

## PAPER DETAILS

TITLE: Sermaye Piyasasinin Bankacilik Sistemine Etkileri

AUTHORS: Hayri ÖNCEL

PAGES: 0-0

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/7801>

**SERMAYE PIYASASININ  
BANKACILIK SİSTEMİNE ETKİLERİ**

**HAYRİ ÖNCEL**

Fahri Maliye Müfettişi

**I — BİRİNCİ BÖLÜM**

**Sermaye Piyasasının Doğması ve Gelişmesi**

**1. Giriş**

Sermaye piyasasının Bankacılık Sistemine olan etkilerinin incelenmesi; her iki müessesenin bütünü ile ortaya konmasını ve bu arada ilişkilerinin saptanmasını gerektirir.

Para ekonomisinde büyük yerleri olan bu iki müessesenin tümüyle ortaya konulması, bu konferansın hudutlarını fazlasıyla aşar.

Bu nedenle amaçtan uzaklaşmadan kamu oyunca yeterince bilinmiyen Sermaye Piyasası bütün yönleri ve müesseseleriyle izah edilecek ve yeri geldikçe bu piyasanın bankacılık sistemiyle olan ilişkileri açıklanacak ve en son bölümde ser-

maye piyasasının bankacılık sistemine olan etkileri incelenecektir.

## **2. Sermaye Piyasasının Tanımı**

Sermaye Piyasası halk elindeki tasarrufların menkul kıymet haline gelerek yatırımlara gitmesini sağlayan piyasa nizamıdır.

Bu tanımdan anlaşılacağı üzere; Sermaye Piyasası, menkul kıymetler haline gelmiş olan sermayenin arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır.

Bilindiği gibi menkul kıymetler, Anonim Şirketlerin mülkiyetini temsil eden hisse senetleri ile borç senetlerini temsil eden tahvillerdir. Söz konusu senetlerin piyasada alım ve satımı Sermaye Piyasasını oluşturur.

Bu senetlerin piyasada serbestçe satılabilmesi için bunların Menkul Kıymetler Borsasına tescil edilmesi gerekir.

Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri ve Tahvillerin alınıp - satıldığı yer'dir. Senedin Borsaya kote edilmesi borsaya tescilini ifade eder. Bu sayede senedin alım - satımı Devlet Kontrolü altına geçmiş olur.

Düzenli bir piyasada satıcılar mallarını bu piyasaya arzeder; alıcılar da bu piyasadaki alım yaparak yatırım yapmış olurlar.

## **3. Sermaye Piyasasının Kaynağı**

Sermaye Piyasasına arzedilen menkul kıymetlerin kaynağını tasarruflar teşkil eder. Tasarruflar Milli gelirin tüketilmeyen bölümüdür. Bu gelirden pay alan kişiler ve Kurumlar, ilerdeki ihtiyaçlarını karşılamak veya bu tasarrufun gelirinden yararlanmak için tasarruflar yaparlar.

Tasarruflar ilkel cemiyetlerde mal tasarrufu şeklinde başlamıştır. Ancak zamanla bu tasarruf kıymetli madenler ve kıymetli taşlar şekline dönüşmüştür.

Para ekonomisine geçen cemiyetlerdeki tasarruflar ise nakit tasarrufları haline gelmiştir. Ancak bu aşamaya gelmiş olan cemiyetlerde hâla Altın, Gümüş ve kıymetli taşlar şeklindeki para birikimi ile gayri menkul yatırımları ve spekülasyonları önemli bir yer tutar.

#### **4. Para Piyasasının Doğması ve Bankacılığın Gelişmesi**

Para piyasası kişilerin ve kurumların vadeli ve vadesiz mevduat şeklindeki tasarruflarını bankalara yatırımlarından doğmuştur.

Ancak zamanla paranın alış - veriş fonksiyonunun artması, yani alım ve satımlarda ortak bir birim olarak kullanımının yaygınlaşması para tasarruflarının artmasına; bankacılığın doğmasına ve para piyasasının oluşmasını sebep olmuştur.

Gerçekten para ekonomisine geçen toplumlardaki tasarrufların çoğalması, bunların emin ellerde muhafazasını ve gelirlerinden faydalanılmasını; paraya ihtiyacı olan kişilerin de bu piyasadan kredi sağlayarak ihtiyaçlarını karşılamaları bankacılığın doğmasına yol açmıştır.

Bankacılık başlangıçta para biriktirenlerle kredi kullanan kişiler arasında aracı bir müessese olarak kurulmasına rağmen bu gün sözkonusu hizmet kapitalist ekonominin vazgeçilmez bir müessesesi haline gelmiştir.

Görülüyorki Bankacılık sistemi ile para piyasası bir biriyle kaynaşmış bir kavram olmuştur.

#### **5. Sermaye Piyasasının Kurulmasının Nedenleri**

Endüstri ekonomisine geçen ülkelerdeki tasarruflar para

ve mevduat şeklindeki tasarrufların ötesinde menkul kıymetler (Hisse Senetleri ve Tahviller) şeklindeki tasarruflar haline dönüşmüştür.

Gerçekten endüstri ekonomisine geçen memleketlerdeki sanayinin, sermaye ihtiyacı, müteşebbis kişilerin ve aile şirketlerinin karşılayacağı ölçüleri fazlasıyla aşmıştır. Zira Modern endüstri büyük yatırımları gerektirmekte, bu yatırımlar da büyük kredilere ihtiyaç göstermektedir.

Bu amaçla büyük Anonim Şirketler kurulmakta ve bunlar sermaye ihtiyaçlarını hisse senedi ve tahvil çıkarmak suretiyle halktan toplamaktadırlar.

Diğer taraftan kurulmuş olan büyük işletmeler de kredi ihtiyaçları dolayısıyla hisse senedi ve tahvil çıkararak halka açılmaktadırlar.

Bu yolda daha ileri bir girişim de kurulmuş olan işletmelerin personeline müesseseye katılma hakkı veren iştirak usulüdür. Bu usulde büyük işletmeler memur ve işçilerini hissedar yaparak işletmenin idaresine katılma hakkı tanımış olurlar.

#### **6. Sermaye Piyasasının Önemi**

Sermaye piyasası bir ekonomide bir yönden gerçek tasarrufları teşvik ederken, öteyandan mevcut fonların en rasyonel bir şekilde dağılımını sağlar. Çünkü kurulan bu piyasa sayesinde küçük tasarruflar en yüksek ve en güvenli yatırım alanları bulduğu gibi, yatırımlar da uzun sürede rahatca kullanılabileceği fonlara kavuşmuş olur.

Bu bakımdan sermaye piyasası, tasarruf edenler ile müteşebbisler arasında tam bir köprü vazifesi görür.

Bu nedenledir ki sermaye piyasasına, toplumda biriken fonların, biriktirenler tarafından değil, bu fonlara en yüksek

değeri veren girişimciler tarafından kullanılmasını sağlayan piyasa nizamı nazariyle bakılır.

## 7. Sermaye Piyasasının Yatırım'arla İlişkisi

Yatırım bir üretim dalında mal ve hizmet üretmek için sermaye konulmasıdır. Bu suretle ülke ekonomisinde ihtiyaç duyulan bir mal ve hizmetin üretilirken, bu sahada çalışacaklara devamlı iş ve istihdam olanağı sağlanmakta ve aynı zamanda üretime sermaye koyanlar muntazam bir gelire kavuşmuş olmaktadır.

Yatırımlar için genellikle halka açık Anonim Şirketler kurulur. Anonim Şirketler çıkardıkları hisse senetleri ve tahvilleri piyasada satarak halktan gönüllü tasarruf toplarlar.

Hisse Senetleri Anonim Şirketlerin mülkiyet senetleri; Tahviller ise borç senetleridir. Bu nedenle normal olarak hisse senetlerinde her yıl temettü ile birlikte değer artışı; Tahvillerde ise sadece faiz sağlanır.

Yatırım yapacak olan Anonim Şirketler Hisse Senetlerini ve Tahvillerini Borsaya arzederler. Yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri de bu piyasaya müracaat ederek istedikleri miktarda hisse senedi veya tahvili borsadan tedarik ederler. Ancak Azgelişmiş ülkelerde organize sermaye piyasası bulunmadığından tasarruf sahipleri kendi çevrelerinde veya gazete ilânlarıyla çağrıda bulunan Anonim Şirketlere kuruluş sırasında katılırlar.

Hisse senedi veya tahvil almak tasarruf sahibi kişinin uzun veya kısa süreli yatırım niyetine ve likidite ihtiyacına göre değişir. Tasarruf sahibi elindeki parayı belirli bir gelir olarak kısa sürede paraya çevirmeyi düşünüyorsa tahvil alması; Uzun sürede riski de göze alarak devamlı yatırım yapmayı düşünüyorsa, hisse senedi alması gerekir.

