

63964

**EKONOMİK KALKINMANIN FİNANSMANINDA  
SERMAYE PİYASASININ ROLÜ  
VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Hakkı Mümin AY**

**Cumhuriyet Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü**

Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin  
İktisat Anabilim Dalı /İktisat Politikası Bilim Dalı İçin Öngördüğü

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
Olarak Hazırlanmıştır.**

**Danışman: Doç. Dr. Adem ESEN**

**SİVAS  
ŞUBAT-1997**

**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne**

İş bu çalışma jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı'nda YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: .....

Üye : .....

Üye : .....

Onay

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

...../...../ 1997

( İmza )  
Enstitü Müdürü

## İÇİNDEKİLER

**Sayfa:**

İÇİNDEKİLER .....	I
TABLOLAR VE ŞEKİLLER LİSTESİ .....	IV
ÖZET .....	V
SUMMARY.....	VI
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### EKONOMİK KALKINMA VE FİNANSMANI

<b>I-EKONOMİK KALKINMA.....</b>	<b>3</b>
A- TANIM .....	3
B- KALKINMA VE BÜYÜME .....	3
C- KALKINMA AÇIĞI.....	5
D- ÜRETİM FONKSİYONU VE SERMAYE.....	8
E- KALKINMA MODELLERİ.....	9
1- KISIR DÖNGÜ MODELİ.....	9
2- SINIRSIZ EMEK ARZI MODELİ.....	10
3- KALKINMA AŞAMALARI MODELİ.....	11
4-BÜYÜK İTİŞ MODELİ.....	12
5- HARROD-DOMAR MODELİ .....	13
6- HIRSCHMAN MODELİ .....	14
F-TOPRAK VE KALKINMA.....	15
G- NÜFUS VE KALKINMA .....	16
H- TEKNOLOJİ VE KALKINMA.....	18
I- SERMAYE BİRİKİMİ VE KALKINMA.....	20
<b>II- KALKINMANIN FİNANSMANI .....</b>	<b>22</b>
A- İÇ FİNANSMAN KAYNAKLARI.....	23
1- GÖNÜLLÜ TASARRUFLAR.....	23
2- KURUMSAL TASARRUFLAR.....	24
a- İşletmeler.....	24
b- Bankalar .....	27
3- VERGİLER.....	34
4- ENFLASYON .....	36
5- SERMAYE PİYASASI.....	37
B-DIŞ FİNANSMAN KAYNAKLARI.....	39

1-ULUSLARARASI MALİ KURULUŞLAR.....	40
a- Dünya Bankası .....	40
b-Uluslararası Para Fonu (IMF) .....	42
2-DIŞ YARDIM .....	43
3-YABANCI SERMAYE.....	43

## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASASI VE KALKINMA

<b>I- MALİ PİYASA .....</b>	<b>45</b>
A-TANIM.....	45
B- PARA PİYASASI.....	46
C-SERMAYE PİYASASI .....	47
D- PARA İLE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ FARKLAR.....	49
E-PARA VE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	50
F-SERMAYE PİYASASININ UNSURLARI.....	51
1-FON ARZ EDENLER.....	51
a-Gerçek Kişiler .....	51
b-Tüzel Kişiler .....	53
2-FON TALEP EDENLER .....	53
a-Devlet.....	54
b- Anonim Şirketler.....	55
G- SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI.....	56
1- MENKUL KIYMETLER.....	57
a- Hisse Senedi.....	58
b- Tahviller.....	62
c- Hisse Senedi İle Tahvillerin Farkları .....	63
2- DİĞER MENKUL KIYMETLER.....	64
a- Gelir Ortaklığı Senedi .....	64
b- Finansman Bonoları.....	65
c- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler.....	65
H- SERMAYE PİYASASI KURUMLARI.....	66
1- ARACI KURULUŞLAR.....	66
2- YATIRIM ORTAKLIKLARI .....	68
3- YATIRIM FONLARI.....	69
<b>II- KALKINMADA SERMAYE PİYASASININ ROLÜ .....</b>	<b>72</b>
A- SERMAYE PİYASASININ İŞLEVLERİ.....	72

1- TASARRUFLARI TEŞVİK ETMEK.....	72
2- YATIRIMLARI FİNANSE ETMEK.....	76
3- İŞLEM MALİYETİNİ DÜŞÜRMEK.....	78
4- ADİL GELİR DAĞILIMINI SAĞLAMAK.....	79
<b>B- MENKUL KIYMET BORSALARININ İŞLEVLERİ.....</b>	<b>79</b>
1- TASARRUFLARA HAREKET KAZANDIRMAK.....	80
2- MÜLKİYETİ TABANA YAYMAK.....	80
3- EKONOMİDE BAROMETRE GÖREVİ.....	80
4-EKONOMİDE YAPISAL DEĞİŞİKLİĞİ KOLAYLAŞTIRMAK.....	81
5- LİKİDİTE SAĞLAMAK.....	82

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### TÜRKİYE’NİN KALKINMASINDA SERMAYE PİYASASININ RÖLÜ

<b>I- SERMAYE PİYASASI İHTİYACINI ARTIRAN GELİŞMELER.....</b>	<b>83</b>
A- EKONOMİK GELİŞMELER.....	84
1-FİNANSMAN İHTİYACI OLANLAR AÇISINDAN.....	84
2- TASARRUFÇULAR AÇISINDAN.....	85
3-KAMU AÇISINDAN.....	86
B- SOSYAL GELİŞMELER.....	88
<b>II- TÜRKİYE’DE PARA VE SERMAYE PİYASALARI.....</b>	<b>89</b>
A- EKONOMİDE PARA VE SERMAYE PİYASALARININ YERİ.....	90
B- TÜRKİYE’DE PARA PİYASASININ ÜSTÜNLÜKLERİ.....	92
<b>III- TÜRKİYE’DE TASARRUFLARIN DURUMU.....</b>	<b>93</b>
A- GELİR DAĞILIMI.....	93
B- TASARRUF SAHİPLERİ VE YATIRIM ALANLARI.....	94
C- KALKINMA PLANLARI VE TASARRUFLAR.....	97
<b>IV- FİRMALARIN FİNANSMAN EĞİLİMLERİ.....</b>	<b>101</b>
<b>V- SERMAYE PİYASASININ SORUNLARI.....</b>	<b>105</b>
A- PİYASANIN GEÇ KURULMASI.....	105
B- TASARRUFLARIN YETERSİZLİĞİ.....	105
C- KAMUNUN AĞIRLIĞI.....	107
D- BANKALARIN AĞIRLIĞI.....	114
E- ALIŞKANLIKLAR.....	118
<b>ÖNERİLER.....</b>	<b>121</b>
<b>SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....</b>	<b>122</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>125</b>

## TABLOLAR LİSTESİ

**Sayfa:**

Tablo I. 1 Bölgeler İtibariyle Dünya Gelirinin Dağılımı (%).....	6
Tablo I. 2 Dünya Toplam Gelirinin Ülke Gruplarına Göre Dağılımı .....	7
Tablo I. 3 AT'a Üye Bazı Ülkelerde ve Türkiye'de Sosyal Güvenlik Harcamalarının (*) GSMH'ları İçerisindeki Payı .....	32
Tablo I. 4 Türkiye - Dünya Bankası İlişkileri (Milyon Dolar).....	41
Tablo I. 5 Türkiye - IMF İlişkileri (Milyon SDR*).....	42
Tablo II. 1 Türkiye'de Faaliyette Bulunan Aracı Kuruluşların Sayısı.....	67
Tablo II. 2 Aracı Kuruluşların İkinci El Piyasadaki İşlem Hacmi Dağılımı (%).....	68
Tablo II. 3 A Tipi Yatırım Ortaklıkları Portföy Dağılımı (%).....	69
Tablo II. 4 A Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımı (%).....	70
Tablo III. 1 1981 Yılı İtibariyle Kamu Borç Kaynaklarının Dağılımı (%).....	86
Tablo III. 2 1992 Yılı İtibariyle Kamu Borç Kaynaklarının Dağılımı (%).....	87
Tablo III. 3 Toplam Mali Varlıkların Kompozisyonu (%).....	91
Tablo III. 4 Mali Tasarruflar (%) .....	91
Tablo III. 5 Türkiye'de Hanehalklarının Elde Ettiği Gelirlerin Dağılımı.....	93
Tablo III. 6 Bazı Ülkelerin ve Türkiye'nin Tasarruf / GSMH Oranları.....	95
Tablo III. 7 Türkiye'de Tasarruf Yapanların Yatırım Alanları.....	95
Tablo III. 8 Türkiye Nüfusunun Gelir Gruplarına Göre Tasarruf Yapabilenler.....	97
Tablo III. 9 Şirketlerin Borç/özsermaye Oranları.....	103
Tablo III. 10 Şirketlerin Özsermaye Bileşenleri .....	103
Tablo III. 11 1960 ve 1980 Arasında Tasarruf ve Yatırımlar (%) .....	106
Tablo III. 12 Kamu Kesimi Menkul Kıymet İhraçları (Milyar TL).....	107
Tablo III. 13 Menkul Kıymetlerin Sektörlerarası Stok Dağılımı (%).....	108
Tablo III. 14 Sabit Sermaye Yatırımları (Milyar TL).....	109
Tablo III. 15 Türkiye'de İç Borçların Dağılımı (Milyar TL).....	109
Tablo III. 16 Menkul Kıymet Stoklarının GSMH'ya Oranları (%).....	111
Tablo III. 17 Kamu Açıkları ve Finansman Şekilleri (%).....	112
Tablo III. 18 Hazine Bonoları ve Devlet Tahvillerinin Satın Alanlara Göre Dağılımı (MilyarTL) .....	114
Tablo III. 19 SPK Kaydında Bulunan 214 Şirketin Fon Kaynakları ve Kullanım Yerlerinin Dağılımı (%) .....	115
Tablo III. 20 Kesimlere Göre Satışların Dağılımı (%).....	116
Tablo III. 21 Kesimlere Göre Menkul Kıymet Satışları.....	117
Tablo III. 22 Menkul Kıymet İhraçlarının Kesimlere Göre Dağılımı (%).....	117
Tablo III. 23 Türk Bankacılık Sisteminin Portföy Yapısı (Milyar TL).....	120

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil I 1 Üretim Fonksiyonu ve Teknoloji.....	19
Şekil I 2 Eş Ürün Eğrisi ve Teknoloji.....	19

## ÖZET

Ekonomik kalkınma, gayri safi milli hasılanın artırılması ve ekonomik-sosyal yapının değiştirilmesi için gösterilen gayretlerin tümüdür. Kişi başına düşen milli gelirin artırılması yanı sıra, adil gelir dağılımının sağlanması, eğitim ve kültür seviyesinin artırılması, gayri safi milli hasılanın sanayi ve hizmetler sektörü lehine değişmesi, ekonomik-sosyal yapının değişmesine birer örnektir.

Ekonomik kalkınma, yurt içi tasarrufların artırılması ve bunların verimli alanlara yönlendirilmesi ile gerçekleşir. Tasarruflar, yatırımlar için en sağlam kaynaklardır. Kalkınmanın finansmanı, yurt içi kaynaklardan sağlanırsa; hem bu kaynakların değerlendirilmesi için en iyi seçim yapılmış, hem de geri ödemeler sonucunda kaynaklar yurt içinde kalmış olur.

Sermaye piyasası bir yandan yatırım yapmak isteyenlerin fon ihtiyacını karşılar, diğer yandan tasarruf sahiplerinin tasarruflarına alternatif değerlendirme imkanverir. Hal böyle olunca, fon fazlası olanlar ile fon ihtiyacı olanları karşı karşıya getirerek, aracı maliyetini ortadan kaldırır. Bu fon alış-verişleri, menkul kıymetler aracılığı ile gerçekleştirilir. O halde sermaye piyasası, ekonomik kalkınma çabası içine girmiş az gelişmiş ülkeler için çok önemli bir kurumdur.

Türkiye'de menkul kıymet arz yönünde, kamu sektörünün ağırlığı vardır. Bu durum crowding-out etkisi ile, özel sektöre akacak fonları (tasarrufları) sınırlandırır. Halbuki özel sektörün yapmış olduğu yatırımlar, kamu sektöründen fazladır. Hükümetler yeni yatırımlar için değil, daha önce alınmış olan borçların ana para ve faiz ödemeleri için menkul kıymet arz etmektedirler.

Menkul kıymet talep yönünde ise, bankaların ağırlığı vardır. İhraç edilen menkul kıymetler, tasarruf sahibi gerçek kişilere ulaşamamaktadır. Dolayısı ile sermaye piyasası, gelir dağılımını daha da adaletsiz bir hale getirmektedir.

## SUMMARY

Economic development is increase in per capita income and providing just distribution of income. Economic development is the provision of just income distribution with respect to GNP and so income per capita. The problem of economic development is not only a matter of developing countries their own but also a matter of others. Economic development can be achieved through an increase in domestic saving and through canalizing these funds into profitable fields. Savings are the healthiest resources of investment.

The public sector is dominant in the security supply in Turkey. This situation restricts the flow of funds into private sector. However, the amount of investment done by the private sector is more than the public sector.

The goverment supplies securities in order to pay the principles and interests of their depts rather than making new investment.

The banking sector is dominant an the security demand side dominance. Supplied securities are not able to reach real savers. Thus, the capital market makes the income distribution even more unjust.



## GİRİŞ

Ekonomik kalkınma, gayri safi milli hasıla (GSMH) ile birlikte kişi başına düşen gelirin artırılması ve adil gelir dağılımının sağlanmasıdır. Az gelişmiş ülkelerin kalkınmaları, sadece o ülkelerin değil, onlarla ilişki içinde bulunan diğer ülkelerin de sorunu haline gelmiştir. Bu sorun, uzun süre ihmal edilmiş ve ancak II. Dünya Savaşı'ndan sonra üzerinde durulmaya ve çalışılmaya başlanmıştır. Türkiye ise kalkınmaya, Kurtuluş Savaşı ile başlamış ve bunu bir devlet politikasının başlıca hedefleri arasına katmıştır.

Ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesi, yurt içi tasarrufların artırılması ve bunların yatırımlara kanalize edilmesi ile mümkündür. Fakat az gelişmiş ülkelerde tasarruf düzeyi düşüktür. Bunun başlıca nedeni, gelirin düşük olmasıdır.

Tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ile yatırım yapmak için fona ihtiyacı olanlar arasında aracılık işlevi yapan sermaye piyasası, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarında önemli roller üstlenebilir. Sermaye piyasası ile bir yandan ülke tasarrufları değerlendirilirken, diğer yandan fon ihtiyacı olanlara en az maliyetle fon sağlanmış olur. Böylece ekonomi için verimli yatırım alanları desteklenmiş olur.

Türkiye'de sermaye piyasası ile ilgili yasal düzenlemelere ve kurumsallaşmaya oldukça geç başlanmıştır. Bu ise, piyasanın mali piyasa içindeki etkinliğinin az olmasının bir nedeni olarak gösterilebilir. Bunun yanı sıra tasarruflar, genellikle verimsiz alanlara yönelmişlerdir. Tasarruf sahipleri, tasarruflarının enflasyona karşı reel değerini korumak için; altın, gayrimenkul, döviz gibi verimsiz alanlara yönelirler. Halkın piyasa hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması, tasarruflarını değerlendirmede sermaye piyasasını tercih etmemesinde bir etkidir.

Bu çalışmanın birinci bölümünde, ekonomik kalkınma ve bunun finansmanı hakkında teorik bilgiler verilmiştir. Karıştırılan kalkınma ile büyüme kavramlarının farkları anlatılmıştır. Daha sonra kalkınmayı gerçekleştirecek kaynakların nerelerden sağlanabileceğine değinilmiştir. İç finansman kaynakları içinde, gönüllü ve kurumsal tasarruflar; dış finansman kaynakları içinde, uluslararası mali kuruluşlar, dış yardım,

vergileme, enflasyon ve sermaye piyasası anlatılmıştır.

İkinci bölümde sermaye piyasası ile kalkınma arasındaki ilişkinin varlığı anlatılmıştır. Para piyasası ile sermaye piyasası karşılaştırılmış, farkları anlatılmıştır. Sermaye piyasasında kimlerin fon arz ettiğine ve kimlerin fon talep ettiğine değinilmiştir. Fon toplamaya aracılık eden sermaye piyasası araçlarının neler olduğu anlatılmıştır. Bu bölümün ikinci kısmında, sermaye piyasasının kalkınmadaki rolü ele alınmıştır. Tasarrufları artırdığı ve değerlendirdiği, likidite sağladığı, ekonominin yapısını verimli yatırımlar lehine değiştirdiği, ekonomide barometre görevi üstlendiği anlatılmıştır.

Üçüncü bölümde, Türkiye'nin kalkınmasında sermaye piyasasının yeri ve önemi anlatılmıştır. Türkiye'de sermaye piyasasının kurulması ihtiyacını artıran, birçok gelişmeler yaşanmıştır. Bu gelişmeler, ekonomik ve sosyal gelişmeler başlıkları altında yer almıştır. Mali piyasada, para ve sermaye piyasaları arasındaki paylaşımda, para piyasasının bir üstünlüğü vardır. Bu ise, sermaye piyasasının gelişmesini ve fonksiyonlarını gerçekleştirmesini engelleyen bir faktördür. Tasarrufların durumu hakkında bir konuya yer verilerek, tasarruflardan ne kadarının sermaye piyasası araçlarına yatırıldığı incelenmiştir. Piyasanın karşılaştığı sorunlar, bu bölümün bir başka konu başlığıdır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### EKONOMİK KALKINMA VE FİNANSMANI

#### I-EKONOMİK KALKINMA

##### A- TANIM

Özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra devletler ekonomik yapıları itibariyle, gelişmiş ve az gelişmiş ülkeler şeklinde bir ayrıma tabi tutulmuşlardır. Ülkelerin ekonomik ve sosyal yapılarındaki özelliklere bakılarak, gelişmişlikleri hakkında fikir yürütülebilmektedir. Gayri safi milli hasıla (GSMH), kişi başına düşen milli gelir, tasarruf ve sermaye büyüklüğü, nüfus yapısı, sektörlerin milli gelirden aldıkları paylar, doğum ve ölüm oranları, okuma-yazma oranı<sup>1</sup> gibi göstergelere bakılarak, bir ülke için gelişmiş veya az gelişmiş denmektedir.

Ekonomik kalkınma; GSMH'nın artırılması yanı sıra, adil gelir dağılımının sağlanması için gösterilen tüm çabalara denir. Halkın eğitim ve kültür seviyesinin artırılması, hayat standartının yükseltilmesi hep kalkınma çabaları içinde yer alır.

