portföyünü zenginleştirmek için menkul kıymet almak isteyen sermaye sahipleri olmalıdır.

100 yaşını dolduran İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo

(29) Ucuz fiatla almak ve pahalıya satmak maksadıyla suni yükselişler ve düşüşleri teşvik etmek için effet püblikler üzerinde yapılan madrabazlıktır.

(30) Bkz. : P. REBOUD - H. GUITTON, s. 35 - 37

(31) Fazla bilgi için bkz. İbid, s. 38 - 47.

(32) G. DEFOSSE, La Bourse des Valeurs, P. U. F., Paris 1962, s. 7.

Nukut Borsamızın bugünkü muamele hacminde bir artış beklenmesi en büyük temennimizdir.

Yukarıda bir menkul kıymet borsasının kurulması ve organize edilebilmesi için gösterdiğimiz lüzumlu şartların büyük bir kısmı menkul kıymet borsamızda vardır. Yeter ki sermaye piyasası vasıtaları borsaya aksın ve tedavül konusu olsun. Son yıllarda yapılan iki tecrübe bizde sermaye piyasasının tedricen teşekkül etmekte olduğunu göstermektedir. Örneğin, Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketinin Türkiye İş Bankası kanalı ile binlerce şahsa yaptığı yüz milyon lirayı aşkın kıymette hisse senedi satışı ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankasının portföyündeki sınai şirketler hisse senetlerinden yaptığı yirmi milyon lirayı aşkın kıymetteki muhtelif şirketler hisse senetleri satışı hisse senetlerine alıcı bulunabileceğini göstermektedir (33). Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanun Tasarısına gelince: Memleketin iktisadi kalkınmasını ferdi tasarruf yolu ile hızlandırmak, tasarruf sahiplerinin haklarını korumak, borsalara idarî ve malî yönden bağımsız bir hüviyet vermek ve böylece yatırım sahiplerinin itimadını kazanmak amaçları ile hazırlanan proje 33. maddesi ile devlet sektörünce çıkarılan tahvil ve bonoların borsa koduna kaydını şart koşmuş, 34. madde ile özel sektör tarafından çıkarılan aksiyonların koda alınmasının borsa meclisinin kararına bağlı olduğunu zikretmekle sermaye piyasasının kamu oyu yararına kontrolünü yapmış olmaktadır.

35. maddesi ile proje, esas sermayesi bir milyon lira veya daha fazla olan anonim şirketlerin çıkardıkları hisse senetlerinin, şirketin ihtiyarına bırakılmıyarak, şirket müracaat etmediği takdirde, **resen** kota alınması için borsa meclisine yetki vermesi büyük sermayeli Anonim Şirketleri (Sermaye Piyasasının Tanzimi ve teşviki hakkındaki kanun tasarısındaki hükümlerle paralel olarak) halka açık Anonim Ortaklıklar haline getirmek istemiş ve böylece küçük tasarruf sahiplerinde de yatırımlara katılma eğiliminin uyanıtılmasına çalışmıştır.

Borsa sermaye piyasası üzerinde nâzım rolünü projenin 37. maddesi ile kota kayıtlı olmiyan menkul kıymetlerde muamele ya-

(33) B. YAZICI : Sermaye Piyasası ve Gelişme Hızı, Cumhuriyet Gazetesi, 15 Mayıs 1966, s. 2.

sağı koymak ve 50. maddesi ile de borsa dışı toplantıları yasaklamak sureti ile gerçekleştiriyor.

Ancak vadeli muameleler borsanın vaz geçilmez unsurudurlar. Projenin 41. maddesiyle vadeli muamelelerde vadeli muameleyi yapan taraftan, diğer tarafın (contre partie) isteyeceği depozitoların tarafların reylerine bırakılmayıp **ihtilâflara yol açmamak için** yapılan muamele ile oranlı olarak borsanın tesbit ettiği belirli nisbetlerle alınması icap ederdi.

Proje 48. maddesi ile Kurtaj tarifelerine riayetsizlik edenler hakkında cezai hükümler koyarak sermaye sahiplerinin aldatılmalarını önlemiş bulunmaktadır.

Nihayet, Sermaye Piyasasının tanzimi ve Teşviki Hakkında Kanun Tasarısının 28. maddesinin 2. bendi ile **Sermaye Piyasasının Denetleme Komisyonunun**, Halka Açık Anonim Şirketlerin Mali Durumunu, inceliyerek değerlendirmeye, Lüzumu halinde ortaklığın dikkatini çekmeye, bir kötüleşmenin başlaması veya varlığı halinde ise durumu B o r s a makamlarına bildirmeğe yetkili olduğu ön görülmüştür. Bu hüküm projenin gerekçesinden de anlaşılacağı üzere, B o r s a n ı n d ü z e n l e y i c i y ö n ü n d e n faydalanılarak sağlam ortaklıklara avantajlar tanınması, halkın durumu kötü ortaklıklar bakımından aydınlatılması ve aldatılmalarının önlenmesi istenmiştir.

VII — S O N U Ç :

Menkul Kıymetler Borsamızın gereği şekilde, Sermaye Piyasamızda, Nâzım rol oynaması, bazı şartlara bağlı olup, önce bu müessesenin kamu nazarında itimat edilecek bir kurum olduğu fikrinin uyandırılması lâzımdır.

Bunun için de :

— Sosyal konularda öğretim yapan öğretim müesseselerinde özellikle Borsa mevzuu ve muameleleri konusunda dersler koymak ve borsanın tanıtılmasına çalışılmak,

— Diğer taraftan halka borsayı tanıtmak için konferanslar, seminerler tertip etmek ve bu arada Radyodan faydalanmak, düşünülebilir.

Sonrada; Borsanın, Sermaye Piyasasının gelişmesi hakkında tetkikler yapması ve ne gibi tedbirlerin alınması lâzım geldiği hususunda araştırmalar yapması icabetmektedir. Nitekim bu husus, menkul kıymetler ve kambiyo borsaları kanunu tasarısının 26/13. maddesinde belirtilmiştir.

Vadeli muamelelerin gelişmesi için çalışmalar yapılması ve bankaların kısa vadeli kredi aracı olarak **borsa röporları** yapmaları için müsait ortamın hazırlanması icabetmektedir.