### 8. Sermaye Piyasasının Güvenli B'ir Yatırım Alanı Olması

Menkul kıymetler, sermaye piyasası kurulmuş olan memleketlerde küçük tasarruflar için en verimli bir yatırım alanıdır. Zira bu sayede küçük tasarruflar belirli bir gelire kavuştuğu gibi, özellikle hisse senetleri konjonktürü izleyerek; tahviller ise yüksek faizlerle enflasyonun olumsuz etkilerinden kısmen kurtulmuş olurlar.

Gerçekten Hisse Senedine bağlanmış olan küçük tasarruflar; Anonim Şirketlerde gayri menkul, makine ve teçhizat ve ticari emtiaya bağlanmış olduğu cihetle enflasyonu yakından izleme olanağı bulur, yâni Hisse Senetleri fiatları artan konjoktüre paralel olarak arttığı gibi yıllık temettülerde de yükselme olur.

Oysa Tahviller Anonim Şirketlerin borç senedi olması itibariyle artan konjoktüre takip edemez; bilâkis tahvil fiatlarında düşme görülür. Bu nedenle düşen fiatları durdurmak ve satışını cazip hale getirmek amacıyla tahvil faizlerinde yükseltmeler yapılır.

Gayri menkuller, hisse senetleri ve tahviller kadar verimli bir yatırım alanı değildir. Çünkü gayri menkuller yüksek gelir getirmediği gibi, getirdiği gelirler de ağır mükellefiyetler altındadır. Kaldiki gayri menkullerin kiralanması, kirasının toplanması, bakım ve tamiri oldukça güç bir iştir. Nitekim ülkemizde gayri menkuller hem emlak ve hem de gelir vergileriyle vergilendirilirken, Menkul kıymetler sadece gelir ve kurumlar vergisine tâbi bulunmaktadır. Bunun sonucu gayri menkuller % 5 civarında net gelir sağlarken; Hisse senetleri ve tahvil gelirleri genellikle % 15'in üzerindedir.

Ancak ülkenin şiddetli enflasyona sürüklendiği devrelerde gayri menkullerde görülen değer artışı dengeyi bozduğundan arsa ve bina spekülasyonu ağır basmaktadır.

Diğer taraftan altın, gümüş ve kıymetli taşlar gelir getirmediği cihetle plasman sahası olmaktan çıkmıştır. Nevar ki bunların mücevherat olarak kullanımı ve enflasyon döneminde paranın değerini korumaları az gelişmiş ekonomilerde tasarrufların önemli ölçüde bu sahaya kaymasına sebep olmaktadır.

## II — İKİNCİ BÖLÜM

### Sermaye Piyasasının Araçları, Gereçleri ve Yardımcı

#### Müesseseleri

##### 1 — Sermaye Piyasasının Araçları

Sermaye piyasasının araçları Hisse Senetleri ve Tahvillerdir. Devlet Tahvilleri de bu mefhumda dahildir. Hisse Senetleri Anonim Şirketler ile Hisseli Komandit Şirketlerin mülkiyetini temsil eden çeşitli senetlerdir. Bu sebeple kâr zarara katılır ve tasfiyede nazara alınır.

Tahviller ise Anonim Şirketlerin borç senetleridir.

Hisse Senetlerinin çeşitli şekilleri vardır:

Evvelâ Hisse Senetleri mülkiyet yönünden Nama ve Hamiline yazılı olmak üzere ikiye ayrılır. Nama yazılı hisse senedi ismi üzerinde yazılı şahsa ait olup, Devir ve Temlikinde Şirketteki kaydının da değiştirilmesi gerekir. Hamiline yazılı Hisse Senedi ise Senedi elinde bulunduran kişiye aittir.

Gelir yönünden de Hisse Senetleri aşağıdaki gruplara ayrılır;

A — imtiyazlı hisse senetleri, Kâr tevziinde Mali avantajlar sağlayan hisse senetleridir. Mali avantaj daha fazla kâr payı, kârda öncelik, asgari temettü garantisi v.s. şeklindeki menfaatlerdir. imtiyazlı hisse senetleri genellikle Şirketler

kurulurken çıkarılır. Şirket kurulduktan sonra imtiyazlı Hisse Senedi çıkarılması için ya şirket statüsünde hüküm bulunmalı, yahutta Şirket statüsünde buna imkân verecek değişikliğin yapılması gerekir.

İmtiyazlı Hisse Senetlerinin diğer bir çeşidi de reyde ruçhanîyet sağlayan hisse senetleridir. Reyde imtiyaz, diğer hisse sahipleri üzerinde, şirketin idaresi bakımından genel kurulda üstünlük sağlar. Diğer hisse senetleri rey hakkından mahrumdur.

#### **B — Asgari Kâr Garantili Hisse Senetleri**

Bu garanti bütün hisse senedi sahiplerine veya sadece bir nev'i hisse senedi sahiplerine verilir.

Şirketin kâr edip etmiyeceği önceden belli olmayacağına göre bu garantinin bir Banka, itibarlı bir şirket veya Devlet tarafından verilmesi gerekir. Memleketimizde Ereğli Demir - Çelik Hisse Senetlerine kuruluş yıllarına mahsus olmak üzere % 6 temettü garantisi verilmiştir.

#### **C — İntifa Senetleri**

Müessis Hisse Senedi olarak da tanımlanan bu çeşit Hisse Senetleri, bedelsiz verilen Hisse Senetleridir. Bu senetler şirketin kurulmasında fikir ve emeği geçen kişilere verilir. Bu senetler de diğerleri gibi tedavül eder.

#### **D — Tahviller**

Anonim Şirketerin ve H. Komandit Şirketlerin para bulmak için çıkardıkları borç senetleridir. Bunlar da Nama ve Hamiline yazılı olmak üzere ikiye ayrılır. Devir ve temlik hisse senedine benzer. Kâr ve Zarara katılmayıp sadece üzerinde yazılı faizi alır.

## 2 — Sermaye Piyasasının Gereçleri

Sermaye Piyasasının gereçleri özellikle Halka Açık Anonim Şirketler ile Hisseli Komandit Şirketlerdir.

Doğrudan doğruya Ticarî ve Sınai bir faaliyette bulunmayıp sermayesini aksiyon ve obligasyonlara yatıran şirketler de Sermaye piyasasının gereçleri arasında sayılır. Bunlara yatırım (investment) şirketleri denir.

Sermayenin teşkili bakımından iktisadî Devlet Teşebbüsleri (Karma Teşebbüsler) ile Holdingler de bu kategoriye girer.

## 3 — Sermaye Piyasasının Yardımcı Müesseseleri

Sermaye piyasasının kurulmasına ve gelişmesine yardımcı olan müesseseleri iki grupta toplamak mümkündür.

### A — Mali Müesseseler

Bunlar tasarrufu teşvik ve sermaye arzını kolaylaştıran Hayat ve Emeklilik ve diğer Sigorta Şirketleri ile Ticaret Bankalarıdır.

### B — Aracı Müesseseler

Bunlar da sermaye talep eden teşebbüsler ile tasarruf arzeden halk veya teşekküller arasında tavassutta bulunan yatırım Bankaları, Yatırım Fon ve Şirketleridir.

Gerek Mali ve gerekse aracı müesseselerin sermaye piyasasının kurulmasında ve gelişmesinde önemli fonksiyonları mevcuttur.

Bilindiği gibi Emeklilik Kurumları ve Sigorta Şirketleri topladıkları fonları uzun vadeli plase eden müesseselerdir. Yatırım Bankaları ve Şirketleri de elde bulundurdıkları uzun

vadeli fonları gerçek Anonim Şirketlerin (Halka Açık Anonim Şirketlerin) Hisse Senedi ve Tahvillerine yatırıp bunları halka intikal ettiren kuruluşlardır.

Sözü edilen bu müesseseler bir yandan hisse senedi ve tahvil tertiplemede ihtisas fonksiyonunu üzerlerine alırken, risk dağıtıcı yollarla halk ve şirketler arasında güvenlik esasına dayanan bağlantıyı sağlarlar.

### **III — ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

#### **Ekonomik ve Sosyal Açıdan Sermaye Piyasası ve Güvenlik Sorunu**

##### **1 — Sermaye Piyasasının Gelişmesini Etkileyen Ekonomik ve Sosyal Nedenler**

Yukarda da belirtildiği gibi Endüstri ekonomisine geçen memleketlerin sermaye ihtiyacı müteşebbis kişilerin ve ailelerin mali güçlerini fazlasıyla aşmıştır. Zira Modern Endüstri büyük yatırımları gerektirmekte; bu yatırımlar da büyük sermayeye ihtiyaç göstermektedir.