Az gelişmiş ülkelerin iktisatçılarınca kabul görmüş belli başlı özellikleri şunlardır<sup>2</sup>: Kişi başına düşen milli gelir düşüktür, ekonomide hakim sektör tarımdır, nüfusun büyük bir çoğunluğu tarım sektöründe çalışmaktadır, tasarruf eğilimi oldukça düşüktür, gelir dağılımı adaletsizdir, işsizlik oranı yüksektir, dış ticaret hadleri aleyhtedir, sermaye piyasası gelişmemiştir, müteşebbis kıtlığı vardır, üretimde prodüktivite düşüktür, ekonomik ve sosyal yapıda düalizm vardır.

##### B- KALKINMA VE BÜYÜME

Kalkınma ve büyüme, birbirlerine çok yakın, hatta aynı anlamda kullanılan kavramlardır. Bununla birlikte, ülke ekonomilerinin gelişme süreçleriyle ilgili bu iki kavram, birbirlerinden farklılıklar gösterir.

Ekonomik büyüme, bir ülkedeki brüt veya net milli hasıla miktarındaki artış

<sup>1</sup> İsmail Türk, Maliye Politikası, "S" Yayınları, 8. Bası, Ankara, 1989, s. 210-211.

<sup>2</sup> Geniş bilgi için bkz; Türk, s. 210.

Muhteşem Kaynak, Ekonomik Kalkınma, G. Ü ., İ. İ. B. F., Ankara, 1990, s. 14 .

Vural Savaş, Kalkınma Ekonomisi, Beta Basım-Yayımlar- Dağıtım A.Ş., 4. Bası, İstanbul, 1986, s.15.

demektir; yoksa kişi başına hasıla artışı demek değildir<sup>3</sup>. Her ne şekilde olursa olsun bir ülkedeki mal ve hizmet üretimi artıyorsa, bu bir büyümedir<sup>4</sup>.

Ekonomik kalkınma; kişi başına düşen mal ve hizmet artışının yanı sıra, ekonomik ve sosyal yapıdaki değişiklikleri de içine almaktadır. Kalkınma, GSMH içerisinde tarım sektörünün payı düşerken, sanayi ya da hizmetler sektörü paylarının artmasıdır. İlkel üretimden, çağdaş üretime geçilmesi gibi yapısal bir değişikliği de kapsayan kalkınma kavramı; ekonomik, sosyal ve politik alanda çağdaşlaşmayı da ifade eder.

Ülke ekonomisi zamanla, iki yönde değişiklik gösterir. Bir yönüyle gövdesine (yatay) genişler; nüfusu, işgücü, üretim vasıtaları artar. Diğer yönüyle yapı ve çatısı değişir. Bunlardan ilki -gövdesine genişlemesi- ekonomik büyümedir. İkincisi -yapı ve çatı değişikliği- de ekonomik kalkınmadır<sup>5</sup>.

Büyüme, nicelik; kalkınmayı ise nitelik karakterize eder<sup>6</sup>. Büyüme; ekonomik yapıda herhangi bir değişiklik olmaksızın, mal ve hizmet üretiminde, belli bir zaman dilimi içerisinde meydana gelen artışı ifade eder. Bu haliyle niceliksel bir değişmeyi anlatmak için kullanılır. Buna karşın kalkınma, ekonomik yapıdaki herhangi bir değişiklik sonucunda, üretim artışları için kullanılır<sup>7</sup>.

Kalkınmada insanın, doğa üzerindeki denetim ve etkisini artırması, fizik doğanın etkisini de gittikçe azaltması sözkonusudur. Ekonomik yapının değişikliğinden amaç ise emek verimliliğinin artırılması, kurumsal düzenlemelere gidilmesi, teknolojik gelişmelerin takip edilmesidir.

Büyüme ve kalkınma arasında en önemli fark: büyümede mevcut ekonomik yapı esas alınırken; kalkınmada mevcut ekonomik ve sosyal yapının değiştirilmesi sözkonusudur. Büyümede herhangi bir müdahale yoktur, kalkınmada ise müdahale ve yönlendirme vardır. Örnek olarak, bir ülkede; 1994 yılı itibariyle GSMH'nın %50'sini tarım, %30'unu sanayi, %20'sini hizmetler sektörü; 1995 yılında GSMH'nın

<sup>3</sup> Yüksel Ülken, 20. Yüzyılda Dünya Ekonomisi, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Yayın No: 3114, İstanbul, 1984, s. 305.

<sup>4</sup> Beyhan Ataç, Maliye Politikası, Anadolu Üniversitesi, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, No: 86, Eskişehir, 1990, s. 183.

<sup>5</sup> Sabri Ülgener, Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme, Der Yayınları, 7. Basım, İstanbul, 1991, 410.

<sup>6</sup> Ülken, s. 305.

<sup>7</sup> Kaynak, s. 20-21.

%40'ını tarım, %40'ını sanayi ve hizmetler sektörü ise %20'sini oluştursun. 1995 yılında, 1994 yılına göre tarım sektörünün payı, sanayi sektörünün lehine azalmıştır. İşte bu ekonomide, ekonomik kalkınma sözkonusudur. Çünkü ekonomik yapı, sanayi lehine değişme göstermiştir. Fakat büyüme GSMH'nın artmasıdır. Ekonomik yapıda herhangi bir değişiklik olmaz iken, bir önceki yıla göre GSMH, yüzde olarak artmış ise ekonomik büyüme gerçekleşmiş demektir. Genellikle büyüme, gelişmiş ülkelerin problemi iken; kalkınma, az gelişmiş ülkelerin problemidir<sup>8</sup>.

II. Dünya Savaşı'ndan sonra, az gelişmiş ülkelerin büyük bir kalkınma çabası içine girmeleri, gelişmiş ülkelerin ise dengeli bir büyüme hızını koruma çabaları, ekonomik büyüme ve kalkınma kavramlarının, iktisat politikası literatüründe önem kazanmasına neden olmuştur.

Gelişmiş ülkeler, tarım sektörünü gereğince modernize ettikleri ve sanayileşmelerini tamamladıkları ve nüfus artış hızları düşük olduğu için, nisbi olarak daha düşük bir büyüme hızıyla yetinebilirler. Fakat az gelişmiş ülkeler tarım sektörünü modernize ederek verimliliğini artırmaları, sanayileşmelerini tamamlamaları ve tam istihdama kavuşmaları için, daha yüksek bir kalkınma hızını sağlamak zorundadırlar<sup>9</sup>.

### C- KALKINMA AÇIĞI

Kalkınma açığı, zengin ülkeler ile fakir ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarını ifade eden bir kavramdır<sup>10</sup>. Daha teknik bir ifadeyle, düşük gelirli ülkeler ile sanayileşmiş, yüksek gelirli ülkeler arasındaki kişi başına düşen gelir düzeyi farkına, kalkınma açığı denir. Günümüzde Avrupa ve Kuzey Amerika ülkeleri, Japonya, Avustralya, Yeni Zelanda dışındaki ülkeler az gelişmiş ülkeler sınıfına girerler. Dünya nüfusunun 3/4'ünü az gelişmiş ülkeler oluşturmaktadır<sup>11</sup>. Bu ülkeler dünya gelirin 1/3'ünü alırken gelişmiş ülkeler, dünya gelir dağılımında toplam gelirin yaklaşık 3/4' ünü almaktadır.

<sup>8</sup> Aziz Köklü, *Makro İktisat*, "S" Yayınları, Ankara, 1984, s. 137.

<sup>9</sup> Ataç, s. 34.

<sup>10</sup> Kaynak, s. 9.

<sup>11</sup> Ergül Han, *İktisadi Kalkınma*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 122, 1. Fasikül, Eskişehir, 1990, s. 11.

Tablo I.1’de bölgeler itibariyle dünya gelirinin dağılımı gösterilmiştir.

Tablo I. 1

Bölgeler İtibariyle Dünya Gelirinin Dağılımı (%)

Bölgeler	Dünya Gelirindeki Payı	Dünya Nüfusundaki Payı
Okyanusya	1	1'den az
Afrika	2	10
Latin Amerika	5	8
Kuzey Amerika	33	6
Asya ve Ortadoğu	9	53
Japonya	6	3
Avrupa	30	13
SSCB	14	7
<b>Toplam</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Kaynak: Ergül Han, İktisadi Kalkınma, Anadolu Üniversitesi, Yayın No: 122, I. Fasikül, Eskişehir, Ekim, 1990, s. 12

Tablo I.1'den görüleceği üzere, Asya ve Ortadoğu ülkeleri (Japonya hariç) dünya nüfusunun %53'ünü oluştururken, dünya gelirinin ancak %9'unu almaktadır. Kuzey Amerika ise, dünya nüfusu içerisindeki payı %6 gibi çok küçük bir rakam iken; gelirdeki payı %33'tür. Dolayısı ile, dünyanın gelişmiş ve azgelişmiş ülkelerden oluştuğu ve aralarındaki farkların çok büyük olduğu görülmektedir<sup>12</sup>.

Dünya Bankası, tüm ülkeleri gelir bakımından üç gruba ayırmaktadır<sup>13</sup> (bu sınıflandırmada kullanılan dolar kuru, 1991 yılına aittir). Bunlar;

**1-Düşük gelirli ülkeler:** Kişi başına ortalama gelir düzeyi (KBOGD) 650 \$ ve aşağı olanlar,

**2-Orta gelirli ülkeler:** KBOGD 650 \$ ile 7.820 \$ arasında olanlar,

**3-Yüksek gelirli ülkeler:** KBOGD 11.120 \$ ve üzerinde olanlar.

Dünya gelir dağılımına bakıldığında; dünya nüfusunun % 60' ını oluşturan düşük gelirli ülkelerin, dünya gelirinin sadece %7' sini aldığı görülür. Buna karşılık, dünya nüfusunun %22' sini oluşturan orta gelirli ülkeler dünya gelirinin %16' sını, dünya nüfusunun %18' inin oluşturan yüksek gelirli ülkeler ise dünya gelirinin %77' sini almaktadır<sup>14</sup>. “Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı’nın (PNUD) 1992 raporuna göre dünya nüfusunun % 40’ı dünya gelirinin % 3.3’ünü almaktadır. 1982 yılında 102 az gelişmiş ülkenin dünya ihracatındaki payı % 7.9, dünya ithalatındaki

<sup>12</sup> Han, s. 12

<sup>13</sup> Barbara Ingham, *Economics and Development*, Mc Graw - Hill Company, London, 1995, s. 13.

<sup>14</sup> Kaynak, s.9.

payı da % 9'dur. Bu oranlar 1990 yılında sırasıyla % 1.4 ve % 4.9'a gerilemiştir"<sup>15</sup>.

"Ülkelerin gelişmişliklerine göre kümelenmesi ya da gelişme düzeylerine göre sınıflandırılması, 1950'li yıllardan beri birçok araştırmacı tarafından ele alınmıştır. Bu amaçla yapılan çalışmalarda çok farklı değişkenler kullanılmakla birlikte, son yıllarda GSMH olmak üzere ekonomik ve sosyal gelişmenin bir ölçüsü olarak; sağlık, demografi, haberleşme, ulaşım, tarım, ekonomik ve ticari göstergelerin, gelişmişliği en iyi ölçeceği konusunda fikir birliği sağlanmıştır."<sup>16</sup>

Tablo I.2' de ise 1988 yılı itibariyle, ülkelerarası kalkınma açığının ne denli büyük olduğu açıkça görülmektedir.

Tablo I. 2

Dünya Toplam Gelirinin Ülke Gruplarına Göre Dağılımı

Ülkeler	Nüfus (Milyon)	Yüzölçüm (km <sup>2</sup> )	Kişi Başına Milli Gelir (\$)	Ortalama Ömür (Yıl)
Düşük Gelirli Ülkeler	3.182	40.391	380	63
Orta Gelirli Ülkeler	1.595	61.263	2.520	67
Yüksek Gelirli Ülkeler	849	31.824	23.420	77
Türkiye	60	779	2.500	67

Kaynak: World Development Report 1996, The World Bank.

Tablo I.2'de ülkeler, gelirlerine göre; düşük, orta ve yüksek gelirli ülkeler olarak üç gruba ayrılmıştır. Düşük gelirli ülkelerin nüfus ve yüzölçüm itibariyle fazla olmalarına rağmen, kişi başına düşen milli gelirleri oldukça düşüktür. Oysa çok düşük bir nüfusa sahip yüksek gelirli ülkelerin, kişi başına düşen milli gelirleri çok yüksektir. Dolayısı ile dünya geliri, azınlık olan yüksek gelirli ülkelerin lehine bir dağılım göstermektedir.

Tablo I.1 ve I.2' de görüldüğü gibi, dünyadaki gelir dağılımının son derece eşitsiz ve adaletsiz dağıldığı görülmektedir. Azgelişmiş ülkelerin sanayileşmiş ülkeler ile aralarındaki bu açığı kapatmaları gerekmektedir. Jan Tinbergen'e göre günümüz problemlerinin en önemlisi; "dünyanın büyük bir kısmının azgelişmiş olması ve aradaki farkın gün geçtikçe daha da açılması"dır<sup>17</sup>.

<sup>15</sup> Fikret Başkaya, **Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü**, İmge Kitabevi, Ankara, 1994, s. 15.

<sup>16</sup> Hüseyin Tatlıdil, "Ülkelerin Sosyo-Ekonomik Gelişmişliklerine Göre Kümelenmesine ve Sıralanmasına Yeni Yaklaşımlar", **Planlama Dergisi**, DPT, Eylül 1990, s. 108.

<sup>17</sup> Mükerrerem Hiç, **Büyüme Teorileri ve Gelişen Ekonomiler**, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Yayın No: 372, İstanbul, 1976, s. 167.



## D- ÜRETİM FONKSİYONU VE SERMAYE

Genel üretim fonksiyonu, çok sayıda ürün (üretilen mallar) ile çok sayıda üretim aracını (üretim faktörü) gösterir. Bunların x ve y şeklinde adlandırılması halinde üretim fonksiyonu;

$$Q = f(x_1, x_2, \dots; y_1, y_2, \dots)$$

şeklini alır. Fakat bu genel ve kapalı fonksiyonu sınıflamak, kullanımı kolaylaştırır<sup>18</sup>.

Üretim fonksiyonu; belli bir teknolojik seviyede, üretim faktörleri ile ürün miktarları arasındaki ilişkiyi gösteren bir fonksiyondur. Üretim faktörleri emek, sermaye, doğa ve müteşebbisten oluşur. Fakat ekonometrik çalışmalarda matematiksel olarak sadece emek (L) ve sermaye (K) alınarak, fonksiyon basitleştirilmiştir;

$$Q = f(K, L)$$

Teşebbüs faktörü, diğerleri gibi bölünebilir olmadığından , tanımlamak ve ölçmek zor olduğundan fonksiyona alınmamaktadır. Doğa unsuru da, tarımın toplam üretim içinde fazla bir yer işgal etmemesi ve modern teknolojilerde üretimi belirlemede önemini kaybetmesi nedeniyle, fonksiyondan kaldırılmıştır<sup>19</sup>.

Üretim fonksiyonuna teknolojiyi de katarak açık bir şekilde ilk kez Wicksteed ele almıştır. Daha sonra Wicksell tarafından geliştirilmiştir. Fakat Wicksell, bu fonksiyonu sadece tarım kesimindeki üretim ilişkilerini açıklamak amacıyla kullanmıştır.

1928 yılında Prof. Cobb ve Prof. Douglas, ileride kendi adları ile tanınacak fonksiyon tipini ortaya çıkarmışlardır. Cobb-Douglas üretim fonksiyonunda; Q üretim miktarını, L emeği, K sermayeyi gösterir.  $\alpha$  ve  $\beta$  ise sabit sayılardır.

$$Q = f(K^\alpha, L^\beta)$$

$\alpha$  ve  $\beta$  sayılarının toplamı, 'bir'e eşit varsayımı ile, üretimde sabit verimler yasası geçerlidir. O halde  $\beta$  yerine  $\alpha-1$  sayısı da kullanılabilir.

<sup>18</sup> Ahmet Kılıçbay, *Ekonometrik Metodlar ve Araştırma*, İstanbul Üniversitesi Yayınları, I. Baskı, İstanbul, 1975, s. 420.

<sup>19</sup> Özhan Uluatam, *Makro İktisat*, Genişletilmiş 8. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 1995, s. 92.



Fonksiyonda sadece emek ve sermaye hesaba katılmakta, diğer faktörler göz ardı edilmektedir. Ayrıca bir zaman unsuru taşımadığından, statik bir fonksiyondur. Halbuki teknolojik değişme ve konjunktürel dalgalanmaların fonksiyonu etkilemesi söz konusu olabilir. Bir de  $\alpha$  ve  $\beta$ 'nin bire eşit olması, ölçeğe göre sabit getiri anlamındadır. Oysa,  $\alpha+\beta<1$  olduğu zaman azalan verimler,  $\alpha+\beta>1$  olduğu zaman da artan verimler yasası geçerli olabilir<sup>20</sup>.

### **E- KALKINMA MODELLERİ**

Kalkınma modelleri, az gelişmiş ülkelerin toplumsal-iktisadi temelleri üzerine kuruludur. Az gelişmiş ülkelerin kalkınma sorunu, Amerika Birleşik Devletleri'nin, İngiltere'nin veya Batı Avrupa ülkelerinin 19. yüzyıldaki gelişmelerine bakılarak çözümlenemez. Çünkü, gelişmiş ile az gelişmiş ülkeler arasındaki farklar, sadece sayısal değerler ile açıklanabilen farklar değildir. Temelde bir nitelik farkı vardır. Batı'nın geçirmiş olduğu değişim sürecinden yararlanılabilir; fakat, bu süreci doğrudan az gelişmiş ülkeler üzerinde tekrarlamak veya beklemek, anlamsız olur<sup>21</sup>.

O halde az gelişmiş ülkelerin kalkınma sorunu, toplumsal-iktisadi temellerin yanı sıra, yapısal değişiklikleri de kapsar. Mevcut kalkınma modellerinin doğrudan bu ülkelere uygulanmasından ziyade; bu ülkelerin siyasi, iktisadi, toplumsal, kültürel vs. yapılarının veri alınarak, modellerin ışığında her ülkeye özgü bir model oluşturulması, sorunun çözümlenmesi açısından daha olumlu olacaktır.

Kalkınma modelleri olarak aşağıda P.Rosenstein Rodan'ın büyük iş modeli, Ragner Nurkse'nin kısır döngü modeli, A.Lewis'in sınırsız emek arzı modeli ile W.W.Rostow'un kalkınma aşamaları modeline değinilecektir.

#### **1- KISIR DÖNGÜ MODELİ**

Ragner Nurkse'a göre az gelişmiş ülkelerin kalkınamamalarının, geri kalmalarının tek nedeni; fakir olmalarıdır. Fakirlik içinden çıkılmaz bir çember, bir kısır döngü (fasit deire) dür. Bu çemberin kırılması ise dışarıdan gelecek bir

---

<sup>20</sup> Uluatam, s. 117.

müdehale ile mümkündür. Tasarrufların artırılması veya dış borçlanma, bu müdehaleyi gerçekleştirecek temel etkidir.

Nurkse, kalkınma sorununu şöyle anlatır; “Kendi kendine yeteri kadar gıda bulamayan fakir bir adam düşününüz. Neticede bu adamın sağlığı bozulacaktır. Çalışma gücü azalacaktır. Çalışma gücünde meydana gelecek bu düşme, onun fakirliğine neden olacaktır. Fakir olduğu için de kendi kendine yeteri kadar gıda temin edemeyecektir. Bu durum böyle devam edip, gider. Bir tek fert için düşündüğümüz bu örnek, bir ülkeye uygulandığı zaman, bir ülke fakir olduğu için fakirdir, sonucu ortaya çıkar”<sup>22</sup>. Bir ülkede gelir düzeyinin düşük olması, tasarrufun ve talebin düşük olmasına; bu da yatırımların düşük düzeylerde gerçekleşmesine neden olur. Yatırımların düşük düzeylerde gerçekleşmesi, tekrar düşük gelir düzeyinin gerçekleşmesine neden olur<sup>23</sup>.

Fakirliğin kısır döngüsü olarak adlandırılan bu kapalı çember; tasarrufu gelirin, geliri de yatırımın bir fonksiyonu olarak ele almaktadır. Buna göre çemberin kırılması, yabancı sermaye, dış yardım ve dış borçlanma ile mümkün olacaktır. Çünkü, bu kaynaklarla gelir düzeyi yükselecek ve böylece döngüden kurtulunmuş olacaktır<sup>24</sup>.

Nurkse, az gelişmiş ülkelerde dengeli büyümenin önemine değinmiştir. Bunu gerçekleştirirken birkaç sanayi dalında aynı anda yapılan yatırımı, “cephedeki hücum”a benzetmektedir. Tek bir üretim alanının geliştirilmesi değil, birkaç üretim alanının birlikte geliştirilmesi, pozitif dışsal ekonominin oluşturulmasına da neden olmaktadır<sup>25</sup>.

## 2- SINIRSIZ EMEK ARZI MODELİ

A. Lewis’in sınırsız emek arzı modeli, kişilerin geçimini sağlayabilecek ücret karşılığında, emek arzının sınırsız olduğu varsayımına dayanır. Lewis’in

<sup>21</sup> Tamer İşgüden vd., *Gelişme İktisadı (Kuram, Eleştiri, Yorum)*, Beta Basım-Yayım-Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1995, s. 140.

<sup>22</sup> Ragner Nurks, *Az Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Teşekkülü*, Çev: Şevki Adalı, Mentesh Kitabevi, İstanbul, 1964, s. 10.

<sup>23</sup> İşgüden, s 143.

<sup>24</sup> Savaş, 1986, s. 282.

<sup>25</sup> Erol Manisalı, *Gelişme Ekonomisi*, Ar Yayın Dağıtım, İstanbul, 1982, ss. 67,68.

modelinde ekonomide iki kesim vardır. Biri sanayi sektörünü temsil eden kapitalist kesim, diğeri tarım sektörünü temsil eden ve geçimlerini sağlayabilecek ücret karşılığında çalışanları kapsayan, geçim kesimidir<sup>26</sup>. Tarım sektöründe gizli işsizlik olarak adlandırılan, “artık emek” mevcuttur. Bu artık emeğin sanayi sektörüne kanalize edilmesi ile emeğin marjinal verimliliği artacaktır. Fakat artık emeğin tarımdan sanayiye transferinin gerçekleştirilmesi, sanayi kesimi ücretlerinin, geçim ücretinden yüksek olmasına bağlıdır.

Tarım ve sanayiden oluşan bu ikili yapı, az gelişmiş ülkelerin önünde önemli bir engeldir. Çünkü tarım sektöründe emek, verimsiz kullanılmaktadır. Tarımdan sanayiye emek transferinin ise bir takım engelleri vardır.

Artık emeğin sanayiye transferi oldukça maliyetli bir iştir. Çünkü tarımda kullanılan emek, niteliksizdir. Bunun nitelik kazanması için, belli bir eğitim aşamasından geçmesi gerekir. Bir diğer engel, tarım sektöründeki emeğe, sanayi sektörünün cazip gelmemesidir. Artık emeğin transferi, köyden kente göç demektir. Bu ise beraberinde hem devlet açısından (yol, konut, kanalizasyon gibi giderlerin çoğalması), hem de transfer olunan emek açısından (şehirde kira, kişisel ihtiyaçlar vb. için ödenek ayrılması) bir takım sorunları beraberinde getirir. Bir diğer engel, toplumun statik-geleneksel bir yapıya sahip olmasıdır ki; köydeki hayatından vazgeçemeyecek olan kişiler için kentleşme olgusu, uzak bir ihtimaldir.

### 3- KALKINMA AŞAMALARI MODELİ

W.W. Rostow, her toplumun tarihsel olarak beş aşamadan geçtiğini ve böylece kalkınmalarını tamamlayacağını ileri sürmüştür. Bunlar<sup>27</sup>;

- 1-Geleneksel toplum dönemi,
- 2-Hazırlık dönemi,
- 3-Kalkış dönemi,
- 4-Olgunluğa geçiş dönemi,
- 5-Kitle tüketim dönemidir.

<sup>26</sup> Akın İlkin, *Kalkınma ve Sanayi Ötesi*, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Yayını, No: 384, İstanbul, 1976, s. 89.

<sup>27</sup> İşgüden, s. 142.

Geleneksel toplum döneminde hakim sektör, tarımdır. Nüfusun %75'i geçimini, bu sektördeki faaliyetleri sonucunda sağlarlar. Kültür düzeyi düşük olup, milli gelirden en çok payı büyük toprak sahipleri ve politikacılar alır<sup>28</sup>.

Hazırlık dönemi, sermaye birikimi hızlandığı, teknolojik yeniliklerin arttığı, bazı alt yapı yatırımlarının - özellikle enerji üretimi ve ulaşım- yapıldığı bir dönemdir. Bu dönemde tepkisel bir milleyetçilik akımının yaygınlaştığı görülür<sup>29</sup>.

Kalkış döneminin başlıca özellikleri; verimli yatırımların milli gelirin en az %10'una yaklaşması, imalat sanayisinin yaygın olarak kurulması, modern kesime yatırım yapacak, kalkınmayı normal bir süreç haline getirecek politik, sosyal ve ekonomik kurumların kurulmasıdır<sup>30</sup>.

Olgunluğa geçiş döneminde, kalkış dönemindeki öncü sektörler sayıca artmıştır. Modern teknoloji kullanılmakta ve yüksek üretim artışları gözlenmektedir. Ekonomi, istenilen her şeyi üretebilecek güce erişmiştir<sup>31</sup>.

Kitle tüketim döneminin en önemli özelliği; sosyal refah ve güvenlik kavramlarının ön plana çıkmasıdır<sup>32</sup>. Bu dönemde otomobil, televizyon, çamaşır makinası gibi dayanıklı tüketim mallarının kullanılması yaygınlaşmıştır<sup>33</sup>.

#### 4-BÜYÜK İTİŞ MODELİ

Az gelişmiş ülkelerin kalkınmalarının, sanayileşmeleri ile mümkün olacağını savunan P. Rosenstein Rodan, bu konuda iktisadi planlamanın üzerinde durmaktadır.

Rodan 1957'de yayınladığı "büyük itiş teorisi" makalesinde, "Kaynakların asgari düzeyde plan çerçevesinde yönlendirilmesi zorunludur. Bir ülkeyi, kendini kalkındırabilecek bir sürece sokmak, kısmen bir uçağı havalandırmaya benzer. Uçağın kalkışa geçmesi için, büyük bir enerjiye ihtiyacı vardır." demektedir<sup>34</sup>.

<sup>28</sup> Erdoğan Alkin, *Gelir ve Büyüme Teorisi*, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1992, s. 141.

<sup>29</sup> Savaş, 1986, s. 300.

<sup>30</sup> İlkın, s. 70.

<sup>31</sup> Savaş, 1986, s. 301.

<sup>32</sup> Alkin, s. 141.

<sup>33</sup> İşgüden, s. 150.

<sup>34</sup> İşgüden, s. 142.

Kalkışa geçtikten sonra, bir o kadar önemli bir sorun da, bu sürecin devam ettirilmesidir. Bunun için iç tasarrufların, dış yardım akışıyla tamamlanması öngörülmektedir.

### 5- HARROD-DOMAR MODELİ

Modelin temelinde milli hasılanın (Y), üretimde kullanılan sermayenin (K) sabit oranı olduğu varsayımı yatar. Hem Harrod, hem de Domar kalkınmanın temel unsuru olarak yatırımları baz alır. Harrod, yatırımın gelir artışına bağlı olarak nasıl değişeceği üzerinde çalışmalar yapmıştır. Ona göre kalkınmanın temel problemi; gelir düşüklüğü ve dolayısı ile mevcut tasarrufları emmeye yeterli bir yatırımın gerçekleşmemesidir. Domar ise, yapılan yatırımın gelecek dönemde geliri nasıl etkilediği üzerinde durmuştur. Ona göre kalkınmanın temel problemi; gelecek dönemde meydana gelecek ek kapasitenin tamamının kullanılabilmesi için, gelir ve yatırım artışının ne olacağıdır. Görüldüğü üzere her iki iktisatçı da, kalkınmada sadece sermaye faktörünü ele almışlardır. Domar, sermaye dışında hiç bir üretim faktörüne yer vermezken; Harrod, emek ve teknolojik değişmelere biraz değinmiştir<sup>35</sup>.

Harrod ve Domar, kalkınma sürecinde öngörülen yatırımın, tasarlanan tasarrufa eşitliğini sağlayacak gerekli koşulların, en önemli sorun olduğu konusunda görüş birliği içindedirler<sup>36</sup>. Modelde kullanılan denklemde, klasik üretim fonksiyonundan farklı olarak  $\sigma$  sabit sayısı kullanılmıştır ve hasıla/sermaye katsayısını gösterir.

$Y = \sigma \cdot K$  denklemi  $\sigma = Y / K$  şeklini alır.

Başlangıçta tüm sermaye stokunun üretimde kullanıldığı varsayılınsın. Denklemi basitleştirmek için, devlet kesiminin ve dış alem ilişkilerinin olmadığı kabul edilsin. O halde toplam yatırımlar, toplam tasarruflara eşit olur.

Hasıla/sermaye oranı; marjinal tasarruf oranı, nüfus artış hızı, teknolojik değişme gibi unsurlarca birbirinden bağımsız biçimde belirlendiğinden ve ekonominin dengesinden herhangi bir nedenle sapması halinde, sistemdeki

---

<sup>35</sup> Savaş, 1986, ss. 322, 330.

değişkenlerde ekonomiyi yeniden dengeye getirecek mekanizma olmadığı için, Harrod-Domar modelindeki denge, ‘her an bozulabilecek’, ‘bıçak sırtında’ bir denge olarak nitelendirilir<sup>37</sup>.

Harrod, bıçak sırtı bilmecesini en aza indirmek için, değişik metodlar seçer. Faktör arzları ve teknik ilerleme ile sınırlanmış kalkınmanın, doğal kalkınma oranı altında denge büyüme oranları arasındaki ayırımı korurlar<sup>38</sup>.

## 6- HIRSCHMAN MODELİ

“Az gelişmiş ülkelerle ilgili olarak kalkınma modellerinden birisi de Albert O. Hirschman’ın geliştirdiği ‘dengesiz kalkınma’ modelidir. Hirschman, ekonomide değişik alanlarda dengesizlik yaratarak, yatırımların ‘aşağıya ve yukarıya’ doğru (en amont et en aval) genişlemesini sağlamak gerektiğini, kurulan her sanayinin, bir sonrakine dışsal ekonomiler sağlayacağını, böylece kümülatif bir sürecin başlatılacağını ve bunun da serbest piyasa ekonomisi koşullarında gerçekleşeceğini ifade eder”<sup>39</sup>.

“Bir ya da birkaç sektörün öne çıkarak gerçekleştirecekleri gelişme ile ekonominin diğer sektörlerini harekete geçirmesine dayalı dengesiz büyüme sürecini Hirschman, Scitovsky’den bir alıntı ile şöyle açıklar: ‘Karlar, dengesizliğin işaretidir ve serbest rekabet ortamında, dengesizlik derecesinin kaba kaba bir endeksi olarak görülebilir. Serbest rekabetin varolduğu bir endüstride karlar, yatırımları bu endüstriye yönlendirir ve yatırımlar bu endüstrideki karları elimine etmeye başlar e böylece yatırımlar dengeye yönelir. Ancak, aynı zamanda diğer endüstrilerdeki karları yükseltebilir ve bu durum dengeden uzaklaşmaya neden olur”<sup>40</sup>.

<sup>36</sup> Wallace C. Peterson, **Gelir, İstihdam ve Ekonomik Büyüme**, Çev: Talat Güllap, Atatürk Üniversitesi Yayınları, No: 763, Erzurum, 1994, s. 527.

<sup>37</sup> Uluatam, 1995, s. 385.

<sup>38</sup> J. A. Kregel, **İktisadi Büyüme Teorisi**, Macmillan İktisat Serisi, Çev: Ömer Gökay, Akbank Kültür Yayınları, İstanbul, 1982, s. 52.

<sup>39</sup> Fikret Başkaya, **Az gelişmişliğin Sürekliliği**, İmge Kitabevi, 3. Baskı, Ankara, 1994, ss. 50, 51.

<sup>40</sup> İşgüden vd., s. 155.

Sabit sermaye yatırımları ile ileriye ve geriye doğru en güçlü bağlantı etkilerine sahip imalat sanayisine değinen Hirschman, yarı mamul ithal malları dönüştürecek özel maksatlı ithalat sanayisine dikkati çekmektedir<sup>41</sup>.

## F-TOPRAK VE KALKINMA

Ekonomik kalkınma açısından üretim faktörlerinden toprak denince, akla hemen tarım sektörü gelir. Bilindiği gibi azgelişmiş ekonomilerde hakim sektör, tarımdır. Tarım sektörü, yapısı itibariyle sanayiye geçişte, önemli bir basamak teşkil etmektedir. Kalkınma, hakim sektör olan tarımın GSMH'daki mevcut oranının, sanayinin lehine düşürülmesidir. Buna, üretim yapısında alt kademelerden üste doğru kayma ve yer değiştirme denir.

Azgelişmiş ülkelerin ekonomik kalkınmalarında, tarımın üstlendiği roller şöyle sıralanabilir<sup>42</sup>:

**i) Emek:** Tarım sektörünün bünyesinde -özellikle azgelişmiş ekonomilerde- gizli işsizlik sözkonusudur. Burada "artık emek" tarımdaki üretim sürecinden çekilip, sanayiye transferi gerçekleştirilirse; sanayi için gerekli emek, kolayca sağlanmış olur. Arthur Lewis'in "sınırsız emek arzı ile kalkınma modeli", bu artık emeğe dayanır.

**ii) Hammadde:** Sanayi sektörünün bazı hammadde ihtiyacı ile şehirlerdeki insanların gıda talebini, tarım sektörü karşılar. Hammaddenin pahalılaşması, üretim maliyetinin artması anlamına geldiğinden üretimi düşürür. Gıda maddelerinin pahalı olması da, bir maliyet unsuru olan emeğin ücretinin artması demektir. O halde sanayileşme sürecinde ve devamında, bir hammadde ve gıda üreticisi olan tarım sektörünün payı büyüktür.

**iii) İhracat:** Uluslararası ödemelerde, takas ve mahsup prensibi geçerlidir<sup>43</sup>. Alacaklar, yıl sonu itibariyle borçların ödenmesinde kullanılır. Dolayısı ile uluslararası alış-verişlerde alacak veya borçların ayrı ayrı tahsil veya ödenmesine gerek yoktur. Alacak ve borçlar karşılaştırılır ve bakiye üzerinden tahsil veya ödeme yapılır.

---

<sup>41</sup> Kaynak, s. 122.

<sup>42</sup> Kaynak, s. 50.

<sup>43</sup> Köklü, s. 203.



Az gelişmiş ülkelerin sanayileşmeleri için yatırım mallarına ihtiyaçları vardır. Tarım ürünleri ihracatının artırılması ve böylece - döviz imkanlarının da genişlemesi ile- yatırım malları ithalatının kolaylaştırılması, tarım sektörünün kalkınmadaki rolünü ortaya koymaktadır.

iv) **Sermaye Birikimi:** Az gelişmiş ülkelerde genellikle, sermaye birikimi yetersizdir<sup>44</sup>. Sermaye birikimi; aletler, makinalar, ulaşım araçları, sanayi gereçleri, fabrika ve teçhizat vb. den oluşmaktadır<sup>45</sup>. Az gelişmiş ülkelerin kalkınma sürecinde tarım sektörü, sermaye birikimini sağlama görevini de üstlenmiştir. Gerek doğrudan üretim sermayesinin sağlanması, gerekse para ve maliye politikalarıyla tarımdaki artığın çekilmesi sonucu, tarım sektörü, sanayi için gerekli sermaye birikimini sağlayabilmektedir. Örnek olarak bu politikalar sayesinde Japonya'da toplam vergi gelirleri içinde tarımdan alınan vergilerin oranı, 1893-1897 arasında %80, 1913-1917 arasında %50 civarında gerçekleşmiştir<sup>46</sup>.

v) **İç Pazar:** Tarım sektörü, bünyesindeki emek faktörü ile sanayi ürünlerinin talebini teşkil eder. Tarım sektöründeki kişilerin gelirleri arttıkça, sanayi mallarına olan talep artabilir. Dolayısıyla sanayileşme süreci için, başlangıçtaki ihtiyaç hissedilen talep, tarım sektörünce karşılanabilir. Böylece tarım, sanayinin iç pazarı haline gelir.