Diğer taraftan durmadan gelişen Teknolojik inkılâp ve (Concentration industriel) hareketi de sınaî müesseselerin sermaye ihtiyacını şiddetlendirmektedir.

Kezâ, Kurulmuş olan büyük işletmelerin masif kredi ihtiyaçlarının da normal Banka Kredileriyle karşılanması imkânsız hale gelmiştir. Bundan başka, Banka kredilerinin pahalılığı da sınaî müesseseleri daha ucuz kaynak aramaya zorlamıştır.

İşte bu koşullar altında Aile Şirketi niteliğindeki Anonim Şirketler Halka Açık Anonim Şirketler (Gerçek Anonim Şirketler) haline gelerek Hisse Senedi çıkarmak suretiyle halktan sermaye toplama yoluna gitmişlerdir.

Öte yandan Sosyal cereyanlar da, büyük sermayenin Halka yayılmasına yol açmıştır. Zira Emek ve Sermaye ilişkilerinin yakınlaştırılması, işçi ve personeli çalıştığı müesseselerde partisipasyon yolile hak ve söz sahibi olmaya sevketmiştir.

Bu maksatla büyük sınaî işletmeler, sermayelerini hisse senedi çıkarmak suretiyle önce işçi ve personeline dağıtma yoluna gitmişlerdir. Böylece memur ve işçiler hissedar olarak işletmenin idaresine katılmıştır.

Bu yolda ilk hareket 1929 Dünya krizinde Ford Fabrikalarında başlamıştır. Henry Ford işçi ve personeline müessese-ye ortak etmek suretiyle bu akımın önderliğini yapmış müteşebbis olarak gösterilir.

Henry Ford bir taraftan işçiye fabrikayı ortak edip produktiviteyi artırırken, diğer taraftan imalatının önemli kısmını işçilerine satmak imkânını elde etmiştir.

Bugün Ford Müessesesinin hisse senetlerinin ancak % 11'i Ford ailesinin elinde kalmış; diğerleri işçi ve personele ve halka intikal etmiştir.

Bu hareket zamanla Amerika'da diğer müesseselere ve Batı memleketlerine ve bütün Dünya'ya yayılmış ve son derece başarılı sonuçlar alınmıştır.

## 2 — Sermaye Piyasasının Kuruluşunun Ön Koşulları

Bir memlekette sermaye piyasasının kurulması için gereken koşulların ve ortamın yaratılması çok güç bir iştir. Bunun için herşeyden önce o memleketin masîf sermaye talebi yaratacak ekonomik bir seviyeye ulaşması ve dolayısıyla Endüstri Ekonomisine geçmesi icabeder.

Diğer taraftan halkın tasarruf gücü ve eğiliminin gelişmesi gerekir. Bunun için de Millî Gelirin hızla artması, işsizliğin azalması ve tam çalışmaya doğru yol alması gerekir.

Gelişme halindeki ülkeler sermaye piyasasını organize etmiş ve gereği gibi işler hale getirmiş değillerdir.

Bunların yanısıra tasarruf sahiplerinin Hisse Senetleri ve Tahviller hakkında da yeterli bilgileri yoktur. Keza plasman yapılacak müesseseler hakkında da güven ve emniyet hissi teşekkül etmemiştir. Ayrıca bu ülkelerdeki ekonomik ve politik istikrarsızlık da sermaye piyasasını olumsuz yönde etkilemektedir.

İşte bu nedenledir ki, gelişme halindeki memleketlerde sermaye piyasasının kurulması ve geliştirilmesi büyük güçlükler arzeder.

Bu gün Sermaye Piyasası mevcut olan Kıta Avrupası memleketlerinde adı geçen piyasanın doğmasında ve gelişmesinde aracı ve Mali müesseselerin rolü büyük olmuştur.

Yalnız Anglo - Sakson memleketleri halkı, gelenekleri itibarıyla tasarruflarının büyük kısmını doğrudan doğruya sermaye piyasasına yatırmaktadır. Diğer memleketlerde halk ancak Mali ve Aracı müesseseler öncülüğü ile sermaye piyasasına katılır. Sebebi de halkın genellikle yatırım yapacak şirketlere fazla güvenmemesidir.

### 3 — Sermaye Piyasasının Güvenlik Sorunu

Sermaye piyasasında güvenlik sorunu; bir yandan halkın hisse senedi ve tahviller ile bu kıymetleri çıkaran kuruluşlara karşı güven ve emniyetinin sağlanmasını; Öteyandan menkul kıymetlerin gerçek piyasa değerinden paraya çevrilmesini (likidite) anapara, temettü ve faizlerin vaktinde ödenmesini sağlayacak düzenin kurulmasını ifade eder.

Tahviller için sözkonusu olan bu güvenliğin Banka garantileriyle sağlanması mümkündür. Oysa Hisse Senetlerinde

böyle bir garantinin sağlanması oldukça güçtür. Zira Senetler mahiyet icabı, ticari plasmanların bütün riskini taşır.

Sermaye piyasasında genel olarak güvenlik sorunu bu piyasanın özel bir disipline bağlı olarak kurulmasını, işlemesini, özel murakabe tedbir ve müesseseleriyle techiz edilmesini gerektirir.

Bu amaçla Halka Açık Anonim Şirketlerin ve Yatırım Şirketlerinin kuruluş tarzı, en az sermaye, sermayenin tereküp tarzı ve dağılışına müteallik kayıt ve şartlarla şirketlerin tâbi olacakları özel murakabe sistemi Devletin kontrolü altında tutulur.

Şirketlerin tâbi olacakları özel murakabe sistemi, sermaye piyasası Denetleme Komisyonlarınca denetlenmesini gerektirir. Buna göre Şirketler kuruluşları sırasında Denetleme Komisyonlarına müracaat eder, Komisyonca lüzumlu incelemeler yapıldıktan sonra kuruluşa izin verilir.

Sözü edilen güvenlik müessesesinin kuruluşunda, A.B.D. ve Batı memleketlerinde mevcut yeminli muhasiplik müessesesinin rolü büyük olmuştur. Zira adıgeçen bu kuruluş tasaruf sahiplerine yatırım yapılacak müesseseler hakkında tarafsız ve yeterli bilgi vermek suretiyle emniyet ve güven hissinin yaratılmasına çalışırlar.

#### **IV — DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

##### **Türkiye'de Sermaye Piyasasının Tarihçesi, Halihazır Durumu ve Bu Piyasayı Etkileyen Nedenler**

###### **1. Türkiye'de Sermaye Piyasasının Tarihçesi**

Ülkemizde ilk menkul kıymet hareketleri 1884 yılında hazine bonoları ve benzeri kıymetli evrakın alınıp satılmasıyla

le başlamıştır. 1854 yılında Kırım Harbinin masraflarını karşılamak amacıyla İngiltere'den yapılan istikraza ait tahvillerin piyasada alım ve satımı menkul kıymetler borsasının doğmasına yol açmıştır.

Daha sonra yapılan çeşitli Osmanlı Devleti istikrazına ait tahvillerin piyasada alınıp satılması da bu piyasayı canlandırmıştır.

İstanbul'da Galata'da Hayvar Han ve çevresindeki sokak ve dükkânlarda menkul kıymet alım ve satımı yapan borsacıların 1864 yılında kurdukları dernekle, borsacılık o zamanın ölçülerine göre düzene sokulmuştur.

Daha sonra 13 Nisan 1866 senesinde çıkarılan bir Kararname ile Galata'da, Komisyon handa Borsa kurulmuş ve Maliye Nezareti borsayı murakabe etmek üzere Komiser tayin etmiştir. Zamanla bu borsa gelişmiş ise de düzenli bir hale getirilememiştir.

Bu gün ülkemizde sermaye piyasasını düzenleyen hükümler, 1929 tarihli 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambyo Borsası Kanunu ile 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun Anonim Şirketlere ait hükümleridir.

Menkul Kıymetler ve Kambyo Borsası Kanunu Menkul Kıymetler Borsasının Kuruluşunu ve alım ve satımını düzenlemiş; Ticaret Kanunu ise Anonim Şirketlerle mezkûr kıymetlerin hukuki yönünü tanzim etmiştir.