## G- NÜFUS VE KALKINMA

Hızlı nüfus artışının ekonomik kalkınmadaki rolü, iki farklı görüş ile açıklanmaktadır. Birinci görüşe göre hızlı nüfus artışı, kalkınmayı engelleyici bir faktör olarak ortaya çıkar. Hızlı nüfus artışı, zaten nüfusu fazla olan ülkelerde, tarımda geçerli olan azalan verim kanunu dolayısıyla kişi başına düşen milli geliri düşürmektedir. Bunun yanı sıra, kaynakların ve mevcut nüfusun verimliliğinin artırılması için de ilave sermaye ihtiyacının karşılanması gerekecektir<sup>47</sup>. Hızlı nüfus artışı, ülke kalkınması için gerekli sermaye teçhizatını artırmaktadır. Çoğu zaman

<sup>44</sup> Özhan Uluatam, *Makro İktisat*, , Geliştirilmiş 8. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 1995, s. 385.

<sup>45</sup> Han, s. 92.

<sup>46</sup> Kaynak, s. 51.

<sup>47</sup> John H. Habakkuk, "Nüfus Artışı ve İktisadi Kalkınma", (Çeviren: Selim İlkin), *İktisadi Kalkınma (Seçme Yazılar)*, ODTÜ İdari İlimler Fakültesi, Yayın No:6, Ankara, 1966, s. 24.



nüfusun eğitim düzeyinin düşüklüğü, daha yüksek verimde kullanılmaları için, yeterli bir eğitim seviyesine çıkarılmayı gerekli kılar. Bu ise zaten sınırlı ülke kaynaklarını zorlayan yatırım tutarlarını gerektirir.

Kalkınma politikaları ile GSMH'nin 0.03 artırılması halinde yıllık nüfus artış oranının da 0.03 olması halinde, kalkınma hızı "0" (sıfır) olur. Dolayısıyla bu birinci görüşe göre nüfus artış hızı, büyük çabalarla ulaşılması gereken kalkınma hızına kavuşmayı engelleyen bir unsur olmaktadır<sup>48</sup>.

Nüfus artışının, iktisadi kalkınmayı teşvik ettiğini savunan ikinci görüş, Keynesci ve Ricardocu görüş diye, iki ayrı izah tarzıyla açıklanmaktadır. Keynesci görüşe göre nüfus artışı, efektif talebi artırır. Efektif talebin artması, yatırımları teşvik eder. Dolayısıyla, talep arttığı sürece nüfus artışlarının yatırımları teşvik edeceği savunulur. Artan nüfus bir yandan girişimcinin yaptığı hataları azaltır, diğer yandan yapılmış hatalardan doğacak sonuçları da hafifletir. Prof. Hansen'e göre, artan nüfus sayesinde piyasanın devamlı olarak genişlemesi, müteşebbislerin şevkini artırmaktadır. Hatta gayet saçma buluşlara bile yatırımlar yapılmaktadır.

Nüfus artışının iktisadi kalkınmayı teşviki hususundaki Ricardocu görüşe göre; nüfus artışı, emeğin maliyeti açısından yatırımları teşvik etmektedir. Herhangi bir mal veya hizmet arzının artması, o mal veya hizmetin fiyatını düşürür. Nüfus artışı da, emek faktörünün arzının artması olduğu için, nihai hasılda emeğin payını azaltıp, yatırımları teşvik eder. Nüfus, uzun vadede kalkınmanın dinamiğidir. Zira her doğan çocuğun bir ağzı vardır, ama iki de eli vardır<sup>49</sup>.

Bir ülke nüfusunun sadece kemmiyet (nicelik) olarak artması, kalkınma üzerinde net ve doğrudan etkili olmaz. Bu manada nüfus artışı, nötrdür. Çünkü kalkınmada etkili olan mutlak nüfus artışı değil; nüfusun yapısı, niteliği, özelliği, kalitesi ve kullanım şeklidir<sup>50</sup>.

Nüfusun eğitimle paralel bir artışı halinde, ekonomik kalkınma açısından faydalı olur. Diğer bir deyimle, nüfusun kemmiyeti (nicelik) yanında, keyfiyet

<sup>48</sup> Uluatam, s. 388.

<sup>49</sup> Savaş, 1986, s. 241.

<sup>50</sup> Sabahattin Zaim, *Çalışma Ekonomisi*, Filiz Kitabevi, 9. Baskı, İstanbul, s. 85.

(nitelik) yönüyle de gelişmesi, kalkınmayı sürükleyici rol oynar. Dolayısıyla nüfus ile ilgili tartışmalar, eğitimde düğümlenmektedir. "Çok sayıda teknik eleman ithal edilir; ancak eğitilmiş bir toplum asla!"<sup>51</sup>. Kalkınma; ekonomide olduğu gibi toplumda da topyekün değişim ve gelişimi ifade eder. Emek sahiplerinin kültür ve teknik bilgilerinin artması, verimlilik artışını ve kalkınmayı sağlar<sup>52</sup>.

## H- TEKNOLOJİ VE KALKINMA

Gerek az gelişmiş ve gerekse gelişmiş ülkeler, ekonomik verimliliklerini yükseltmek ve hızlı bir kalkınma ve büyümeyi gerçekleştirmek için, teknolojiye büyük önem verirler. Özellikle az gelişmiş ülkeler gerekli olan teknolojiyi kendileri üretilmedikleri süreçte, kalkınmalarını hızlandırmak için, gerekli teknolojileri, sanayileşmiş ülkelerden transfer etmek zorundadırlar<sup>53</sup>. Teknolojik gelişme, üretim konusunda yeni yöntemlerin geliştirilmesi, yeni ürünlerin üretilmesi, organizasyon ve yönetim tekniklerinde meydana gelen olumlu gelişmelerdir<sup>54</sup>. Teknolojik gelişmeye, emek başına daha fazla makina ve teçhizat veya derinlemesine sermaye oluşumu da denir<sup>55</sup>.

Kalkınma politikası aracı olarak teknolojinin kullanılması, sermaye/emek oranının yükselmesi, dolayısıyla sermayenin artması demektir. Ekonomide daha yüksek katma değer oluşması, makinalaşmış üretimin bir göstergesi ve sonucudur. Teknolojik seviyenin yükselmesi, işgücü başına verimliliğin ve ücretlerin artmasını, bu da talep yönünden iç piyasanın genişlemesini doğurur<sup>56</sup>.

Teknolojik gelişmenin yakalanması, işgücü başına düşen makina ve teçhizatın artırılması veya teknik yönden daha fazla geliştirilmesidir<sup>57</sup>. Teknolojik gelişme; üretim fonksiyonu eğrisinin yukarı doğru kayması (Şekil I.1), eş-ürün eğrisinin ise orjine doğru kaymasıdır (Şekil I.2). Teknolojik gelişme ile emek-yoğun bir teknolojiden sermaye-yoğun bir teknolojiye geçilmiş olur. I nolu eş-ürün eğrisinde üretim seviyesi, daha az maliyetle, II nolu eş-ürün eğrisinde sağlanabilir. Teknolojik gelişme konusu içerisinde, bir de teknolojik değişme kavramı vardır.

Teknolojik değişme; eş-ürün eğrilerinin uçlarının orjine (0) yaklaşım-

<sup>51</sup> Vural Savaş, *İktisadi Kalkınma*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:122, 2. Fasikül, Eskişehir, 1992, s. 170.

<sup>52</sup> Türk, 1989, s. 220.

<sup>53</sup> Halil Seyidoğlu, *Ekonomik Terimler Ansikopedik Sözlük*, Güzem Yayınları No:4, İstanbul, 1992, ss. 846-848.

<sup>54</sup> Kaynak, s. 69.

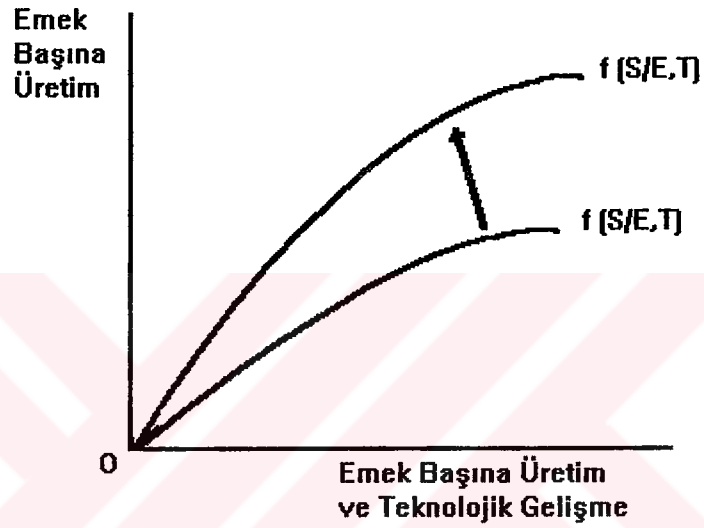
<sup>55</sup> Ülgener, s. 450.

<sup>56</sup> Erol Manisalı, *Gelişme Ekonomisi*, İstanbul Üniversitesi Yayınları, No. 2466, İkinci Baskı, 1978, s. 146.

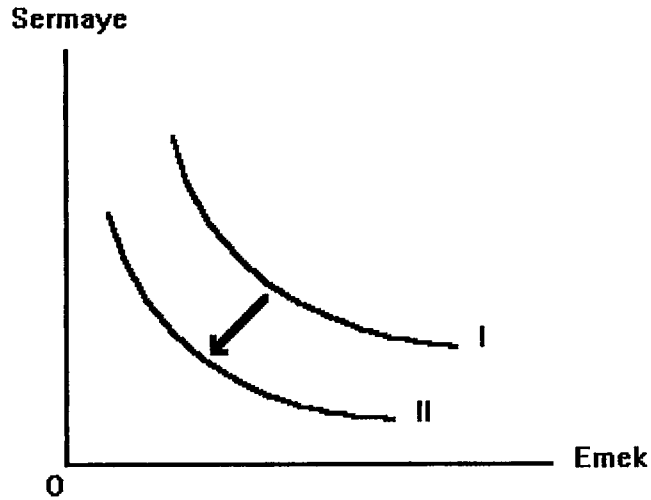
<sup>57</sup> Zaim, s. 241.

uzaklaşması veya sermaye ile emeğin gösterildiği (E) ve (S) eksenlerine uzaklaşıp-yaklaşması şeklinde açıklanabilir.

Teknolojik değişme çeşitleri; nötr, sermaye-yoğun ve emek-yoğun şeklinde üç çeşittir."Üretilen mal ünitesi başına daha az sermaye ve emeğe ihtiyaç gösteren otomatik üretim tarzı, sanayi ülkelerinin geleceğini köklü bir şekilde değiştirmektedir. Ekonomiye geçmişin yavaş ve zahmetli metodları ile geliştirmek yerine, az gelişmiş ekonomiler, birkaç büyük ve modern fabrika ile kısa bir gelişme izleyebilir"<sup>58</sup>.



Şekil I 1



Şekil I 2

<sup>58</sup> Savaş, 1986, s. 167.

"Az gelişmiş ülkeler emek-yoğun mu, yoksa sermaye-yoğun mu teknolojik değişmeyi kullanmalıdırlar?" sorusuna karşı cevap verebilmek için, ülkelerin bir takım özelliklerinin bilinmesi gerekir. İşletme veya sektör bazında teknolojik değişmedeki seçim, kullanılan üretim faktörlerinin fiyat ve miktarına bağlıdır. Tüm ekonomi yönünden seçim; üretim faktörlerinin fiyat ve miktarlarının yanı sıra, çeşitli sektörlerin özellikleri ve gelişmelerine de bağlıdır<sup>59</sup>.

## I- SERMAYE BİRİKİMİ VE KALKINMA

II. Dünya Savaşı sonrasında kalkınma ekonomisi üzerinde çalışan ilk iktisatçılar, en önemli problem olarak sermaye birikimini kabul etmişlerdir<sup>60</sup>. Her ne kadar teknolojik gelişme, girişimcilerin ve işçilerin eğitimi, sosyal, siyasi, dini, kültürel ve psikolojik faktörlerin kalkınma üzerinde etkileri olsa da, bütün bunların kalkınma için elverişli hale getirilmesi, sermaye birikimine bağlıdır<sup>61</sup>.

Sermaye birikimi, ekonomide mevcut üretim araçlarına doğrudan veya dolaylı olarak yapılmış katkıların tümüdür. Sermaye birikimi, üretilen değerlerden tüketilmeyen kısmının, sermaye mallarına ayrılmasından ibarettir. Aletler, makinalar, ulaşım araçları, fabrika ve teçhizatlar, reel sermaye birikimini oluştururlar. Eğitim, sağlık, spor, kültür alanlarındaki yatırımlar ise sosyal sermaye birikimini oluştururlar.

Kalkınma, sanayileşme ile ele alınırken; sanayileşme de, sermaye birikimi ile ele alınmaktadır. Kalkınma sürecinde sermaye birikimi; yatırımlar vasıtasıyla gerçekleştirilir. Bir başka deyimle, bir ülkenin sermaye birikimi, yatırımlarla genişler. Yatırımlar, üretim artışı için kilit rol oynar; bir yandan ekonomideki yapısal değişimleri sağlar, diğer yandan da GSMH'yı artırır.

Belli bir süre üretimde kullanılan sermaye, yıpranacak, aşınacak ve eskieyecektir. Sermaye birikimine her yıl yapılan yatırım miktarının, bu eskime, aşınma ve yıpranma payından (amortisman) büyük olması gerekir. Sadece amortisman şeklinde yatırımlara ilave yapılırsa, sermaye stoku sabit kalır. Sermaye birikimi, üretim kapasitesindeki artışları gösterir.

<sup>59</sup> Han, s. 151.

<sup>60</sup> Manisalı, s. 154.

<sup>61</sup> Savaş, 1992, ss. 47-48.

Az gelişmiş ülkelerin hızlı bir kalkınma içerisinde girmeleri için sermaye birikim hızının da yükselmesi gerekir. Sermaye birikimi, sadece reel ve sosyal sermayeden oluşmaz. Beşeri sermaye denilen, insan gücünün eğitim ve kalitesinin artırılması için yapılan yatırımlar da, sermaye biriminin önemli bir parçasıdır.

Az gelişmiş ülkeler, kalkınma süreçlerinde, sermaye birikimine özel bir önem vermek zorundadırlar. Bunun nedenleri, şu şekilde özetlenebilir<sup>62</sup>: Birinci olarak; az gelişmiş ülkelerde üretim yöntemlerinin geliştirilmesi ve verimliliğin artırılması için gerekli sermaye ihtiyacı, işbölümü ve uzmanlaşmanın düşük olması nedeniyle, gelişmiş ülkelere nazaran daha fazladır.

İkinci olarak; az gelişmiş ülkelerde yeni tekniklerin getirilmesi ve kullanılması için gerekli sermaye ihtiyacı çok fazladır. Üçüncü olarak; emek verimliliğini artırmanın en önemli yollarından birisi, üretim sürecinde kullanılan makina ve teçhizatın yani sermaye stokunun çoğaltılmasıdır. Dördüncü olarak; Ragner Nurks'un öne sürdüğü az gelişmiş ülkelere özgü olan "kısır döngü", ancak sermaye birikimi ile ortadan kaldırılabilir.

Sermaye birikimi; toplumun ürettiklerini, ihtiyaçlara veya tüketime sarfetmeyip, bir kısmını sermaye mallarına ayırmasıdır. Aletler, makineler, taşıtlar, fabrika ve teçhizatın yanı sıra, eğitim ve sağlık alanlarına yapılan yatırımlar da, sermaye birikimi içerisinde anılabilir<sup>63</sup>.

Sermaye birikiminin kaynakları, iç finansman ve dış finansman kaynakları şeklinde iki ana gruba ayrılır. İç finansman kaynakları kapsamına; gönüllü ve kurumsal tasarruflar, cebri tasarruflar olan vergiler, emisyon, sermaye piyasası, enflasyon ile parafiskal gelirler girer. Dış finansman kaynakları içerisinde ise; krediler, dış yardım ve özel veya kamuya ait yabancı sermayeler vardır. Dış krediler, genellikle uluslararası mali kuruluşlar aracılığıyla sağlanır<sup>64</sup>.

İstenilen sermayeyi iç tasarruflar vasıtasıyla sağlamak, başlangıçta büyük fedakarlık istemekle birlikte, ancak sonradan parlak sonuçlar vermektedir. Dış finansman yöntemi ise başlangıçta daha az bir fedakarlık gerektirmekte ancak, borcun anapara ve faizi birlikte geri ödenmesi sırasında hayat standardını düşürmektedir<sup>65</sup>.

<sup>62</sup> Kaynak, s. 66.

<sup>63</sup> Ragner Nurks, *Az Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Teşekkülü*, (Çev: Şevki Adalı), Mentiş Kitabevi, İstanbul, 1964, s. 6.

<sup>64</sup> Geniş bilgi için bkz. Z. Sacit Önen, *Uluslararası Mali Kuruluşlar*, Gazi Üniversitesi, Yayın No: 136, İkinci Baskı, Ankara, 1990.

<sup>65</sup> Lipsey ve diğerleri, *İktisat 2*, (Çevirenler: Ömer F. Batırel ve diğerleri), Bilim ve Teknik Yayınevi, İstanbul, 1984, s. 345.

## II- KALKINMANIN FİNANSMANI

Bir ülkede kalkınmanın finansmanı iç ve dış kaynaklar olarak iki ana başlık altında incelenebilir. İç finansman kaynakları; gönüllü ve kurumsal tasarruflar, sermaye piyasası, emisyon, enflasyon ve vergilerden oluşmaktadır. Dış finansman kaynakları ise, yabancı özel yatırımlar, milletlerarası mali kuruluşlar ve dış yardımlar başlıkları altında incelenebilir. İç finansman kaynakları genellikle devamlı iken, dış finansman kaynakları arızilik arzeder.

Kalkınmanın başlangıcında gerekli olan en önemli faktör, sermayedir. Adam Smith'e göre ulusların kalkınması ve zenginleşmesi, sermaye çokluğuna değil, üretimlerine bağlıdır. Bugüne kadar "ekonomik kalkınma için önemli olan emek mi, sermaye mi" tartışması esasen bir kısır döngüden ibarettir. Çünkü her ikisinin de kalkınmadaki yeri ayrıdır. Birisi başlangıçta kalkınmada katalizatör vazifesi görür iken; diğeri, ileri safhalarda kalkınmayı sürükleyici bir etkiye sahiptir. Dolayısı ile biri olmadan diğeri, kalkınma için yeterli değildir. Her birinin kalkınmadaki yeri ve önemi, bir diğerinden az değildir.

Dış finansman, yurt dışı kaynaklardan; iç finansman, yurt içi kaynaklardan sağlanır. Dış finansmanda bulunulduğu zaman, GSMH'ya katkıda bulunmuş olunur. Fakat geri ödenmesinde ise azaltıcı etkide bulunulur. Halbuki iç finansman kaynaklarına başvurulması halinde; GSMH'nın bir bölümünden alındığı için, ödenmesinde GSMH'da bir artma veya azalma meydana gelmez. Sadece bir transfer yapılması söz konusudur. Dış finansmanda alışlar ve ödemeler, döviz olarak yapılır. Alışlarda ödemeler bilançosu olumlu, ödemelerde ise olumsuz yönde etkilenir<sup>66</sup>.

Finansman kaynaklarından iç finansman kaynakları genellikle devamlı iken, dış finansman kaynakları arızilik arzeder. Sermayenin, kalkınmanın hangi sürecinde gerekli olduğu, önemli bir konudur.

Kalkınma çabasına yeni girmiş bir ekonomi ile, kalkınması ilerlemiş bir ekonominin sermaye kaynakları farklıdır<sup>67</sup>. Kalkınmanın henüz başında olan az gelişmiş ülkelerde tüketimi kısıarak, tasarrufu artırmak imkansız denecek kadar

<sup>66</sup> Tülay Evgin, "İç Borçlarımız", Hazine ve Dış Ticaret Dergisi, Mart 1992, s. 42.

<sup>67</sup> Savaş, 1986, s. 57.



zordur. Çünkü, az gelişmiş ülkelerde tasarruflar zaten oldukça düşüktür<sup>68</sup>.

Ekonomik kalkınmanın başlatılması ve sürdürülmesi için, yurt içi kaynaklar yanında, yurt dışı kaynaklara da başvurulması gayet doğaldır. Önemli olan istikrarlı ve sürdürülebilir bir kalkınmanın sağlanmasıdır. Bu nedenle öncelikle yurt içi tasarrufların vade yapısının iyileştirilerek artırılması gerekir. Doğal olarak bunların gerçekleştirilmesi, ekonomik istikrara bağlıdır<sup>69</sup>.

Aşağıda iç finansman kaynakları olarak gönüllü ve kurumsal tasarruflar, vergiler, enflasyon ve sermaye piyasasına; dış finansman kaynakları olarak uluslararası mali kuruluşlardan Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu'na, dış yardım ve yabancı sermaye yatırımlarına değinilecektir.

## **A- İÇ FİNANSMAN KAYNAKLARI**

### **1- GÖNÜLLÜ TASARRUFLAR**

Gönüllü tasarruflar, gerçek kişilerin gelirlerinin tüketilmeyen kısımlarından oluşur. Kişisel küçük tasarrufların toplanarak bir yekün teşkil etmesi ve yatırıma dönüştürülmesi kalkınma için büyük bir aşamadır. Çünkü tasarruflar bir sermaye birikimi oluşturması ve yatırımlara dönüştürülmesi halinde iktisadi bir değer taşır.

Az gelişmiş ülkelerde tasarruf oranı oldukça düşüktür. Bunun iki önemli nedeni vardır: Birincisi; kişi başına düşen gelirin düşük olması ve buna bağlı olarak ikincisi; tüketim eğiliminin yüksek olmasıdır<sup>70</sup>. Dolayısıyla az gelişmiş ülkelerde gelir, ancak zorunlu ihtiyaçlara cevap verebilmektedir. Ragner Nurks'un ileri sürdüğü "kısır döngü" ye göre, az gelişmiş ülkelerde gelirin az olması, tasarruf oranının düşük olmasını ve gerekli yatırımların yapılmaması sonucunu verir. Yatırımların düşük olması, üretimin düşük olmasını ve tekrar gelirin düşük seviyelerde gerçekleşmesi sonucunu doğurur<sup>71</sup>. Bu kısır döngünün kırılması ise tasarrufların belli bir yekün teşkil edip, yatırımlara aktarılması ile gerçekleşebilir.

<sup>68</sup> Türk, 1989, s. 259.

<sup>69</sup> Ekrem Keskin, "Uluslararası Sermaye Hareketleri, Nedenleri, Makro Ekonomik Etkileri ve Politikalar: Asya Ülkeleri Deneyimi ve Türkiye", **Bankacılar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 18, Eylül 1996, s. 26.

<sup>70</sup> Ataç, s. 223.

Az gelişmiş ülkelerde tasarruf miktarı yeterli düzeyde olmadığı, mevcut tasarruflar kalkınmaya yönelik bir şekilde de kullanılmazlar. Tasarruflar genellikle arsa, arazi, altın, döviz gibi spekülâtif yatırımlara yönelmektedirler. Onun için az gelişmiş ülkelerde kalkınmanın finansmanında, bir yandan gönüllü tasarrufları artırmak, diğer yandan da verimli olmayan harcamaları ve spekülâtif likidite talebini kıstırmaktır. Dolayısıyla kişisel ve hatta kurumsal tasarrufların toplanması ve bu fonların yatırıma dönüştürülmesi için, banka ve mali kurumlara ihtiyaç duyulmaktadır.

## 2- KURUMSAL TASARRUFLAR

### a- İşletmeler

#### (1) Mal Üreten İşletmeler

İşletmelerin ellerindeki atıl fonlar, sermaye piyasasına önemli bir kaynak teşkil ederler. Mal üreten işletmeler; dağıtılmamış karlarını, amortisman için ayırdığı fonlarını, yedek akçelerini ve değer artışlarını sermaye piyasasında değerlendirebilmektedirler<sup>72</sup>.

(i) **Dağıtılmayan Karlar:** Firmanın satış gelirleri, maliyet ve kar tutarlarını içerir. Dönem sonunda firmanın faaliyetleri kar veya zararla sonuçlanabilir<sup>73</sup>. Dönem sonunu karla kapatan firmanın ortak veya iştiraklerine ait henüz dağıtılmamış olan kar payları, atıl fonlardır. Firma bu fonları sermaye piyasasında değerlendirerek, aktif hale getirebilir.

(ii) **Amortismanlar:** İşletmenin otofinsanman aracı olarak kullandığı bir diğer kaynak, amortismanlardır. Amortisman, sabit kıymetlerde aşınma ve yıpranma payı olarak tanımlanır. Amortismanlar, işletmenin kar/zarar hesabında gider görünür<sup>74</sup>. Gerçekte amortismanlar, nakdi bir akım değildir. Tahakkuk esasında hareketle sadece kaydi olarak gider yazılır. Dolayısıyla herhangi bir nakit çıkışı sözkonusu olmadığı için, amortismanlar işletme sermayesini finanse edebilirler.

<sup>71</sup> Burak Gürbüz, "Finansal Gelişmenin Kalkınmaya Etkisi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Eylül 1995, s. 33.

<sup>72</sup> Rıza Aşıkoğlu, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme, Anadolu Üniversitesi Yayın No:35, Eskişehir, 1983, s. 15.

<sup>73</sup> Ahmet Aksoy, İşletme Sermayesi Yönetimi, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 1993, s. 26.



**(iii) Yedek Akçeler:** İşletmenin otofinansman aracı olarak kullanabileceği bir diğer fon da, yedek akçeleridir. Yedek akçeler; kanuni, ihtiyari, olağanüstü ve gizli yedek akçelerden oluşur<sup>75</sup>. Yedek akçeler ileride ortaya çıkabilecek zararları karşılamak, işletme sahiplerine karların düzenli dağıtımını ve işletmenin gelişimini sağlamak amacıyla, işletme kazançlarından oluşturulan fonlardır. Yedek akçeler şeklinde oluşturulan fonlar da atıl fonlardır. Bunlar sermayeye dahil edilebileceği gibi, kurucu ve intifa senetlerinin sahipleri ile anlaşarak, hisse senetlerine de çevrilebilir<sup>76</sup>. Bu ise fonların aktif hale getirilmesidir.

**(iv) Yeniden Değerleme:** Yeniden değerlendirme değer artış fonu, amortismanına tabi iktisadi kıymetler için geçerli bir kavramdır. İşletmenin aktif kalemleri içerisinde yer alan bina, arsa, arazi, demirbaş, makina, taşıt araçları gibi sabit varlıkların kayıtlı değerleri, enflasyon dolayısıyla piyasa değerinin çok altında kalmaktadır. Defter kayıtlarını, piyasadaki rayiç bedele eşitleme olayına, yeniden değerlendirme denir. Oluşturulan fona da yeniden değerlendirme değer fonu denir. Bu fon, istenildiğinde bilançonun pasifinde gösterilerek, sermayeye dönüştürülebilmektedir. Böylece hisse senedi çıkartmada kullanılarak, bu fonların ekonomide kalkınmanın finansmanına büyük katkısı olabilmektedir.

## **(2) Sigorta İşletmeleri**

Sigorta işletmeleri, gelecekte meydana gelebilecek tehlikelerin, gelir kesilmesi veya eksilmesi şeklindeki zararlarını, parasal açıdan karşılamak veya asgariye indirmek için faaliyette bulunurlar. Bu işletmeler sunacakları hizmetlerin karşılığında prim alırlar. Bu primleri, peşin olarak tahsil ederler.

Bünyelerinde topladıkları bu fonları, riskin neden olacağı zararlar meydana gelinceye kadar, çeşitli pazarlara aktararak, piyasadaki fon ihtiyacı olanlara fon sağlayabilirler<sup>77</sup>. Bu atıl fonları değerlendirmek amacıyla, sigorta işletmeleri menkul

<sup>74</sup> Ali Sait Yüksel, *Para Bulma ve Yatırım*, Ar Basım-Yayım-Dağıtım A.Ş., 3. Baskı, İstanbul, 1982, s. 197.

<sup>75</sup> Yüksel, s. 188.

<sup>76</sup> Mehmet Ali Canoğlu, *Ortaklıklar Muhasebesi*, Marmara Üniversitesi, Yayın No:418, 4. Basım, İstanbul, 1985, s. 78.

<sup>77</sup> Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, *Finansal Pazarlar (Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri)*, Ankara, 1995, s. 168.

kıymetlere yatırım yaparak, sermaye piyasasına fon kaynağı sağlarlar<sup>78</sup>. 1990 rakamlarına göre Türkiye'de faaliyet gösteren sigorta şirketleri, kaynaklarının yaklaşık % 28'ini, hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlere yatırmışlardır<sup>79</sup>.

1979 - 1989 yılları arasında yapılan amprik bir çalışmada, dünya prim hacminin % 88'ine sahip 11 ülkenin\* sigorta işletmelerinin, doğrudan sermaye yatırımlarını analiz etmiştir. Bu çalışmaya göre sigorta işletmelerinin yatırım alanları, 5 katagoriye ayrılmıştır<sup>80</sup>:

- 1- Sabit getirili menkul kıymetler,
- 2- Hisse senetleri,
- 3- Gayrimenkuller,
- 4- İpotekler (ipotek karşılığı kredilendirme),
- 5- Diğer yatırımlar.

Özel sigorta alanında faaliyet gösteren sigorta işletmeleri hayat ile mal ve kaza sigortası işletmelerinden oluşur.

**(i) Hayat Sigortası İşletmeleri:** Bu işletmeler; prim yatan kişinin ölümü halinde yakınlarına, belirli bir süre sonra hayatta kalması halinde ise kendisine, toplu bir para ödenmesini veya düzenli gelir sağlayan işletmelerdir. Fakat son zamanlarda hayat sigortacılığı, önemini yitirmeye başlamıştır. Bunun birinci nedeni; primlerin enflasyon ortamında değer yitirmesi sonucu işletmeciler açısından cazibesini yitirmesidir. İkinci nedeni ise; sosyal güvenlik kurumlarının yaygınlaşması, bireyler açısından hayat sigortası işletmelerinin cazibesini yitirmesine neden olmuştur.

**(ii) Mal ve Kaza Sigortası İşletmeleri:** Sigorta ettirenin uğrayacağı bir kaza, hastalık, maddi çıkarlarına zarar verecek bir olayın meydana gelmesi halinde, gerek kendisine ve gerekse yakınlarına belirli bir miktar para ödenmesini veya düzenli bir gelir sağlanmasını sağlayan işletmelere, kaza sigortası işletmeleri denir<sup>81</sup>. Mal sigortası işletmeleri ise; sigorta ettirenin sigorta ettirdiği mala, herhangi bir kaza

<sup>78</sup> Aşikoğlu, s. 16.

<sup>79</sup> Mehmet Bolak, *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Basım-Yayım-Dağıtım A.Ş., 2. Baskı, İstanbul, 1994, s. 43.

<sup>80</sup> Targan Ünal, *Sigorta Sektörünün Ekonomik İşlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi*, İTO, Yayın No: 4, İstanbul, 1994, s. 22.

<sup>81</sup> Seyidoğlu, s. 466.

\* Bu 11 ülke şunlardır; ABD, Japonya, Almanya, İngiltere, Fransa, Kanada, İtalya, G. Kore, Avusturalya, Hollanda, İsviçre.

veya doğal afet sonucu zarar gelmesi halinde, bu zararı karşılayan veya asgariye indiren işletmelerdir. Bu işletmeler, muhtemel zararlar için daha çok karşılık ayırırlar. Finansal yatırımlarını ise, likiditesi yüksek menkul kıymetlere yatırmayı uygun bulurlar.

### **b- Bankalar**

Bankacılık sektörü; sanayi, tarım, ticaret, ulaştırma, inşaat vb. alanlarda, modern ve büyük işletmelerin gelişmesi, nüfusun ve nüfus başına üretimin artması, piyasaların gelişerek ve genişleyerek para ve kredi ihtiyaçlarının artması sonucu gelişmiştir. Hemen hemen her ülkede banknot ihracında imtiyaz sahibi Merkez Bankası ile ekonomideki para ve kredi ihtiyacını karşılayan mevduat ve ticaret bankaları bulunur<sup>82</sup>. Bunların yanı sıra bir de sermaye piyasasının henüz gelişmediği ekonomilerde kredi arzı ve talebini karşılaştırmada aracılık eden yatırım ve kalkınma bankaları mevcuttur.

Türkiye’de bilanço büyüklüklerine göre banka gruplarının sistem içerisindeki yüzde olarak payları, 30.09.1994 ve 30.09.1995 tarihleri itibariyle aşağıda verilmiştir<sup>83</sup>:

	30.09.1994	30.09.1995
Kamusal sermayeli mevduat bankaları	40.6	39.0
Özel       ”       ”       ”	47.7	50.3
Yabancı   ”       ”       ”	3.4	3.6
Kalkınma ve yatırım bankaları	8.4	7.1

Sistem içerisinde özel sermayeli mevduat bankaları en büyük paya sahip iken, kamusal sermayeli mevduat bankaları hemen arkasından gelmektedir. Kalkınma ve yatırım bankalarının payı % 7.1’dir. Oysa kalkınma ve yatırım bankalarının ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesinde çok önemli görevleri vardır. Sistem içindeki payının hissedilir bir büyüklükte olmaması, kalkınmanın finansmanında iyi bir rol oynamamasına neden olur.

<sup>82</sup> Avni Zarakolu, **Bankacılar İçin Para ve Kredi Bilgisi**, T. İş Bankası A.Ş. Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No:232, Ankara, 1989, s. 61.

<sup>83</sup> Hazine Müsteşarlığı, **Türk Bankacılık Sisteminin Mali Yapısı ve Gelişimi 1995/III**, Bankalar Yeminli Murakıplar Kurulu Başkanlığı, Aralık 1995, s. 1.

### (1) Merkez Bankaları

Merkez Bankaları, tüm dünyada finansal sistemin başında yer alan kurumlardır. Sistemin başında yer almalarının birinci nedeni; tedavüldeki paranın esası olan banknotu çıkaran tek kuruluş olmalarıdır. İkinci nedeni ise; hemen her ülkede para ve kredi politikalarının yürütücüleri ve denetleyicileri olmalarıdır<sup>84</sup>. Merkez Bankaları, fon toplayıp, dağıtmazlar. Ekonomideki likidite ihtiyacını karşılarlar<sup>85</sup>. Günümüzde Merkez Bankaları, kar amacı gütmeyen, nihai bir kredi kurumu olmayan, para arzını ekonominin ihtiyacına göre ayarlayan, kredi alışverişlerinin düzgün bir şekilde işlemlerini sağlayan kuruluşlardır.

Merkez Bankaları, tedavüldeki para miktarını ayarlamaları yanında, ticari bankaların kaydi para yaratabilme güçlerini etkileyebilirler. Bu yönleriyle her türlü para arzını denetleyebilme gücüne sahiptirler. Diğer taraftan Merkez Bankaları, ticari bankaların kendi kaynaklarını tüketmeleri halinde, başvurabilecekleri bir kuruluştur.

Devletin ve bankaların bankası olan Merkez Bankaları, halka doğrudan kredi açmazlar. Çünkü ticari bir kurum gibi kar amaçları yoktur. Kamu yararına çalışırlar. Devletin izlemiş olduğu ekonomik ve sosyal politikalara uygun olarak, para ve kredi politikaları izlerler.

Merkez Bankaları, ticari bankaların genel dispoñibilite ve münzam karşılıklarını saptamak işlevinin yerine getirirken, finans kesimini etkilerler. Açık piyasa işlemleri ile ve ticari bankaların yatırdığı mevduat karşılıklarını orta ve uzun vadeli kredilere plase ederek, sermaye piyasasına doğrudan etkide bulunabilirler. Dolaylı etkileri ise; para arzı ve faiz oranlarında izledikleri politikalarla ve kendilerinin ticari bankalara akıttıkları fonları denetleyerek, finansal araçların sermaye piyasasındaki faaliyetlerini etkileyebilirler<sup>86</sup>.

Türkiye’de Merkez Bankası’nın üstlendiği görev ve yetkilerinden bazıları şunlardır;

<sup>84</sup> Mustafa Çıkrıkçı, **Türk Banka Sistemi ve Endüstriyel Verimlilik**, Trabzon, Kasım 1989, s. 35.

<sup>85</sup> Kemalettin Çonkar, **Kalkınma Bankacılığı ve Türkiye’deki Uygulama**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 374, Eskişehir, 1988, s. 40.

<sup>86</sup> Evin Öncüler ve Şahap Tezer, **Sermaye Piyasası**, T. İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü, Ankara, 1984, s. 14.