Söz konusu bu kanunlar sermaye piyasasını hukuki açıdan ele almış olmakla beraber sözü geçen piyasanın ekonomik sosyal ve malî yönünü ihmal etmiştir. Kaldığı oldukça eski tarihlere dayanan bu günkü mevzuat artık hukuki açıdan da müessesenin ihtiyaçlarını ve özellikle güvenlik sorununu karşılayamaz hale gelmiştir.

## **2 — Ülkemizdeki Sermaye Piyasasının Halihazır Durumu**

Ülkemizde sermaye piyasasının kurulmasını gerektiren ön koşullar fazlasıyla mevcut olmasına rağmen bu gün hâlâ düzenli bir sermaye piyasası mevcut değildir.

Bunun en önemli nedeni bu piyasayı günün şartlarına göre yeniden düzenleyecek olan sermaye piyasası kanununun çıkarılamamasıdır. Bu yolda bir çok çalışmalar yapılmış ise de bir sonuç alınamamıştır.

Gerçekten Birinci 5 Yıllık Kalkınma Plânı, Sermaye Piyasasının yeniden düzenlenmesini ve teşvik edecek tedbirlerin ele alınmasını ön görmüştür.

Bu amaçla Devlet Plânlama Teşkilâtı, Türkiye Sınai Kalkınma Bankasıyla müşterek bir çalışma yapmak üzere girişimde bulunmuş ve daha sonra Türkiye Odalar Birliği'nin de katılımıyla bir araştırma grubu kurulmuştur. Araştırma grubunun çalışmaları 1963 yılında Sermaye Piyasası Etüdü adıyla neşredilmiştir.

Bu etüd esas alınmak suretiyle hazırlanmış olan Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı, bir kaç defa meclis gündemine müstacel konular arasında alınmış ise de, meclislerin seçim dolaşısıyla dağılması nedeniyle kadük olmuştur.

Bu gün bu tasarı hâla meclisin gündeminde bulunmaktadır.

Sermaye piyasasının gelişmesini olumsuz yönde etkileyen bu sebeplere rağmen yetersiz de olsa memleketimizde bir sermaye piyasası teşekkül etmiştir.

Gerçekten bugün memleketimizde bir Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası ile Ticaret Kanununa göre kurulmuş bir çok Anonim Şirketlerin Hisse Senetleri ve Tahvilleri piyasada tedavül etmektedir.

Bunun yanında borsaya kote edilmiş Devlet, İl, Belediye ve İktisadi Kamu Teşebbüslerinin ve Milli Bankaların Tahvilleri Piyasada serbestçe alınıp satılmaktadır.

Bu piyasa, Menkul Kıymetler Komiserliğinin denetimi altındaki borsa acentelerinin yürüttüğü resmi piyasa ile Bankaların yürüttüğü serbest piyasadan oluşmaktadır.

Mevcut piyasada Borsa Acentaları Borsaya Kote edilen Hisse senetleri ve tahvillerin alım ve satımına tavassut etmektedir. Bankalar ise borsaya kayıtlı olsun veya olmasın, bütün hisse senetleri ve tahvillerin alım ve satımını yapmaktadır. Nevar ki bu piyasa tam organize olmadığından düzenli işleyememekte ve bu yüzden gerekli güvenliği ve ilgi ve alâkayı toplayamamaktadır.

### 3 — Sermaye Piyasasını Olumsuz Yönde Etkileyen Nedenler

Ülkemizde sermaye piyasasının gelişmesini en önde etkileyen Sermaye Piyasası Kanunun'dan başka ülke ekonomisinin istikrara kavuşmaması, izlenen para politikası, siyasi istikrarsızlık, vergi teşvik tedbirlerinin yetersizliği ve nihayet gayri menkul spekülasyonlarının kontrol altına alınamaması bu piyasayı olumsuz yönde etkilemeye devam etmektedir.

Gerçekten ülke ekonomisinin istikrara kavuşmaması ve bu yüzden rasyonel bir para ve Maliye Politikası güdülememesi sonucu ülkede hissedilen şiddetli enflasyon nedeniyle Hisse Senetleri ve tahvil fiatlarında önemli düşmeler meydana gelmiştir.

Örneğin 1970 yılında 100 kabul edilen fiat endeksleri 1971'de 119, 1972'de 137, 1973'de 157 ve 1974'de 185 olmuştur.

Diğer bir deyimle ülkedeki para kıymetinde 1971 yılında % 19; 1972 yılında % 18; 1973 yılında % 20; 1974 yılında % 28 oranında düşmeler meydana gelmiştir.

Bu durum Sermaye Piyasasını krize sürüklemiş ve hisse senetleri fiatlarıyla tahvil fiatlarında önemli düşmelere yol açmıştır.

Gerçekten hisse senetlerine ve tahvillere yatırılan paralardan 1973 - 1974 yıllarında sağlanan gelirler, enflasyon hızının altına düşmüş olması nedeniyle bir çok hisse senedi

ve tahvillerin piyasaya sürülmesine yol açmış ve bu yüzden menkul kıymetler fiyatlarında büyük düşmeler görülmüştür.

Bu nedenle satışı güçleşen Devlet Tahvilleri faizleri, % 7'den % 9'a çıkarılmış ve daha sonra da % 11'e yükseltilmiştir. Bu meyanda Özel Şirket Tahvillerinin faizleri % 12'den % 15'e çıkarılmış ve daha sonra % 19'e yükseltilmiştir.

Hisse Senetleri fiyatlarında böyle bir müdahale söz konusu olmadığından borsada Hisse Senetleri fiyatında önemli düşmeler müşahade edilmiştir.

Bu durum ülkemizde öteden beri mevcut olan Emlâk ve özellikle arsa Spekülasyonunu artırmıştır.

Ekonomik yönden arsa Spekülasyonun ülke ekonomisine büyük zararlar verdiği bir gerçektir. Zira arsa yatırımları bir gelir getirmediği gibi istihdam da yaratmaz. Ama arsa alımından sağlanan değer artışı büyük kentlerde ve özellikle sanayi bölgelerinde o kadar yüksek ki, bundan sağlanan gelir para değerindeki bütün düşmeleri önledikten başka büyük kazançların da sağlanmasına yol açmaktadır. Üstelik sağlanan değer artışı türlü kombinezonlarla vergilendirilmemektedir.

Bina yatırımlarına gelince, bu da belirli bir gelir sağlanmasına rağmen ölü yatırımdır. Zira bina yatırımları sadece mevcut yatırımların tam kapasitede çalışmasıyla birlikte mevsimlik iş olanağı sağlamakta olup, devamlı istihdam olanağı yaratmamaktadır.

Bu nedenle Sermaye Piyasasını ve milli ekonomiyi olumsuz yönde etkileyen Emlâk Spekülasyonun süratle önlenmesi gerekir. Aksi takdirde ülkenin sanayileşmesinin kaynağı olan sermaye piyasasına tasarrufların sevk edilmesi mümkün olamaz.

### 3 — Ülkemizde Sermaye Piyasasını Olumlu Yönde Etkileyen Nedenler

Ülkemizde Sermaye Piyasasının kuruluşunu olumlu yönde etkileyen nedenleri şöylece sıralamak mümkündür:

1 — Hisse Senedi ve Tahvil çıkarmak kurumlar için çok ucuza gelmektedir. Zira halktan toplanan tasarrufların işletmeye maliyeti Bankalardan kredi olarak alınan ve tekrar ödenen kredilerden çok daha ucuz olmaktadır. Gerçekten Banka faizi % 20-22'ye gelirken Tahvilâta verilen faiz ve komisyon % 18'i geçmemektedir.

2 — Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre Kurumların tahvil çıkarmak suretile sağladıkları yabancı kaynaklar yatırım indiriminden faydalanmaktadır. Oysa Tahviller dışındaki yabancı kaynaklar yatırım indiriminden yararlanamamaktadır. Bu nedenle çıkarılan Tahvillerin Faiz ve Masrafları vergiye gider yazıldıktan başka Tahvil bedelleri de, yatırım indirimi yolu ile hazineye fatura edilmektedir.

3 — Memleketimizde kaynak yaratması lâzım gelen Hayat Sigortaları ve diğer Malî Kurumlardan piyasaya fon gelmemektedir. Zira bu fonların önemli bir kısmı kamu kesimince kullanmakta ve bu yüzden Ticaret Bankalarından ve Sigorta Şirketlerinden uzun vadeli kredi alınamamaktadır.

4 — Orta ve uzun vadeli kredi veren yatırım bankaları memleketimizde gelişmemiştir. Gerçekten Türkiye Sınai Kalkınma Bankası ve Sınai Yatırım ve Kredi Bankası ve Halk Bankası dışında uzun ve orta vadeli kredi veren yatırım bankaları yoktur; Bunlar da yeni kurulmuş olup bir yılda verdikleri krediler toplam 2-3 milyarı geçmemektedir.

5 — Sınai Müesseselerin büyük bir hızla artması ve buna paralel olarak kredi ihtiyacının genişlemesi müesseseleri bankalar dışında kaynak aramaya zorlamıştır.

6 — Memleketimizde şimdiye kadar plasman bakımından gayrimenkul yatırımları ön sırada yer alırken, gayrimenkul-lerde rantabilitenin düşmesi, fertleri kira dışında yeni yatı- rım sahaları aramaya sevk etmiştir. Gerçekten bu gün gayri- menkullerde rantabilite % 5'in altına düşmüştür. Bu bakım- dan halk gayrimenkul yatırımlarına iltifat etmemekte ve da- ha yüksek gelirli kaynaklar aramaktadır.

7 — Hamiline yazılı Hisse Senetleriyle Tahviller Yurdu- muzdan vergiden ve Servet beyannamesinden gizlenen ser- vetler için emin bir yatırım alanı olmuştur. Gerçekten çok iti- barlı şirketlerin yüksek faizli tahvillerinin piyasaya çıkması- le satılması bir olmaktadır.

#### 8 — Enflasyondan Korunmak

Gayrimenkul gelirlerinin düşmesi halk tasarruflarının büyük ölçüde mevduat şeklinde Bankalarda toplanmasına yol açmıştır. Memleketimizde özellikle ikinci Dünya Harbi'nden sonra Bankacılığın gelişmesi ve çeşitli ikramiye ve teşvikler halk elindeki tasarrufların bankalarda toplanmasına sebep olmuştur.

Ancak son yıllarda enflasyon temayüllerinin artması, hal- kı mevduat dışında emniyetli yatırım yerleri aramaya zorla- mıştır. Bu nedenle tasarruflar güvenli plasman sahası olarak sermaye piyasasını bulmuştur.

### V — BEŞİNCİ BÖLÜM

#### Sermaye Piyasasının İşlemesi ve Menkul Kıymetlerin Değerlerini Etkileyen Nedenler

##### 1 — Sermaye Piyasasının İşlemesinde Borsanın Rolü

Borsa Menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı yer- dir. Burada alım - satım Borsa Komiserliğinin denetiminde

yapılır. Bu görev tasarrufların korunması bakımından bir kamu hizmetidir.

Borsada, borsaya kote edilmiş kıymetlerin satışı yapılır. Kote edilmek, menkul kıymetlerin borsaya tescili demektir. Böylece sözkonusu kıymetlerin alım ve satımı Borsanın denetimine girmiş olur.

Borsa, elektronik haberleşme sistemleriyle dünya borsalarıyla bağlantı halindedir. Böylece Dünya borsalarındaki dalgalanmalar anında izlenir.

Borsa açılışında, menkul kıymetler en son kapanış değerleri üzerinden isim sırasile okunur. Bu sırada satmak isteyen ajan satacağı kıymetin miktarını bildirir. Cevap çıkmazsa alıcı yok demektir. Daha aşağı satmak isteyenler ikinci turu bekler. Her satış, borsa komiserliğince tescil edilir. Satıcının teklifine aynı anda birden fazla alıcı çıkarsa, ilk cevap verene satılmış olur. Bu husus elektronik aletlerle saptanır.

## 2 — Bilgi Kaynakları

Sermaye piyasasının bilgi kaynaklarını borsa gazete ve bültenleri, borsa ajanları, gazeteler, ilgili kuruluşların yıllık faaliyet raporları, blânço ve kâr-zarar cetvelleri, ana sözleşmeler, gazetelerdeki kuruluş haberleri ve sermaye artırım haberleri teşkil eder.

Memleketimizde bulunmamakla beraber, serbest mali müşavirler ile Bankaların bu maksatla tesis etmiş oldukları Danışma Servislerinde, bu konuda ilgililere tarafsız bilgi verilir.

Borsada yapılacak her alım ve satımdan önce, Resmi borsa kayıtları dışında, güvenilir kaynaklardan bilgi alınması gerekir. Zira borsada bir kıymetin alım ve satımında fiatı kadar, o kıymetin ilerdeki yıllarda değerine tesir eden etkenle-

rin değerlendirilmesi, özel bir bilgi ve ihtisas işidir. Bu işin şansa ve tesadüflere bırakılması doğru değildir.

### 3 — Hisse Senedi ve Tahvillerin Piyasa Fiatlarını

#### Etkileyen Nedenler

Her piyasa gibi Hisse Senedi Piyasası da arz ve talebe göre oluşur. Çeşitli nedenlerle piyasaya fazla senet çıkması fiatların düşmesini, buna mukabil talebin fazla olması fiatların yükselmesine mucip olur.

Genel olarak ekonomik konjonktürün müsait seyretmesi fiatların yükselmesini, ekonomik durgunluk, para kredi darlığı, şiddetli enflasyon, ham madde ve ücretlerdeki devamlı artışlar fiatların düşmesini gerektirir.

Piyasada fazla rekabet olan sahalardaki aksiyon fiatları durgun olur. Örneğin, Mensucat, un, çimento gibi, buna karşın fazla rekabet olmayan ve piyasada bir boşluğu dolduran veya uzun süre durgunluk olmayan sahalardaki aksiyonlar kolayca yükselir: Lâstik, suni iplik, çto, buzdolabı gibi.

Kezâ, şirketin faaliyet konusu, sermayesi, ortak ve personel sayısı, kurucular ve yöneticilerin durumu, kapasite, ihracat imkânları, kredi olanakları, tevsi ve yeni yatırım projeleri, hisse senetlerinin prim yapmasını sağlayan etkenlerdir. Ancak bunların iyi değerlendirilmesi gerekir.

### 4 — Temettü'nün Senet Değerine Etkisi

Hisse senedinin değerini etkileyen en önemli faktör yıllık sağladığı temettüdür. Bu temettü'nün cari faiz haddi altında olması senedin başa-baştan aşağı düşmesine; söz konusu temettü'nün cari faiz haddi üzerine çıkması, senedin değer kazanmasına yol açar. Ancak bir teşebbüs, normal olarak ku-

ruluşundan birkaç yıl sonra kâr'a geçebilir. Bu devre teşebbüsün gelişme devresi sayılır. Bu süre içinde hisse senetleri, başa-baş seviyesini korur. Şirket kâr etmeye başlayıp verilen temettü cari faiz haddini aşmadığı sürece değerini muhafaza eder. Verilen temettü cari faiz haddini aşınca, senet prim yapmaya başlar. Bu takdirde cari faiz üzerindeki temettü değer artışına ve temettü'nün kapitülasyonuna yol açar.

Hisse senetlerindeki değer artışı, cari faiz haddi üzerindeki temettü miktarı ile orantılı olarak artar. Bu artış belirli bir noktada durur. Bu duruş şirketin olgunluk ve durgunluk süresince devam eder.

#### 5 — Senetlerin Değerinin Saptanması

##### İşletmenin Muhasebe Değeri

Genellike bir işletme, sağladığı kâr'ın tamamını dağıtmaz, bir kısmını ihtiyat olarak ayırır. İşletmede ihtiyatlar ve çeşitli karşılıklar arttıkça işletmenin özvarlığı da artar. Bu nedenle hisse senetlerinin muhasebe değeri yükselmiş olur.

Bir işletmede hisse senetlerinin muhasebe değeri, öz sermayesine göre hesaplanır. Şöyle ki; Bilançonun aktifinden pasifteki yabancı kaynaklar düşülünce işletmenin öz sermayesi meydana çıkar. Böylece bulunan öz sermayenin hisseye bölünmesiyle senetlerin gerçek muhasebe değeri bulunmuş olur.

#### 6 — Gelir Kapitalizasyonu Yolu ile Değerleme

Bir işletmenin cari faiz haddi üzerinde temettü dağıtması, hisse senetlerinin kapitalizasyonu yolu ile değerlendirilmesine yol açar. Bu durumda menkul kıymetlerin piyasa değeri, getirdikleri gelirin cari faiz haddine bölünmesi suretile bulunur. Hisse Senetlerinin kapitalizasyonu şu formülle hesaplanır:

1 — Temettü % 18 olursa;

$$A = \frac{D}{I} \quad A = \text{Kapitalizasyon değeri}$$

D = Temettü % 18  
I = Cari Faiz haddi % 15

$$A = \frac{180}{0.15} = 1.200.—$$

2 — Temettü % 25 olursa;

$$A = \frac{250}{0.15} = 1.660.—$$

Memleketimizde cari faiz haddi Devlet Tahvilleri % 9 faizli iken % 12 idi. Söz konusu faiz haddi % 11'e çıkarılınca 14.60 olmuştur. Devlet Tahvillerinin her türlü vergi ve resimden müstesna olması % 20 vergi stopajının net gelire ilâvesini gerektirir.