1-Para ve kredi politikalarını, Kalkınma planları ile Yıllık Programlara uygun olarak yürütmek<sup>87</sup>. Bankaların para ve kredi politikalarını yönetme görevi çerçevesinde; gerçek ticari faaliyetlere kredi açma, açılan kredileri kontrol etme, reeskont, iskonto ve faiz oranlarını belirleme yetkileri vardır.

2-Milli paranın hacim ve tedavülünü belirlemek.

3-Hükümetin ekonomik ve mali danışmanlığını, mali ajanlığını ve hazinedarlığını yapmak,

4-Hazineye ve diğer kamu kuruluşlarına kısa vadeli krediler açmak,

5-Bankaların nakit rezervlerini saklamak,

6-Takas odası ve kliring kurumu görevlerini yapmak,

7-Devletin altın ve döviz rezervlerini saklamak.

## **(2) Ticari Bankalar**

Mevduat bankaları diye adlandırılan ticari bankalar, az gelişmiş ülkelerin finansal sistemi içerisinde önemli bir yere sahiptirler. Vadeli ve vadesiz mevduat hesaplarında topladıkları fonları, krediler ve iştirakler yoluyla yatırımlara aktarmada aracılık ederler.

Bütün ticari bankaların belli başlı iki fonksiyonu vardır; borç almak ve borç vermek. Borç almak, mevduat toplama şeklinde; borç vermek ise, ihtiyaç sahiplerine kısa, orta veya uzun vadeli fon aktarma şeklinde gerçekleşir<sup>88</sup>. Ticari bankalar, bu iki asli fonksiyonları yanı sıra, günün gerektirdiği bir takım bankacılık işlemlerini de yerine getirirler. Bu işlemler içerisinde en yaygın olanları; menkul kıymetler portföyü işletmeleri, kıymetli evrak saklamaları, havale, garanti ve ciro işlemleridir.

Finans piyasaları içerisinde ticari bankalara, para piyasası kurumları nazarıyla bakılır. Ancak para ve sermaye piyasaları arasında çok yakın ilişkilerin var olması, ticari bankaların da sermaye piyasasında faaliyet göstermelerini zorunlu kılmıştır. Bunun nedeni de; artık çağdaş ekonomilerde ticari bankalar, klasik (kısa vadeli fon arzına aracılık etme) fonksiyonundan sıyrılmış ve ekonomik, mali ve sosyal gelişmelere paralel olarak, işlevlerine yeni boyutlar kazandırmışlardır.

Bu çerçevede ticari bankalar, tipik bir finansal pazarlamacı kurum gibi hareket ederek, menkul değer arzına aracılık etmektedirler. Örneğin; Türk finans

---

<sup>87</sup> T. C. Merkez Bankası Kanunu, m. 40/1.

sistemi içerisinde yer alan yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kanunu (m.35) gereğince, sadece bankalar tarafından kurulabilmekte ve işletilebilmektedirler<sup>89</sup>.

### (3) Kalkınma ve Yatırım Bankaları

Az gelişmiş ülkelerde üretim faktörlerinden sermaye ve girişimci yetersizliği, bu ülkelerin kalkınmalarının en önemli engelleyicileridir. Finansal sistemde faaliyet gösteren ticari bankalar, kalkınmada önemi bulunan yatırımlara uzun vadeli finansman sağlamamaktadırlar. Gelişmiş ekonomilerde ise, sermaye ve girişimci yetersizliği, sermaye piyasası aracılığı ile giderilmiştir. Sermaye piyasasının henüz gelişmediği az gelişmiş ülkelerde ise bu boşluk, kalkınma ve yatırım bankalarınınca giderilebilmektedir.

Genel olarak kalkınma ve yatırım bankaları, işletmelere uzun vadeli finansman sağlayan kuruluşlardır. Ekonomik kalkınmayı hızlandırabilecek yatırım projelerine orta ve uzun süreli fon transferi sağlarlar ve projeler için gerekli teknik yardımlarda bulunurlar. Bu bankalar kaynaklarını devletten, ticari bankalardan ve uluslararası finans kuruluşlarından sağlarlar. Başlıca fon kullanımları ise; verimli projelere orta ve uzun vadeli krediler açmak, menkul kıymet satın almaktır.

Kaynak kullanımlarında izledikleri politika gereği, desteklenecek yatırım projesinin ekonomik kalkınmayı hızlandıracak nitelikte olması veya öncelikli alan ve sektörlerde bulunması gerekir. Bu özelliklerinden dolayı kalkınma ve yatırım bankaları, para ve kredi piyasasının değil, sermaye piyasasının finansal kurumları olarak kabul edilirler. Kalkınma bankaları, sermaye piyasası gelişmemiş olan az gelişmiş ülkelere özgü bir finansal kurum olup, genellikle devletin özel çabaları ve çıkardığı özel yasalarla kurulurlar. Yatırım bankaları ise; 19. yüzyılda sını kapitalizm ile paralel bir gelişme göstermiş olup, bugün sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde faaliyette bulunurlar<sup>90</sup>.

Az gelişmiş ülkelerin kalkınma sorununu amaç edinen kalkınma bankaları, 1950'lerden itibaren kurulmaya başlanmıştır<sup>91</sup>. Bu amaç doğrultusunda -özellikle mali kurumlardan- endüstriye finansman sağlayarak, sermaye piyasasının

<sup>88</sup> Tezer Öçal ve Ö. Faruk Çolak, *Para-Banka*, İmge Kitabevi, I. Baskı, Ankara, 1988, s. 21.

<sup>89</sup> Çıkrıkçı, s. 38.

<sup>90</sup> Halil Çivi, *Türkiye'de Bankacılık (Teori, Uygulama ve Sonuç)*, Cumhuriyet Üniversitesi, Yardımcı Ders Kitabı, Yayın No: 1, Ankara, 1985, s. 55.



gelişmesine yardımcı olurlar ve ekonominin sürükleyici sektörlerini teşvik ederler.

Kalkınma bankaları, kendi çıkarmış oldukları menkul kıymetleri satarak veya diğer teşebbüslerin çıkarmış olduğu menkul kıymetlerin satışını kendi portföylerinden yaparak, sermaye piyasasını teşvik edici rol oynarlar. Dolayısıyla sermaye piyasasını geliştirmesi ve yaygınlaştırması, tasarruf artışını teşvik etmesi ve oluşturulan fonları en verimli alanlarda kullanması bakımından, az gelişmiş ülkeler için kalkınma bankaları son derece önemlidirler<sup>92</sup>.

Az gelişmiş ülkelere özgü bir finansal kurum olan kalkınma bankalarının temel işlevleri şunlardır<sup>93</sup>:

1-Sanayi sektörüne uzun vadeli kredi sağlamak,

2-İç kaynakları harekete geçirerek, sanayi sektörüne yönlendirmek,

3-Sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmak,

4-Girişimcilere teknik yardımda bulunmak,

5-Yeni yatırım alanlarında öncülük yapmak,

6-Hükümetlerin kalkınma planlarının uygulanması ve gerçekleştirilmesine yardımcı olmak,

7-Uluslararası finansman kurumlarına aracılık etmek.

Yatırım bankaları, faaliyetlerini kendi özkaynakları ile sürdürürler. İşletmelere kredi vermekle beraber, onların uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için çıkaracakları menkul kıymetleri, sermaye piyasasında pazarlarlar veya bu menkul kıymetleri kendileri satın alıp, daha sonra yatırımcılara satarlar. Yatırım bankalarının temel işlevleri şunlardır<sup>94</sup>;

1-Tasarrufların menkul kıymetler aracılığıyla fon gereksinimi duyan işletmelere akmasını sağlamak,

2-Sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak,

3-Menkul kıymetlerin geniş kitlelere dağılımını sağlamak,

4-Gerek girişimcilere ve gerekse tasarruf sahiplerine danışmanlık hizmetlerinde bulunmak,

<sup>91</sup> Çonkar, s. 2.

<sup>92</sup> A. P. Thirlwall, **İktisadi Kalkınmanın Finansmanı**, (Çev: Tülay Arın), Akbank Kültür Yayınları, Macmillan Kültür Serisi, İstanbul, 1980, s.26-27.

<sup>93</sup> Niyazi Çömez, "İhtisas Bankalarının Türkiye Ekonomisi İçerisindeki Yeri", **1992-1993 Hesap Uzmanları Kurulu Konferansları-III**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Yayın No: 327, Ankara, 1993, s.76.

<sup>94</sup> Çömez, s.79.

5-Menkul kıymetlere yatırım yapanların çıkarlarını korumaktır.

### c-Sosyal Güvenlik Kurumları

Sosyal güvenlik kurumları; kişilere gelirleri ne olursa olsun, bir takım güvence sağlayan kurumlardır<sup>95</sup>. Bu kurumlar, üyelerinden topladıkları primleri derhal sosyal güvenlik harcamalarına tashih etmemektedirler. Çünkü; primlerin toplandığı an ile harcanması arasında zaman farkı vardır.

Böylece toplanılan bu fonların da, gelir getirici alanlara yatırılma imkanları doğar. Bu gelir getirici alanların başlıcaları devlet tahvilleri, hazine bonoları, rantabilitesi yüksek menkul ve gayrimenkullerdir. Ancak bugün için toplanılan bu meblağlar, düşük faizlerle getiri sağlayan tahvillerle, hisse senetlerine ve banka likitlerine yatırıldığı ve rantabilitesi yüksek alanlarda kullanılmadıkları için, enflasyona karşı korunamamaktadırlar<sup>96</sup>.

Avrupa Topluluğu'na üye bazı ülkelerin ve Türkiye'nin sosyal güvenlik harcamalarının GSMH'ları içerisindeki payları Tablo 1-3'te gösterilmiştir.

Tablo I. 3

AT'a Üye Bazı Ülkelerde ve Türkiye'de Sosyal Güvenlik Harcamalarının (\*)  
GSMH'ları İçerisindeki Payı

Ülkeler	Yıllar İtibariyle		
	1986	1988	1990
Belçika	29.5	27.8	-
Almanya	26.7	28.8	28.8
Fransa	28.5	28.0	28.0
Hollanda	30,9	30.9	31.2
İngiltere	24.4	22.2	-
Portekiz	16.4	17.1	17.0
AT Ortalaması (**)	25.8	25.3	-
Türkiye (***)	3.9	4.4	6.8

Kaynak: İlyas Çelikoğlu, Sosyal Güvenlik Sistemlerinin Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması, DPT, Sosyal Sektörler ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2355, Eylül 1994, Ankara, s. 32.

(\*) Sosyal güvenlik harcamaları, ayni ve nakti sosyal güvenlik yardımlarını, idari harcamaları ve diğer harcamaları kapsamaktadırlar.

(\*\*) AT ortalamasına giren 12 ülke şunlardır; Belçika, Danimarka, Almanya, Yunanistan, İspanya, Fransa, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, İngiltere.

(\*\*\*) Sosyal güvenlik harcamalarına, memurlara yapılan sağlık harcamaları ve 2022 sayılı Kanun'a göre yapılan harcamalar alınmıştır.

Avrupa ülkelerinde bu oran ortalama olarak %25 civarında iken; Türkiye'de

<sup>95</sup> Kenan Tunçomağ, Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Sigortalar, 5. Basım, Beta Basım- Yayım- Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1990, s. 5.

<sup>96</sup> Emel Danışoğlu, "Sosyal Güvenlik Sisteminde Gelişmeler", Planlama Dergisi, DPT Yayını, Eylül 1990, Sayı: 26, Ankara. sb 69.



%6 civarındadır. Bu ise, Türkiye'de henüz sosyal güvenlik bilincinin yerleşmediğini gösterir. Bir ülkenin ekonomik açıdan gelişmişliği ile sosyal güvenlik sisteminin yaygınlığı arasında pozitif bir bağlantı vardır. Tablo III.3'te yer alan Türkiye dışındaki ülkelerin sosyal güvenlik harcamaları, GSMH'lerinin büyük bir kısmını oluşturmaktadır.

Sosyal güvenlik kurumları aracılığıyla, gelirin yeniden bölüşümü sağlanır. Gençlerden, yaşlılara; sağlığı yerinde olanlardan, hastalara; çalışanlardan, çalışamayacak durumda olanlara gelir aktarımı ile bir gelir dağılımı söz konusudur<sup>97</sup>. Son yıllarda bu kurumların açıklarının devamlı bir artış göstermesinin nedenleri; geçmiş yıllarda uygulanan erken emeklilik uygulamaları, emekli maaşlarındaki katsayı sistemine bağlı olarak ödenen primlerden bağımsız getirilen artışlar, prim karşılığı alınmadan ödenen sosyal yardım zamları, pasif - aktif ve aktif - bağımlı dengelerindeki bozukluklardır.

Sosyal güvenlik kurumlarının harcamaları içerisinde en büyük paylara sahip programlar şunlardır; emeklilik sigortası, sağlık sigortası, işsizlik sigortası, aile yardımları, fakirlikle mücadele, sosyal hizmet ve yardımlardır. Gelişmiş ülkelerde sosyal güvenlik fonları, GSMH içerisinde önemli boyutlara ulaşmıştır.

Sosyal güvenlik kurumları, işi ve işverenlerden topladığı fonlarla, üyelerine yardım yapma ve hizmet sunma görevlerini en iyi şekilde yerine getirmek durumundadır. Ülkenin ekonomik ve sosyal koşullarına en uygun finansman politikaları izleyerek, gelir ve giderleri arasında sağlam ve akılcı bir denge kurmak zorundadırlar<sup>98</sup>. Bu konuda kapitalizasyon ve dağıtım şeklinde iki yöntem vardır.

Kapitalizasyon (biriktirme) yönteminde, sosyal risklerin ileride doğurabileceği ödemeleri karşılayabilmek için, bir fon oluşturulur. Oluşturulan bu fon bireysel olabileceği gibi, toplu da olabilir. Bireysel fon oluşturmada; her birey için ayrı bir hesap tutulur ve giderler bu fondan karşılanır. Fakat bu yöntem sosyal güvenlik anlayışına ters düştüğü için, pek kullanılmamaktadır. Toplu kapitalizasyon

---

<sup>97</sup> Danışoğlu, s.69.

<sup>98</sup> A. Can Tuncay, *Sosyal Güvenlik Hukuku Dersleri*, Beta Basım, Yayım, Dağıtım A.Ş., 6. Bası, İstanbul, 1994, s. 132.

yönteminde tüm gelirler ortak bir fonda toplanır. Oluşturulan bu fon, üyeler ile diğer hak sahiplerine yapılacak yardımların karşılığını oluşturur.

Dağıtım yönteminde, paranın değer kaybetmesinden doğan zararlardan koorunmak için, belli bir yılın gelirleri, yine aynı yılın giderlerinde kullanılır. Bu yöntemde gelir-gider dengesinin kurulması esastır. Kural olarak ihtiyat fonları oluşturulmamaktadır. Fakat sakatlık ve hastalık gibi beklenilmeyen giderler söz konusu olduğu zaman, bir takım yedeklerin ayrılmasını kabul eden uygulamalar da mevcuttur<sup>99</sup>.

### 3- VERGİLER

Vergi; kamusal hizmetleri gerçekleştirmek amacıyla, kamunun egemenlik gücüne dayanarak, gerçek ve tüzel kişilerden karşılıksız olarak aldığı, cebri niteliğe sahip para şeklindeki ödemelerdir<sup>100</sup>.

Devlet, fiskal ve ektrafiskal amaçlarına ulaşabilmek için vergi toplar. Fiskal (mali) amaçlar; devletin klasik nitelikteki adalet, diplomasi, savunma, ulaşım, eğitim, sağlık gibi kamu hizmetlerini kapsar. Vergilerin kamu ihtiyaçlarının karşılanması olan mali niteliği yanında; ekonomik ve sosyal niteliği de vardır. Bu ise devletin gerçekleştirmek istediği ektrafiskal amaçlarıdır.

Devletin ektrafiskal amaçları; ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek, ekonomide istikrarı sağlamak, gelir dağılımını kişisel ve bölgesel düzeyde daha adil hale getirmektir. Bugün birçok iktisatçı, vergilerin iktisadi kalkınmanın finansmanını sağlaması konusunda hemfikirdirler. Çünkü vergiler sayesinde özel tüketim harcamaları azalmakta ve kaynaklar, devlete aktarılmaktadır.

Az gelişmiş ülkelerdeki vergi politikasının belli başlı amaçları şunlardır;

- 1- Kamu hizmetlerinin finansmanını sağlamak,
- 2- Tasarruf ve yatırımı teşvik etmek,
- 3- Ekonomideki enflasyonist baskıları önlemek,

<sup>99</sup> Ali Güzel ve Ali Rıza Okur, *Sosyal Güvenlik Hukuku*, Beta Basım, Yayım, Dağıtım A.Ş., 4. Bası, İstanbul, 1994, s. 76.

<sup>100</sup> Abdurrahman Akdoğan, *Kamu Maliyesi*, Gazi Üniversitesi Yayın No:135, 3. Baskı, Ankara, 1989, s. 93

4- Gelir ve servet dağılımındaki eşitsizlikleri gidermek<sup>101</sup>,

5- Tüketimi kısarak veya asgariye indirerek, iktisadi kaynakların yatırımlara gitmesini sağlamaktır<sup>102</sup>.

İktisadi kalkınmanın finansmanında vergilerden beklenen en önemli fonksiyon, tüketimi azaltıcı, tasarruf ve yatırımı artırıcı mahiyette olmalarıdır. Tasarrufun artırılması, gelirin mümkün olduğunca az tüketilmesine bağlıdır. O halde vergiler aracılığıyla, zorunlu mal ve hizmetler dışında kalan mal ve hizmet tüketiminin minimize edilmesi gerekir.

İlk anda tüketim vergileri ile kalkınmanın finansmanı arasında bir çelişkinin olduğu söylenebilir. Çünkü tüketim vergileriyle tüketim kısıllacak olursa, üretilen mal ve hizmetlerde bir azalma gözlenecektir. Bu da, yatırımların düşük düzeyde gerçekleşmesi demektir. Az gelişmiş ülkelerin, tüketimi kısarak, üretimi artırma amaçlarına ulaşabilmeleri için; ihracı mümkün olan mallar tüketimi ile ithal malları tüketimini kısmaları gerekir<sup>103</sup>.

Vergiler, tasarruf ve yatırımları teşvik etmelidirler. Muafiyet ve istisna gibi vergi kolaylıkları sağlamak suretiyle, tasarrufçu ve yatırımcı kesimi olumlu etkileyecek kararlar alınmalıdır. Çünkü her iki kesimin kararlarını, kar maksimizasyonu belirlemektedir. Vergiler ise, getirdikleri vergi yükümlülükleriyle kar maksimizasyonu amacını olumsuz yönde etkilemektedirler<sup>104</sup>. Ekonomik kalkınma, önemli harcamaların yapılmasını gerektirir. Önemli harcamalar için ise güvenilir ve devamlı finansman kaynağına ihtiyaç vardır. Vergiler, bu ihtiyacı karşılayacak, önemli bir finansman kaynağıdır.