Cari faiz haddinin, % 18 faizli şirket tahvillerine göre hesaplanması ise şöyledir:

% 18 faiz haddi

0.20 stopaj gelir vergisi

---

0.3.60

% 18

3.60

---

14.40

7 — Sermaye Arttırımı Suretiyle Hisse Senetlerinin Değerlenmesi

Bir şirketin sermayesinin arttırılması bazı ahvalde hisse senetlerinin değerlenmesini mucip olur. Sermaye arttırımın-

da ortaklara ruchan hakkı tanınır. Bu takdirde kullanılmayan sermaye halka açılır.

Sermaye arttırımı nakit karşılığı yapıldığı gibi, mevcut ihtiyaçların tamamen veya kısmen sermayeye dönüştürülmesi suretile de yapılabilir. Nakit karşılığı yapılan sermaye artırımında nominal bedel üzerinden hisse senedi verilmesi, hisse senetlerinin değerinin artmasına yol açar. Örneğin, piyasa fiyatı 1500 lira olan bir hisse senedine % 50 nisbetinde nominal bedelden yeni hisse almak hakkı tanındığı takdirde, asıl hisse senedi fiyatında önemli sıçrama olur.

Şöyle ki; 10 hisse üzerinden 5 adet bedelsiz hisse alındığına göre beher hisselerin ortalama maliyeti 1.33 lira olmaktadır.

$$1500 \times 10 = 15.000.— \text{ eski hisse senetleri}$$

$$1000 \times 5 = 5.000.— \text{ yeni hisse senetleri}$$

---

$$15 \quad 20.000.—$$

$$20.000$$

---

$$15 = 1.333 \text{ olmaktadır. Bu takdirde hisse senetleri}$$

değerinde 200-300 liraya yakın bir artış  
beklenebilir.

Sözkonusu sermaye arttırımı, piyasa fiyatı 2.000 lira olan bir hisse senedine % 100 bedelsiz hisse senedi verilmesi şeklinde yapılırsa, 10 eski senet 20.000 liralık normal bir değere ulaşacak ve ortalama maliyeti 1000 liraya düşecektir.

$$2.000 \times 10 = 20.000$$

$$\text{Bedelsiz} \times 10 =$$

---

$$20 \quad 20.000$$

$$20.000$$

---

$$= 1.000$$

$$20$$

$$A \quad 2.000$$

Bu nedenle piyasa değeri 2.000 lira olan eski senetlerin değerinde önemli artış meydana gelecektir.

Ancak, bu yükselmeyi son derece ihtiyatlı karşılamak gerekir. Zira sermaye arttırımı ile yeni yatırımlara gidilerek üretim ve kârda bir artış sağlanamamışsa, kâr daha çok hisseye bölüneceğinden ilerdeki yıllarda kâr'ın azalması ve dolaşısıyla senetlerin değerinde düşme meydana gelmesi muhtemeldir.

Kezâ ortakların rüchan haklarıyla karşılamıyacağı bir miktarda yapılan sermaye arttırımında nominal bedel üzerinden hisse senetlerinin piyasaya arz edilmesi, senet değerini düşürür.

### **8 — Yatırım Ortaklığı ve Holdingleşmeye Katılan Şirket Senetlerindeki Değerlenme**

Yatırım ortaklığı ve Holdingler menkul kıymetler portföyünü işletmek suretiyle faaliyette bulunan Anonim Şirketlerdir. Bunların Portföyünde birçok eski kuruluşların hisse senetleri bulunur.

Eskiden kurulmuş olup da sonradan halka açılmak isteyen şirketler, halka açılmadan önce mevcut hisse senetlerini halihazır değere irca etmek zorundadır. Zira, eskiden kurulmuş olan şirketlerin aktifindeki kıymetlerde çeşitli nedenlerle önemli yükselişler olabilir.

Bu nedenle bilançonun aktifindeki değerler ekspertiz yolu ile yeniden değerlendirilerek şirketin öz varlığı bulunur. Bunun için bilançonun aktif değerinden borçların düşülmesi ve gerekli düzeltmelerin yapılarak şirketin gerçek özvarlığının ortaya konması gerekir. Böylece bulunan toplam özvarlık mevcut değeri bulunmuş olur. Örneğin; yapılan bu değerleme sonucunda hisse senetleri 5 misli değer kazanmışsa, yeni kurulan yatırım ortaklığında veya holdingte bu hisse sahipleri-

ne, bir hisseye mukabil 5 hisse verilmiş olur. Bu çeşit hisse senetleri yatırım ortaklığında veya holdingte ayrı bir grup hisse senedi grubu teşkil eder. Bakiye hisseler ise nakit karşılığı yeni hissedarlara verilmiş olur.

Holdingleşme yoluyla hisse senetleri kıymetinin değerlendirilmesinde yapılacak takdirin çok adil olması gerekir. Aksi takdirde Şirkete yeni katılacaklar zarara uğrar.

İşte böylece holdingleşme veya yatırım ortaklığına katılan şirketlerin aktif kıymetlerinin yeniden değerlemeye tabi tutulmasında hisse senetlerinin değerinde önemli yükselmeler olur. Ancak, holdingler ve yatırım ortaklıkları ikinci el kâr dağıtan sermaye şirketleridir. Bu bakımdan yüksek bir temettü vermesi ve binnetice senetlerinde önemli bir değer artışı beklenemez. Bununla beraber adı geçen şirketler portföylerindeki çeşitli hisse senetleri vasıtasıyla daha mustakâr temettü dağıtmak olanaklarına sahiptirler.

#### 9 — Hisse Senetleri Değerini Etkileyen Diğer Faktörler

Kupon bedelleri senet değerini etkileyen önemli unsurdur. Bu bakımdan senet alırken o yıla ait kuponun mevcut olup olmadığının araştırılması lazımdır. Kupon bedellerinin tahsil günü yaklaştıkça senet değeri artar ve değer artışını etkileyen başka bir faktör yok ise, senet bedeli o miktar düşer.

Kezâ amortismanların tamamlanması veya kârdan ayrılması gereken önemli karşılıklara ayrılmaması da, dağıtılacak kârı etkilediğinden senet değerlerinde yükselme olur.

#### 10 — Tahvil Fiyatını Etkileyen Nedenler

Bir borç senedi niteliğini taşıyan tahvilin piyasa fiyatını faiz oranı, vade ve risk etkiler. Bilindiği gibi faiz ve vade matematik faktörlerdir. Bunun tahvil fiyatı üzerindeki etkisi kolayca hesaplanabilir. Risk ise ana para ve faizlerin zamanın-

da ödenmesini ifade eder. Bu nedenle hesaplanması mümkün olmayan bir etkidir. Tahvilleri risk derecesine göre şöylece sıralamak mümkündür.

- Devlet ve Devlet kefaletini taşıyan kamu kuruluşları tahvilleri,
- Büyük Bankalardan birisinin garantisini taşıyan tahviller,
- Diğer banka garantisini taşıyan tahviller
- Büyük holdinglerin garantisini taşıyan tahviller,
- Şirketlerin garantisiz tahvilleri.

Bu günkü ekonomik koşullar altında garantisiz tahvil çıkarılması düşünülemez. Bu nedenle tahvil çıkarmak isteyen şirketlerin muteber bir banka ile anlaşması lazımdır. Yapılan bu anlaşma sayesinde belirli bir komisyon verilerek, tahvillerin satışı ile birlikte, ana para ve faizlerinin vadesinde ödenmesi garanti altına alınmış olur.

Genellikle vadenin kısa olması sermayenin yeniden yatırılması sorununu ortaya çıkarır. Diğer taraftan uzun vadede para değerinin ne olacağı, cari faiz haddinde bir değişme olup olmayacağı meselesi önem kazanır.

#### 11 — Portföy Teşkili, İdaresi ve Analizi

Portföy bir gerçek kişi veya tüzel kişinin sahip olduğu hisse senetleri ve tahviller cüzdanıdır. Bu portföyde çeşitli Şirket ve Kuruluşların Hisse Senetleriyle Tahvilleri yer alır.

Böylece Çeşitli Şirket ve Kurumların Hisse Senetleri ve Tahvilleri Portföy Sahibine dengeli gelir sağlar. Diğer bir deyimle bir kısım hisse senetlerinden o yıl gelir sağlanmasa da, diğer Hisse Senetleri ve Tahvillerden gelen gelirler bu kaybı önlemek suretiyle gelirdeki dengesizlik önlenmiş olur.

İyi bir portföy kurmak için çok sermayeye ihtiyaç yoktur; Mutevazı sermayelerle de iyi tertip edilmiş bir portföye sahip olmak mümkündür.

Risk, Randıman ve Değer artışı unsurlarından birisine veya ikisine önem vermek suretiyle iyi bir tertip yapılabilir.

Zamanla değişen ekonomik koşullara göre bazı kıymetlerin çıkarılıp yerlerine yenilerinin konulması gerekir.

Genellikle Başa-baş fiattan veya bu fiata yakın kıymetlerden portföy teşkil edilip, bunlar değer kazanınca satılarak, yenileriyle değiştirmekte yarar vardır. Ancak Başa-baştan Hisse Senetlerini genellikle yeni kuruluşlardan almakda mümkündür. Yeni kuruluşlarda ise teşebbüsün kurulup kâra geçmesi için bir kaç sene beklemek gerekir.

Portföy politikası portföyden sağlanacak gelir ile bundan doğacak zarar arasındaki Denge ile ilgilidir. Gelirle Risk bir birinin karşıtı olan iki etkidir, yüksek gelir yüksek riski gerektirir.

Bir portföyün geliri, faiz ve temettü ile değer artışından oluşur. Faiz Tahvillerde, temettü ve Değer artışı ise Hisse Senetlerinde sözkonusudur. Bu bakımdan dengeli bir portföyün garantili Tahviller ile sağlam ve gelişmeye müsait kuruluşların hisse senetlerinden oluşması lâzımdır.

Bütün bunlara rağmen portföy teşkili, idaresi ve analizi bir bilgi ve ihtisas işi'dir. Bu nedenle bu konuda ihtisas sahibi olan yatırım uzmanları veya bankaların portföy idaresiyle ilgili servislerine danışılmasınra büyük yarar vardır.

## VI — ALTINCI BÖLÜM

### Sermaye Piyasasının Bankacılık Sistemiyle İlişkisi ve Etkileri

Bilindiği üzere, tasarrufların kısa ve uzun vadeli mevduat şekline dönüşmesi para piyasasını, hisse senetleri ve tahviller şekline dönüşmesi de sermaye piyasasını oluşturmaktadır. Bu süreç için de para piyasası Bankacılık sistemini oluşturmakta ve bu piyasanın sermaye piyasası ile yakın ilişkileri bulunmaktadır.

Gerçekten Sermaye Piyasasının Bankacılık Sistemiyle çeşitli yönlerden ilişkisi vardır.

Bu ilişkileri aşağıdaki yönlerden incelemek mümkündür.

- 1 — Kuruluş yönden ilişki ve etkiler.
- 2 — Kaynak yönünden ilişkiler.
- 3 — Yatırım yönünden ilişki ve etkiler.
- 4 — Bankacılık hizmetleri yönünden ilişki ve etkiler
  - A — Tahvil ihracına tavassut ve garanti.
  - B — Hisse Senedi ve Tahvil Alım ve Satımına tavassut
  - C — Portföy idaresi ve muhafazası.

## 1 — Kuruluş Yönünden Mevcut İlişki ve Etkiler

Sermaye Piyasasının en önemli kuruluşu olan Anonim Şirketlerin sermayenin toplanmasında ve yatırımların yapılmasında ve üretimin bizzat icrasında büyük rolü vardır.

Para Piyasasının da en önemli kuruluşu olan Ticaret Bankalarının, Anonim Şirketlerin gerek kuruluşunda ve gerekse ihtiyatlar ve çeşitli karşılıklarının değerlendirilmesinde önemli fonksiyonları mevcuttur.

Gerçekten yeni kurulan bir Anonim Şirketin Statüsünü hazırlayıp Ticaret Bakanlığı'ndan gerekli müsaadeyi alabilmesi için ortaklar tarafından taahhüt edilen sermayenin % 25'inin bir bankaya depo edilmesi ve sermayenin tamamının ortaklarca taahhüt edilmesi lazımdır. İşin bu safhasında bulunan Anonim Şirketlere bankalar büyük ölçüde yardımcı olur. Bu sırada Banka Kuruluşu ihtiyat ve karşılıklarından ayırabileceği fonları kurucu ortak olarak koyabileceği gibi; tamamlanmayan taahhütler yönünden de şirkete çeşitli yönlerden katkıda bulunabilir.

Şu halde Şirketin kuruluşunda % 25 sermayeyi nakit olarak toplayan banka, kendi fonlarıyla şirkete katıldığı gibi, taahhüt edilen sermayenin tamamlanmasında ve Apellerin toplanması da önemli rol oynar. Sırf böyle bir şirketin kuruluşunda rol alan Bankanın, Milyonlarca lirayı vadesiz mevuat olarak toplaması ve toplanan paralarla akreditifler açtırması ve Banka Teminat Mektupları vermesi ve çeşitli diğer Banka işlemleri yaparak bunlardan büyük kazançlar sağlaması mümkündür.

## 2. Kaynak Yönünden İlişki ve Etkiler

Yukarda yapılan açıklamadan da anlaşılacağı üzere, gerek para piyasasının ve gerekse sermaye piyasasının tek kaynağı Halk elindeki tasarruflardır. Her iki piyasa yaptıkları mücadelede bu kaynaktan büyük payı alma çabası içindedir.

ler. Bu bakımdan söz konusu piyasalar arasında büyük rekabet varmış gibi görünürse de; aslında tasarruflar, tasarruf yapan kişinin maksat ve niyetine göre dağılmakta olup, gösterilen çabalar karar ve tercihleri fazla etkilememektedir. Şu var ki, kaynakların dağılımında sektörler arasındaki kârlılık dengesi önemli derecede bozulmadıkça, tasarruf sahipleri karar ve tercihlerini değiştirmemektedir.

Ek: 1 Tabloda görüleceği gibi Bankalarda toplanan gönüllü tasarruflar çeşitli sektörlerle dağılmaktadır. Likidite sırasına göre yapılan bu dağılımda tasarruf sahiplerinin tercihlerini likidite ihtiyacı, kârlılık ve güvenlik ile mevduat, Hisse Senedi veya Tahvil, Emlâk, altın ve kıymetli taşlar yatırım ve spekülasyonu gibi tercih ve eğilimler etkilemektedir.

Likidite ihtiyacı yatırımın paraya çevrilebilme olanağıdır. Bu olanak en çok vadesiz ve vadeli mevduatta, en az da gayri menkullerde vardır.

Likidite derecesine göre tasarruflar mevduat, altın ve kıymetli madenler ve ziynet eşyası, hisse senetleri ve tahviller ve Emlâk alımları şeklinde dağılır.

Bu sıralamaya göre likidite ihtiyacı en çok olan tasarrufların bankalara yatması ve diğer tasarrufların likidite derecesine göre diğer alanlara kayması gerekir.

Aslında altın şeklindeki para birikimi dışındaki bütün tasarruflar, önce bankalarda toplanıp sonradan yatırımcının maksat ve niyetine göre diğer yatırımlara yönelmektedir.

Ülkemizde sermaye piyasası yeterince kendini hissetmeden önce, Bankalarda toplanan tasarrufların büyük bölümü yine Bankalarda kalabiliyordu. Oysa Sermaye piyasasının canlanmaya başladığı 1965 yılından sonra, bir çok tasarruflar Hisse Senedi ve Tahvil tasarruflarına dönüşmüştür.

Aşağıdaki istatistikler bu görüşü kanıtlamaktadır.

**1967 - 1975 Yılları Arasındaki Devrede Çıkarılan  
Tahviller ve Hisse Senetleri**

| Yıllar | Devlet<br>Tahvili<br>(Milyon) | Özel S.<br>Tahvili<br>(Milyon) | Özel S.<br>H. Senedi<br>(Milyon) | Genel<br>Toplam<br>(Milyon) |
|--------|-------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| 1967   | —                             | 10.6                           | —                                | —                           |
| 1968   | 1.800                         | 104                            | —                                | 1.904                       |
| 1979   | 1.900                         | 170                            | 60                               | 2.130                       |
| 1970   | 2.600                         | 387                            | 132                              | 3.119                       |
| 1971   | 1.450                         | 137                            | —                                | 1.587                       |
| 1972   | 4.950                         | 276                            | 180                              | 5.406                       |
| 1973   | 5.000                         | 639                            | 800                              | 7.339                       |
| 1974   | 8.208                         | 485                            | 1.900                            | 10.593                      |
| 1975   | 13.000                        | 1.500                          | 700                              | 15.200                      |

**3. Yatırım Yönünden İlişki ve Etkiler**

Tasarrufların Bankalara vadeli ve vadesiz mevduat şeklinde yatırılması ekonomik yönden rasyonel bir yatırım sayılmaz. Çünkü mevduattan sağlanan gelir, yatırımcıyı tatmin etmediği gibi, yatırılan para da kıymetini zamanla kaybetmektedir.