Vergileme, tasarrufu şu yollarla etkileyebilir:

- 1-Tüketim malları fiyatlarını artırıp-azaltıcı vergi politikalarıyla,
- 2-Vergileme yani cebri tasarruf yoluyla,
- 3-Gelirleri artırıp-azaltıcı vergi politikalarıyla.

Fakat az gelişmiş ülkelerde vergileme yani cebri tasarruf yoluyla kalkınmanın finansmanının sağlanması, oldukça dikkat ister. Nedeni ise; bu ülkelere

<sup>101</sup> Ataç, s. 217.

<sup>102</sup> Türk, 1989, s.277.

<sup>103</sup> Savaş, 1986, s. 80.

<sup>104</sup> Mecit Eş, *Türkiye'de Vergilerin Sermaye Piyasasının Gelişmesine Etkileri (Gelir Ve Kurumlar Vergisi Açısından)*, Anadolu Üniversitesi Yayın No:227, Eskişehir, 1987, s. 41.

has, gelirin düşük olmasından kaynaklanır. Azgelişmiş ülkelerde gelir o kadar düşüktür ki; kişilerin ancak zaruri ihtiyaçlarına cevap verebilmektedir. Ekonomik kalkınmaya uygun bir vergi politikası konusunu Amerikan maliyecileri Colm ve Helzner tartışmışlar ve düşüncelerini bir rapor haline getirmişlerdir. Bu maliyecilere göre, kalkınma için izlenecek vergi politikaları, üç aşamada incelenir<sup>105</sup>:

**I. Aşama:** Her kalkınma, başlangıcında yatırımlara dayanır. Yatırım hızının artırılması, ancak tasarrufların artırılmasına bağlıdır. Bu da, tüketimi cezalandırıcı vergilerin konmasını gerektirir. Bu arada şahsi gelirlere ve şirket kazançlarına konan vergiler hafif olmalıdır.

**II. Aşama:** Bu aşamada, sanayileşme hızlanıp, yatırımların finansman ihtiyacı zayıflar. Bu dönemde artan oranlı şahsi gelir vergileri ile veraset ve intikal vergileri artırılmalı, tüketim üzerinden alınan vergiler hafifletilmelidir.

**III. Aşama:** Bu dönemde çalışanların gelirleri en az geçim indirimi düzeyinin üzerinde olup, vergi ödeme güçleri artmıştır. Toplam vergi gelirleri içinde de zengin sınıfın payı azalmıştır. Bu dönemde izlenecek vergi politikasıyla, gelir ve kurumlar vergisi, zenginleri cezalandırmaktan vazgeçip, gelir elde eden herkesi vergilendirecek bir durum almalıdır.

#### 4- ENFLASYON

Genel olarak enflasyon; cari fiat düzeyi üzerinde, toplam talebin toplam arzdan büyük olması olarak tanımlanır. Eğer bir ekonomi ılımlı bir enflasyon içine girer ise; ekonomide istihdam ve genel fiat düzeyi yükselmektedir. Böylece girişimcilerin karları azalmakta, işçiler ise işsizliğe karşı daha hassas oldukları için ücret artışları konusunda, daha az talepte bulunmaktadır. Bütün bunlar ekonomide toplam tasarrufların, dolayısı ile yatırımların artması demektir. Bu da sermaye birikiminin artması ve dolayısıyla ekonominin hızlı bir kalkınma süreci içine girmesi demektir.

Ekonomide görülen nisbi fiat artışları girişimci açısından, daha yüksek kar demektir. Dolayısıyla girişimciler, artan karlarını tüketmeyip yeni yatırımlara yatırırlar ise, enflasyon kalkınmayı teşvik edici bir mahiyet kazanır. Girişimcilerin

<sup>105</sup> Akdoğan, ss. 267-268.

artan karlarını tüketmeyip tasarruf yapmalarının nedeni; bu sınıfın tasarruf meylinin, ücretlilerden daha büyük olmasıdır.

Enflasyon, gelir dağılımını da girişimci lehine değiştirir. Sabit gelirlili işçi ve memur ile tüketim maddesi üreten köylü sınıfının aleyhine, sanayici ve tüccar sınıfının gelirini yükseltir. Tüccar ve sanayici denilen girişimci sınıfın marjinal tasarruf meylili, diğer sınıflara göre yüksek olduğu kabul edilir. Buna göre enflasyon, gelirleri yeniden dağıtırken, tasarrufların da artmasını sağlar<sup>106</sup>.

Enflasyon, kalkınmanın finansmanına bir diğer katkısını, üretim faktörleri üzerinde gösterir. Üretim faktörlerinin sektörlerarası akışını gerçekleştirir. Böylece daha verimli sektörlerle aktarılan üretim faktörleri, üretim artışını sağlar<sup>107</sup>. Tasarruflarının reel değerini koruyamadığını gören kişiler, mevcut tasarruflarını da tüketme eğilimine girerler. Bu olay her ne kadar enflasyonun olumsuz etkileri içerisinde yer alsada, mal ve hizmetlere bir hücum olması dolayısıyla, müteşebbislerin karları artar.

Enflasyon, tasarrufların arttırılmasını dolaylı bir şekilde de gerçekleştirebilir. Enflasyonist bir ortamda hükümetlerin para arzını arttırmaları, doğrudan kalkınmanın finansmanını sağlayabilir. Böylece gelir ve servet dağılımında tüketimi kısıtıcı, tasarrufu artırıcı bir rol oynayarak, enflasyon sermaye birikimine katkıda bulunabilir<sup>108</sup>.

Bütün bu anlatılanlar, enflasyonun "ılımlı" bir seyir izlediği sürece geçerlidir. Yoksa dört nala (sıcak) enflasyon sürecinde, enflasyonun zararları ölçülemeyecek boyuttadır.

## 5- SERMAYE PİYASASI

Sermaye piyasası, tasarruf açığı bulunan girişimcilerin menkul kıymet ihraç ederek, gerekli olan fonun tasarruf sahiplerinden sağlanmasına imkan veren bir finans piyasasıdır<sup>109</sup>.

<sup>106</sup> Özhan Uluatam, *Enflasyon ve Devlet Gelirleri*, Ankara, 1981, s. 9.

<sup>107</sup> Savaş, 1986, s. 72.

<sup>108</sup> Aşıkoğlu, s. 72.

<sup>109</sup> Cevat Sarıkamış, *Sermaye Pazarları*, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Yayın No:111, İstanbul, 1980, s. 3.

Az gelişmiş ülkelerin kalkınma sürecinde sürükleyici unsuru, sanayileşmedir. Sanayileşme ile sermaye birikimi arasında sıkı bir bağ vardır. Sermaye birikiminin artırılmasında; tasarrufların özendirilmesi için alınacak tedbirler ve tasarrufların değerlendirilmesi için kurumsal bir altyapının oluşturulması büyük önem taşır.

Bir ekonomide üretimin sürekli artırılması; verimli, üretken ve istihdam edici sektörlerle yatırım yapılmasına bağlıdır. Çünkü yatırım demek; bina, arsa, arazi, makina ve teçhizat gibi diğer üretim faktörlerinin (emek, müteşebbis, toprak) üretim için kullanılması demektir. Yatırımlar ise tasarrufa, yani az tüketmeye bağlıdır<sup>110</sup>. Günümüz ekonomilerinde yaşanan buhranlar; üretimden çok tüketme arzu ve eğilimlerinin artmasına, dolayısıyla tasarruf yapılmamasına, yapılan tasarrufların da hızla yatırımlara dönüştürülmemesine bağlıdır.

Sermaye piyasası, ekonomideki mevcut tasarrufların, yatırım yapacak olanların eline geçmesini sağlayan bir piyasadır. Fon arz ve talebi, menkul kıymetler adı altındaki araçlar yardımıyla karşılaşır. Böylece tek başlarına ekonomiye faydası olmayan küçük tasarruflar, menkul kıymetlere yatırılarak, damlalardan göller meydana getirilir<sup>111</sup>.

Sermaye piyasası, fazla alternatifi olmayan küçük tasarrufların verimli yerlere aktararak, sahiplerine bir ek gelir getirmesine imkan sağlar. Yatırım yapmaya bilgisi, tecrübesi, zamanı ve sağlığı uygun olmayan tasarruf sahipleri, sermaye piyasası sayesinde herhangi bir teşebbüs ve idare sorunu ile karşılaşmadan tasarruflarını değerlendirebilmektedirler.

Sermaye piyasası kanalıyla tasarruflarını yatırımlara aktaran kişilerin sayısının azımsanmayacak kadar çok olması, yüklenilecek riskin de asgariye inmesine neden olacaktır. Ayrıca, atıl kalan tasarrufların, enflasyonist baskıya yenik düşebilir. Sermaye piyasasının, tasarrufların reel değerini muhafaza etmek gibi bir avantajı da vardır.

---

<sup>110</sup> Demirkan, s. 5.

<sup>111</sup> Karslı, s.20.



Bir ekonomide sermaye piyasasının gelişebilmesi; sermaye arz edecek kişi ve kurumların çoğalmasına, tasarrufları teşvik eden kurumların yaygın hale getirilmesine ve sermaye talep edecek kurumların çoğalmasına bağlıdır.

Sermaye piyasasının henüz yeni geliştiği ekonomilerde kalkınma ve yatırım bankaları, sermaye arz ile talebini karşılaştıran, aracı mali kuruluşlardır. Az gelişmiş ekonomilerde toplam yatırımların artırılması için bu tür bankalara şiddetli ihtiyaç vardır. Bir ekonomide tasarruf ve yatırımların artırılarak, sermaye birikiminin sağlanması ve üretimin artırılması için, etkin bir şekilde çalışan sermaye piyasasına ihtiyaç vardır<sup>112</sup>. Böylece sermaye piyasası, ekonomik kalkınma için gerekli şartları sağlamış olur.

### **B-DIŞ FİNANSMAN KAYNAKLARI**

Az gelişmiş ülkelerin dış finansman kaynaklarına başvurmalarının başlıca nedenleri şunlardır;

- 1- Kalkınmanın ön koşullarından olan büyük ölçekli alt yapı yatırımlarına, eğitim, sağlık gibi sektörlere yatırım yapılması,
- 2- Kalkınma planları çerçevesinde imalat sanayiinde yapılması gereken yatırımların, makina-teçhizat, yedek malzeme gibi, ithalat taleplerini artırması,
- 3- Ülkede yapılan yatırımlar sonucu, milli gelirin artması ve bunun da ithal malları talebini artırması,
- 4- Az gelişmiş ülkelerin ihracat mallarının talep esnekliğinin düşük, ithal mallarının talep esnekliğinin yüksek olması nedeniyle, dış ticaretin az gelişmiş ülke aleyhine dönmesi,
- 5- Son olarak ta artan dış borç servis yüklerinin ödenmesi için, tekrar dış finansmana başvurulmasıdır.

Dış finansman; ülke kaynaklarından üretim için kullanılacak sermayenin, ihtiyaçlara cevap verememesi durumunda, bu sermayenin ülke dışındaki kaynaklardan sağlanmasıdır. Bu bölümde ele alınan finansman kaynakları, kalkınmaya yönelik olduğu için, burada uluslararası mali kuruluşlar ile dış yardım ve yabancı sermaye üzerinde durulacaktır.

---

<sup>112</sup> Aşkoğlu, s. 14.



## 1-ULUSLARARASI MALİ KURULUŞLAR

'Az gelişmiş ve gelişmiş ülkeler' ayrımı, özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra belirginleşmeye başlamıştır. Bugün için dünyanın büyük bir kısmını oluşturan az gelişmiş ülkeler ve bunların kalkınma sorunları, uzun süre ihmal edilmiştir.

Gelişmiş ülkelerin önderliğinde, bu ülkelerin kalkınmalarının finansmanını sağlamak ve yavaşlamış olan uluslararası sermaye hareketlerini hızlandırmak amacıyla bir takım mali kuruluşlar kurulmuştur. Gelişmiş ülkelerdeki fon fazlaları, bu kuruluşlar aracılığıyla, az gelişmiş ülkelerin finansmanına aktarılmaktadır.

Uluslararası mali kuruluşların belli başlı amaçları şunlardır<sup>113</sup>;

1- Uluslararası ticarete karşılaşılan ödeme güçlüklerini ortadan kaldırmak ve uluslararası likidite oluşturmak,

2-Ekonomik yönden az gelişmiş ülkelerin kalkınmalarını sağlamak,

3-Ülkelerarası ekonomik entegrasyon, serbest ticaret ve iş birliği ilişkilerini sağlayarak, ortak karar alma ve iş birliğini teşvik etmektir.

Başlıca uluslararası mali kuruluşlar şunlardır; Dünya Bankası (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası), Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası Finansman Kurumu, Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı, Uluslararası Ödemeler Bankası, Avrupa Yatırım Bankası, Avrupa Kalkınma Fonu, Amerikan İhracat - İthalat Bankası, Afrika Kalkınma Bankası, Asya Kalkınma Bankası, İslam Kalkınma Bankası, Uluslararası Yatırım Fonu'dur.

Bu kuruluşlara örnek olarak Dünya Bankası ile Uluslararası Para Fonu'na kısaca değinilecektir..

### a- Dünya Bankası

Dünya Bankası ile Uluslararası Para Fonu'nun kurulmasına, 1944 yılında ABD'nin New Hampshire eyaletinin Bretton-Woods kasabasında yapılan konferans ile karar verilmiştir. Bu kuruluşlardan herhangi birisine üye olan ülke, diğerinin de üyesidir. Dünya Bankası; savaş sonrası imar faaliyetlerini gerçekleştirmek, az

<sup>113</sup> Önen, s.4.

gelişmiş ülkelerin kalkınmaları için gerekli finansmanı sağlamak ve uluslararası sermaye hareketlerini canlandırmak üzere kurulmuştur.

Dünya Bankası'nın işlevleri şunlardır<sup>114</sup>;

- 1- Ekonomik değeri olan yatırım projelerine kredi açmak,
- 2-Tahvil çıkararak, üye ülkelere borç vermek,
- 3-Özel girişimcilerin çıkaracakları tahvilleri satın alacak sermayedarlara güvence vermek; tahvil çıkaracak girişimcilerin hükümetlerinden güvence almak,
- 4- Üye ülkelerin ekonomik yapılarını düzeltmek, kalkınmalarını sağlamak ve savaş sırasında yıkılan şehirleri yeniden imar etmek,
- 5- Mahalli işletmelerin, yabancı sermaye ile desteklenerek, kalkınmalarını sağlamaktır.

Tablo I.4'te Türkiye'nin 1985-1989 yılları arasında Dünya Bankası'ndan sağlamış olduğu krediler ve bunların geri ödemeleri gösterilmiştir.

Tablo I. 4

Türkiye - Dünya Bankası İlişkileri (Milyon Dolar)

	1985	1986	1987	1988	1989 (*)
Sağlanan Kredi	698.50	1057.00	1069.40	1063.90	634.00
Fiili Kullanım	773.71	590.85	647.00	954.56	413.43
Geri Ödemeler					
Anapara	127.50	146.63	235.04	299.39	388.00
Faiz ve diğer	200.31	295.82	467.23	519.38	520.00
Toplam	327.80	442.40	702.20	818.77	908.00

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı

(\*) 31.12.1988 - 31.12.1989 arası 12 aylık

1985 yılında 698.50 milyon dolar kredi sağlamış ve aynı yıl, ana para ve faiz olarak 327.80 milyon dolar ödeme yapılmıştır. Diğer yıllarda sağlanan kredilerin limiti yükselmiş, buna bağlı olarak geri ödemelerde de artış olmuştur. 1988 yılında 1063.90 milyon dolar kredi sağlanmış, aynı yıl 818.77 milyon dolar geri ödemede bulunulmuştur. Bu tutarın 519.38 milyon doları faiz ve diğer ödemeleri oluştururken, ana para ödemesi 299.39 milyondur. Bu ise ana para ödemesinden daha fazla faiz ödemesinde bulunulduğunu gösterir.

<sup>114</sup> Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası, Maliye Bakanlığı, Tetkik Kurulu Başkanlığı, Yayın No: 1982- 237, Ankara, 1982.

### b-Uluslararası Para Fonu (IMF)

1944'te Bretton Woods'ta kurulmasına karar verilen IMF, 1945'te kurulmuş ve 39 ülkenin katılımı ile faaliyete geçmiştir. IMF'nin kuruluş anlaşmasının 1. maddesine göre amaçları şunlardır<sup>115</sup>;

- 1-Uluslararası para konularında danışma görevini yerine getirmek,
- 2-Uluslararası ticaretin dengeli gelişmesini sağlamak ve böylece üye ülkelerin tam istihdam ve kalkınma hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olmak,
- 3- Kambiyo kısıtlamalarını kaldınmak ve kambiyo istikrarını sağlamak,
- 4- Tek taraflı devalüasyonları önlemek,
- 5- Üye ülkelerin ödemeler bilançolarındaki dengesizlikleri gidermek amacıyla kredi vermektir.

Tablo I.5, Türkiye'nin Uluslararası Para Fonu'ndan sağladığı kredileri ve bunların geri ödenmelerini göstermektedir.

Tablo I. 5

#### Türkiye - IMF İlişkileri (Milyon SDR\*)

Toplam IMF Kotaları	89.987,6
Türkiye'nin Kotası	429,1
Sağlanan kredi (1947 - 1989)	3.206,7
Kullanım	2.674,1
31.8.1989 İtibariyle Geri Ödenen	2.544,9
31.8.1989 İtibariyle Bakiye Ödemeleri	
31.12 - 31.12.1989	31.8
1990	36.3

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı

\*Special Drawing Rights: Özel Çekme Hakları

Tablo I.5'te 1990 yılı itibariyle IMF'nin toplam kotası 89.987.6 milyon SDR, bu tutar içinde Türkiye'nin kotası ise 429.1 milyon SDR'dir. Türkiye'nin kotasının toplam kota içerisindeki payı, % 0.04'tür. 1994 yılında bazı ülkelerin kotası ve bunların toplam kota içindeki payları şöyledir; Türkiye'nin 642 milyon SDR (% 0.04), ABD'nin 26.5 milyar SDR (%18.3), Almanya'nın 8.2 milyar SDR (% 5.7), Japonya'nın 8.2 milyar SDR (% 5.2).