Gerçekten ülkemizde vadesiz mevduata % 3; Vadeli mevduata ise % 11 faiz verilmektedir. Oysa 1970 - 1974 yıllarında para kıymetindeki düşme % 69'a ulaşmıştır.

Bir yatırım gibi görünen altın ve kıymetli maden alımları ise tamamen Spekülatif amaç taşır, yatırım değildir. Zira geliri yoktur, sadece değer artışı ile para değerindeki düşmelerden tasarrufları korur.

Ziynet eşyası gösteri vasıtasıdır. Gelir getirmez, ihtiyati bir tasarruf sayılır.

Söz konusu olan bu yatırımlardan sadece Hisse Senetleri ve Tahvil alımları ekonomik yönden tam bir yatırım vasıtası teşkil eder. Çünkü her yıl gelir sağladığı gibi, Hisse Senetlerinde değer artışı da vardır.

Emlâk alımlarına gelince, bina alımı tam bir yatırım sayılmakla beraber geliri düşük, fakat konjonktüre paralel değer artışı mevcuttur.

Arsa alımları ise tamamen Spekülatif bir yatırımdır. Milli ekonomiye, ekonomik ve sosyal kalkınmaya büyük zararlar vermektedir.

Görülüyor ki tasarrufların bu dağılımında kısa süreli tasarruflar bankalarda toplanmakta; uzun süreli tasarruflar ise likidite derecesine ve kârlılık durumuna göre hisse senetleri ve tahviller ile emlåke yatırılmaktadır.

Şu halde, bu oluşumda sermaye piyasası Bankacılık Sistemini etkilemekte, ancak kısa süreli tasarrufların toplandığı ticaret bankaları bundan fazla bir zarara uğramamaktadır. Çünkü vadeli ve vadesiz mevduatın likiditesi daha az olan Sermaye Piyasasına kayması olanağı az olduğu gibi hisse senetleri ve tahvillere yatırım yapmak bir bilgi ve ihtisas işi olup, bankalara para yatırmaya benzememektedir.

Bu nedenle Sermaye Piyasasını para piyasasına ve dolaşısıyla Bankalar sistemine rakip saymak doğru değildir.

Nitekim 1970 yılından sonraki devrede hisse senetleri ve tahvil satışlarındaki önemli artışa rağmen mevduatta bir azalma görülmemiş, aksine mevduatta büyük artışlar meydana gelmiştir.

#### **4. Sermaye Piyasasının Bankacılık Hizmetleri Yönünden Bankacılık Sistemiyle İlişkisi ve Etkileri**

Sermaye piyasası tasarrufları yatırımlara sevkeden bir finansman müessesesidir. Para piyasası da kısa süreli tasarruf-

ların toplanarak kısa ve orta vadeli kredilere yönelten bir kredi müessesesidir. Bu bakımdan her iki müessesenin kendi fonksiyonu ve amaçları içinde bir biriyle çalışıp karşılıklı yararlar sağlaması mümkün bulunmaktadır.

#### **A. Bankaların Tahvil İhracında Anonim Şirketlere Tavassutta Bulunması ve Garanti Vermesi.**

Anonim Şirketler orta vadeli kredi ihtiyacı için Tahvil çıkarırlar. Çıkarılan bu tahviller Anonim Şirketlerin Borç Senetleridir. Bu tahvillerin, ana para ve faizlerinin vadesinde ödenmesi hususunda muteber bir banka garantisi olmadıkça piyasada satılması güçlük arzeder.

Bu nedenle Anonim Şirket bir banka ile anlaşarak çıkarılacak tahvillerin ana para ve faizlerinin vadesinde ödenmesi konusunda garanti alırlar.

Böylece bir bankanın tavassut ve garantisi altında çıkarılan tahvillerin piyasada satışı kolaylaşır.

Bir Bankacılık hizmeti olan bu işten bankalar önemli kazanç sağlarlar.

#### **B. Hisse Senedi ve Tahvil Alım ve Satımına Tavassut**

Hisse Senedi ve Tahvil Alım ve Satımına tavassut etmek bir bankacılık hizmetidir. Amerika ve Avrupa Bankalarında çok gelişmiş olan bu hizmet, ülkemizdeki bankacılık hizmetleri arasına yeni yeni girmeye başlamıştır.

Tahvil satışına tavassut basit bir bankacılık hizmetidir. Bunu bütün banka şubeleri yapar. Ancak Hisse Senedi ve Tahvil alım ve satımına tavassut bir bilgi ve ihtisas işidir. Müşteri nam ve hesabına yapılan bu işte bankanın alım ve satım yapan müşteriye Müşavirlik de yapması lâzımdır. Bu nedenle bu hizmetin bu konuda iyi yetiştirilmiş, bilgi ve tecrübe sahibi personel marifetiyle yapılması gerekir.

Nitekim Türkiye İş Bankası ve Akbank böyle bir hizmeti müşterilerine sunmaktadır.

Sözkonusu bu hizmetin bütün bankalara ve Şubelere teşmil edilmesi sermaye piyasasının gelişmesine olduğu kadar Bankaların da yararına olacaktır.

#### **C. Hisse Senedi ve Tahvil Alım ve Satımı**

Hisse Senedi ve Tahvil alım ve satımı ihtisaslaşmış bir bankacılık hizmeti olarak Batı ekonomilerinde çok gelişmiştir. Bu iş Banka nam ve hesabına yapılır. Bu nedenle bu hizmetin de iyi yetiştirilmiş ve tecrübe sahibi personel vasıtasıyla yaptırılması gerekir.

Bankaların bu işe girişmesi sermaye piyasasının ülkede gelişmesine ve güvenlik sorununun büyük ölçüde sağlanmasına hizmet edecektir.

#### **D. Portföy İdaresi ve Muhafazası**

Portföy tesbiti konusunda etüdün 5/11 bölümünde yeterli izahat verilmiştir. Bu nedenle burada ayrıca üzerinde durulmamıştır.

Portföy teşkili ve idaresi Bankacılık hizmeti olarak müşteri adına yapılır. Bu hizmetin ifasında hisse senedi ve tahvillerin kupon tahsilatı yanında bunların da alım ve satımı yapılır. Bu konuda da müşteriye iyi bilgi vermek gerekir.

Muhafaza hizmeti ise kiralık kasalarda yürütülür.

Görülüyor ki Sermaye Piyasasının aracından Tahvil ve Hisse Senetlerinin alım ve satımında ve saklanması bankalara büyük hizmetler düşmekte ve bankalar bu hizmetten büyük kazanç sağlamaktadırlar.

## VII — SONUÇ

Yapılan incelemeden anlaşılacağı üzere, Sermaye Piyasası uzun vadeli tasarrufları yatırıma dönüştüren bir finansman müessesesidir. Oysa para piyasası kısa vadeli tasarrufların Bankalarda toplanarak kısa ve orta vadeli kredilere yönelten bir kredi müessesesidir.

Görülüyor ki ülkenin süratli kalkınmasının gereği olan büyük sermaye ihtiyacı sermaye piyasasından; kredi ihtiyacı da para piyasasından sağlanmaktadır.

Bu nedenle bu iki müessesenin kendi fonksiyon ve amaçları içinde ortaklaşa çalışması ve karşılıklı olarak bir birinden yararlanması gerekmektedir.

Esasen, Kapitalist düzende özel sektörün sermaye ihtiyacını karşılayan sermaye piyasası ile kredi ihtiyacını karşılayan para piyasasının birbirine rakip olarak değil, birbirini tamamlayan iki müessese olarak çalışmaları zorunludur.

Kaldığı Anayasamıza göre Karma Ekonomi Düzenini benimseyen ülkemizde, Kamu kesiminin faaliyet sahası dışında kalan yatırım alanlarında yapılacak özel kesim yatırımlarının gerektirdiği büyük sermaye ve kredi ihtiyacının, bu iki müessesesinin ortaklaşa çalışmasıyla karşılanabileceğinin unutulmaması lâzımdır.

Ülkemizde para piyasası oldukça gelişmiş, ancak sermaye piyasası yeterince gelişmemiştir. Bu nedenle ülke ekonomisine büyük katkıda bulunacak olan bu iki müessesenin uyum içinde çalışabilmesi için, sermaye piyasası kanununun bir an önce çıkarılması lâzımdır.