<sup>115</sup> Önen, s. 25.

## 2-DIŞ YARDIM

Geniş anlamda dış yardım; bir ülkeden bir diğer ülkenin yararlanması amacıyla yapılan sermaye, mal ve hizmet transferlerini içerir<sup>116</sup>. Bu tanıma göre dış yardım, hibe şeklinde olabileceği gibi borç şeklinde de olabilir. Dar anlamda dış yardım ise; genellikle hibe veya ödeme koşulları, az gelişmiş ülke ekonomilerine uygun olan sermaye akımlarıdır<sup>117</sup>. Bu tür sermaye akımlarına “soft loans” şeklinde krediler de denmektedir.

Soft loans adı verilen kredilerin diğer kredilerden farkı, faiz oranlarının düşük, ödeme süresinin de uzun olmasıdır. Ağır koşullar içeren kredileri ise “hard loans” denmektedir<sup>118</sup>. Fakat dış yardım çerçevesinde verilen kredilerde borç niteliği, yardım niteliğinden baskın olduğu için, çoğu kez dış borç kavramı içerisinde yer almaktadırlar<sup>119</sup>.

Dış yardımlar, sermaye birikimini artırarak az gelişmiş ülkelerin ekonomik kalkınmalarına katkı sağlarlar. Böylece bir yandan ülke kalkınmasında önemli yatırımlar finansa edilir, diğer yandan da kalkınma için gerekli olan mal ve hizmetlerin dış alımı sağlanır. Çünkü yardım yapılan ülkeden sağlanan dolaylı çıkarlar ve verilen yardımlar için ileri sürülen şartlar hesaba katıldığında, dış yardımların borç niteliği daha da artmaktadır.

## 3-YABANCI SERMAYE

Yabancı sermaye yatırımları; bir devletin veya bir şirketin üretimini ülke dışına yaymak üzere, yabancı ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut tesisleri satın almasına denir<sup>120</sup>. Diğer ülkelere sermaye akımı iki şekilde gerçekleştirilir. Birisi mali , diğeri fiziki yatırımlardır.

<sup>116</sup> “Foreign Aid”, *Encyclopedia Britannica Macropedia Knowledge in Depth*, Volume: 7, 15’ th Edition, 1983, p. 522.

<sup>117</sup> Üstün Dikeç, *Dış Yardımların Koordinasyonu ve Türkiye’ye Yardım Konsorsiyumu*, Gazi Üniversitesi, Yayın No: 40, Ankara 1984, s. 7.

<sup>118</sup> Charles p. Kindleberger, *Uluslararası İktisat*. Cilt: 2, (Çeviren: Nejdet Serin), Doğan Yayınevi, Ankara 1970, s. 189.

<sup>119</sup> Mustafa Kamalak, *Kamu Borçlanması*, Atatürk Üniversitesi, İİBF. Araştırma Merkezi Ders Notları No:130, Erzurum, 1987, s. 26.

<sup>120</sup> Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, Güzem Yayınları, İstanbul, 1994, s. 300.

Mali yatırım; para ve sermaye piyasası araçları aracılığı ile yabancı ülkelere yapılan sermaye akımlarını kapsar. Yabancı tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin satın alınması, sermaye piyasası araçları ile mali yatırımlara örnektir. Banka hesabı, mevduat sertifikası ve benzeri kısa süreli sermaye akımları, para piyasası araçları aracılığı ile yapılan mali yatırımlara örnektir.

Fiziki yatırım; genellikle çok uluslu şirketler tarafından ana merkez dışındaki ülkelerde, yönetimleri kendilerine ait olan fabrika ve üretim tesisi gibi şubeler kurmak şeklinde gerçekleştirilir.

Yabancı sermayenin ülke ekonomisine birçok yararları vardır. Bunlar; reel ücretlerin artması, üretimin ucuzlaması, kalitenin artması, piyasaya yeni mal girmesi, vergi gelirlerinin artması ve dışsal ekonomilerin oluşmasıdır<sup>121</sup>.

Ülke ekonomisi açısından yabancı sermayenin zararları ise şunlardır<sup>122</sup>; iç tasarruflara olumsuz etki yapması, yabancı sermayeyi teşvikin belli bir maliyeti gerektirmesi, ödemeler bilançosunun açık vermesi, gelir dağılımında adaletsizliğe neden olması ve üretim için gerekli teçhizatın yerli üretim faktörlerince karşılanmamasıdır.

Ülkelerarası mali yatırımların temel nedeni; iç ve dış piyasalardaki yatırım ve borçlanma koşullarının farklılığıdır. “Rizikonun aynı olduğu kabul edilirse, fon sahibi, dış yatırımlardan daha yüksek bir gelir elde ettiği durumlarda, fonlarını yabancı mali kaynaklara yatırır. Bunun gibi, dışarıdan kredi sağlama koşullarını iç piyasalara göre daha elverişli bulanlar, ihtiyaç duydukları kaynakları dış piyasalardan elde ederler”<sup>123</sup>.

---

<sup>121</sup> Savaş, 1986, ss. 96, 97.

<sup>122</sup> Savaş, 1986, s. 100.

<sup>123</sup> Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, Güzem Yayınları, İstanbul, 1994, s. 259.

## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASASI VE KALKINMA

#### I- MALİ PİYASA

##### A-TANIM

Piyasa; alıcı ve satıcının yani mal ve hizmet talep eden ile arz edenlerin karşılaştıkları ve alım-satımın gerçekleştiği yer olarak tanımlanır. Bir piyasanın varlığından söz edebilmek için; alım-satımın, mutlaka bir binada, bir sokakta veya muayyen bir yerde gerçekleşmesi şart değildir. Herhangi bir malın alıcı ve satıcısı modern iletişim araçları aracılığıyla, ilişki kurabilmekte ve alım-satım gerçekleşmekte ise, burada da bir piyasanın varlığından söz edilir.

Piyasa ülke sınırları içindeyse ve ülke içi işlemleri kapsıyorsa, buna iç piyasa; işlemleri ülke sınırlarını aşıyorsa, buna da uluslararası piyasa denir. Mali piyasa geniş bir kavram olup; hem para, hem de sermaye piyasasını kapsar. Bir ülkede fon talep edenler ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari yapıdan oluşan piyasaya, mali piyasa denir.

Mali sistem; tasarrufların mobilize edilmesinde, sermayenin dağıtımında ve risk yönetimini rahatlatmakta önemli bir yeri vardır<sup>1</sup>. Mali sistemin amacı; fon fazlası olanların fonlarını, bu fonlara ihtiyacı olan birimlere kanalize etmektir. Amerika Birleşik Devletleri'nin ekonomik yönden büyümesi ile mali sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesi arasında sıkı bir ilişki vardır. Örneğin; verimli bir alana yatırım yapacak olan bir firma, mali sistemin etkin bir şekilde işlememesi yüzünden, ihraç ettiği menkul kıymetleri satamaz ve ihtiyacı olduğu bir zamanda fon elde edemez. Sonuçta giderleri artacağından, yatırım yapmaktan vazgeçer<sup>2</sup>.

Ekonomi literatüründe mali piyasanın önemli bir yeri vardır. Bu piyasanın varlığının temel nedeni; mal ve hizmetlerin üretilişi ile bunların satınalma gücüne

---

<sup>1</sup> Ross Levine and Sara Zervos, "Stock Market Development and Long-Run Growth", *The World Bank Economic Review*, Volume: 10, Number: 2, May 1996, p. 323.

<sup>2</sup> David S. Kidwell, Richard L. Peterson, David W. Blackwell, *Financial Institutions, Markets and Money*, Fifth Edition, The Dryden Press, Florida, 1993, p. 208.

dönüştürülmesi arasında belli bir zaman diliminin bulunmasıdır. Mal ve hizmetleri üretenler, üretim faaliyeti yanında tüketimde de bulunurlar. Halbuki üretilen mal ve hizmetler, üretimin tamamlanmasından belli bir süre sonra tüketiciye ulaşabilmektedir. İşte mali piyasa, bu süre içerisinde bir finansman ihtiyacı ve bu ihtiyaca cevap verecek borç alma ve borç verme işlemlerinin merkezileştiği bir piyasadır<sup>3</sup>. Mali piyasa, para ve sermaye piyasalarından oluşur.

## B- PARA PİYASASI

Bir yıl veya daha kısa süreli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya, para piyasası denir. Bu piyasadaki ekonomik birimler, kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılamak için, genellikle ticari senetler kullanırlar. Kişi veya kuruluşlar, kısa süreli ya da günlük finansman ihtiyaçlarında, para piyasasını kullanırlar.

Para piyasasının temel kurumu, ticari bankalardır. Küçük tasarruf sahipleri, ellerindeki fonların atıl kalmamasını arzu ederler. Bunun için belli bir getiri elde etmek için ellerindeki fonları, ya mevduat hesabı şeklinde bankalara yatırır ve bunlarla mevduat sertifikası, finansman bonusu veya hazine bonusu gibi, vadeleri 1 yılı aşmayan, menkul değerler satın alırlar.

Tasarruf sahiplerinin ticari bankalarda toplanan fonları, likidite ihtiyacı duyulan kişi veya kuruluşlara kısa süreli borç olarak verilir. Burada bankanın karı, tasarruf sahiplerine ödediği faiz ile fon talep edenlerden aldığı faiz arasındaki olumlu farktır.

Para piyasası çeşitli alt piyasalara ayrılabilir. Bunlardan birkaçı şöyle sıralanabilir<sup>4</sup>:

**1-Kıymetli Evrak Piyasası:** Kısa süreli ticari senetlerin alım-satımının gerçekleştiği piyasadır.

**2-Rehinli Borçlar Piyasası:** Tahvil gibi bir menkul değer teminatı karşılığı açılan kredilerin piyasasıdır.

**3-Kabul Kredisi Piyasası:** Banka kabulleri karşılığında açılan kredileri kapsar.

**4-Hazine Bonoları Piyasası:** Hazinesinin zaman bakımından denkleştirme işlemini gerçekleştirmek için, çıkarttığı hazine bonolarının işlem gördüğü piyasadır.

<sup>3</sup> Rıza Kandiller, "Kısa Vadeli Finansman Sorunları ve Para Piyasası", **Özel Sektörün Finansman İhtiyaçları ve İzlenen Para - Kredi Politikası Semineri**, İstanbul, 1975, s. 3.

<sup>4</sup> Seyidoğlu, 1992, s. 671.



Para piyasası, mali olan ve olmayan şirketlerin likidite ihtiyacını karşılar. Farklı para piyasası araçlarının, farklı piyasaları vardır. Likidite ihtiyacı olan şirketlerin koşullarına göre, farklı araçlar çıkartılabilir. Firmalar da bu araçlar içerisinde, kendilerine en uygununu seçerler. Mali kuruluşlar, bazı para piyasası araçlarının piyasaya sürümünü gerçekleştirirler. Bunun yanında, likidite ihtiyaçlarını gidermek için, para piyasası araçlarından bir portföy oluştururlar<sup>5</sup>.

Başlıca para piyasası araçları şunlardır; hazine bonoları, ticari senetler, banka sertifikaları, banka kabulleridir<sup>6</sup>. Para piyasasından sağlanan fonlar, işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılır. Bu piyasanın en önemli araçları, ticari senetler ile mevduatlardır. Bu örgütlenmiş bir piyasadır. Bir de örgütlenmemiş yani organize olmamış bir piyasa vardır ki; kanundışı para ticareti yapan kişileri kapsar. İhtiyaç sahiplerine yüksek faiz karşılığında fon arz eden bu kişilere, tefeci denir.

### **C-SERMAYE PİYASASI**

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli borç verilebilir fonların, uzman yardımcı kuruluşlar aracılığıyla ve itibar edilen hak taşıyıcı belgeler aracılığı ile arz ve talebin karşılaştığı piyasadır<sup>7</sup>. OECD sermaye piyasasını, uzun süreli yatırım ve finansman faaliyetleri yürüten kurumları içeren piyasa olarak tanımlar<sup>8</sup>. Sermaye piyasası daha dar bir şekilde: tasarrufların menkul kıymetlere dönüştürülmesine, menkul kıymetlerin de gerektiğinde paraya çevrilmesine imkan veren piyasa olarak tanımlanır<sup>9</sup>. Sermaye piyasasına konu olan fonların vadeleri, 1 yıldan fazladır. Bu piyasadan sağlanan krediler, genellikle işletmelerin bina, arsa, arazi, makine, teçhizat gibi duran varlıkların finansmanında kullanılırlar.

Sermaye piyasası, milli gelirden tüketime gitmeyen kısmını, yani tasarrufları

<sup>5</sup> Jeff Madura, **Financial Market and Institutions**, Second Edition, West Publishing Company, U.S.A., 1992, p. 139.

<sup>6</sup> Frederic S. Mishkin, **Money, Banking and Financial Markets**, Second Edition, Forsman and Company, 1989, p. 55.

<sup>7</sup> Yılmaz Ulusoy, **Sermaye ve Para Piyasası Mevzuatı**, Cilt: I, Seçkin Kitap Yayın - Dağıtım, Ankara, 1984, s. 1.

<sup>8</sup> Tayfun Acar, **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişimi (1980 - 1987)**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1988, s. 5.

<sup>9</sup> Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 5. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayını, No: 56, İstanbul, 1982, s. 666.

değerlendiren bir mekanizmadır<sup>10</sup>. Dolayısıyla en önemli işlevi, tasarrufları kendine çekip, girişimciler aracılığıyla yatırımlara dönüştürülmesini sağlamaktır. Böylece hem işletmelere finans kaynağı sağlanmış, hem de tasarruflara bir ek gelir sağlanmış olacaktır. Sermaye piyasasının kaynakları, para piyasasında olduğu gibi tasarruf sahiplerinin birikimleridir. Bu piyasanın en önemli ve yaygın araçları ise, hisse senetleri ve tahvillerdir. Sermaye piyasası, birincil ve ikincil piyasalardan oluşur<sup>11</sup>.

**1-Birincil Piyasa:** Hisse senedi ve tahviller gibi menkul kıymetleri ihraç eden şirketler ile, tasarruf sahiplerini bir araya getiren piyasalardır. Birincil piyasanın araçları, ilk kez çıkarılan menkul kıymetlerdir. Yatırımcıya fon sağlayan piyasa, birincil piyasadır. İhraççı şirketle tasarrufçunun arasında ihraç işlemi yardımcı olmak üzere bir banka veya aracı kurumun bulunması, bu alımın birincil piyasadan olmasına engel değildir.

**2-İkincil Piyasa:** Daha önce birincil piyasada ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin alınıp-satıldığı piyasa, ikincil piyasadır. Birincil piyasadan ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan kişiler, bunları paraya çevirmek isteyebilirler. Fakat tahvillerde vadesi gelmeden, hisse senetlerinde ise hiç bir zaman ihraççı kuruluşa müracaat ederek, bu menkul kıymetlerin paraya çevrilmesi talebinde bulunulamaz. İşte bu menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini, ikincil piyasa sağlar.

Birincil piyasada menkul kıymetlerin satışı sonucu oluşan fonlar, firmalara yeni sermaye oluştururlar. Fakat ikincil piyasada el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonlar, bunları çıkaran firmalara bir katkı sağlamazlar. Bunun yanısıra ikincil piyasa, vergi ve komisyon ücreti ödememek için, borsa dışında da gerçekleştirilebilir. İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditesini artırır. Böylece birincil piyasaya talep oluşturur ve onun gelişmesini sağlar. Borsada menkul kıymetlerin değerleri, talepleri ile ölçülür ve fiyatlar da talebe bağlı olarak refleks gösterir. İkincil piyasada fiyatlar talebe bağlı olarak değişir. Fiyatı düşük olan menkul kıymetlerin talebi artar. Aşırı değerlenmiş menkul kıymetler, tasarrufçular tarafından satılır. Arzı arttığı için de fiyatları düşer<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Uçar Demirkan, *Sermaye Piyasaları ve Türkiye'deki Uygulamaları*, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu, Yayın No: 229, Başbakanlık Basımevi, Ankara, 1981, s. 9.

<sup>11</sup> Birincil ve ikincil yerine, birinci el ve ikinci el kavramları da aynı anlamda kullanılırlar.

<sup>12</sup> Madura, p. 5.

İkincil piyasalar, birincil piyasalarda gerçekleşecek işlemler için bir temel teşkil ederler. Fon transferinin olduğu birincil piyasalara, bu fonların gelişini hızlandırır. Kısa vadeli yatırım amaçlı fonları, uzun vadeli yatırımlara akmasını sağlarlar. Bu durum kendini en iyi şekilde hisse senetlerinde gösterir. İkincil piyasalarda oluşan fiyatlar, birincil piyasalarda yeni çıkarılacak menkul kıymetler için, bir baz teşkil eder<sup>13</sup>.

Sermaye piyasasına hakim ilkeler vardır. Bu ilkeler; güven, açıklık, dürüstlük ve hızlılıktır. Fon arz edenler ile talep edenler, ilişkilerini, ancak güven esasına dayalı bir şekilde yürütebilirler. Şirketlerin kamuyu aydınlatmaları, açık, anlaşılır ve yeterli bilgileri sunmaları, sermaye piyasasının önemli bir ilkesidir. Sürat ve çabukluk ilkesi; ihraç ve satışlarda, paraya çevrilmelerde, denetim makamları ile olan ilişkilerde kendisini hissettirir<sup>14</sup>.

#### **D- PARA İLE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ FARKLAR**

Mali piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin bir zaman boyutu içermesi ve bu nedenle para ve sermaye piyasası şeklinde ikiye ayrılması, son zamanlarda bu piyasalarda yeni araçların ve tekniklerin gelişmesi, miktarlarının artması; iki piyasa arasındaki ilişkilerin alabildiğine kompleks bir mekanizmaya dönüşmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler mali piyasa içerisinde para ve sermaye piyasasını birbirinden ayıran sınırları, belirgin olmaktan çıkarmıştır<sup>15</sup>.

Para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki farklar şunlardır<sup>16</sup>;

**1- Vade Farkı:** Para piyasasında kısa vadeli, sermaye piyasasında uzun vadeli fon arz ve talebi karşılaşır.

**2- İşlev Farkı:** Para piyasasına, geçici nakit sıkıntılarında veya dönen varlıkların finansmanında başvurulur. Sermaye piyasasına, sabit yatırımlar veya duran varlıkların finansmanı için başvurulur.

**3- Kaynak Farkı:** Para piyasasının kaynakları devamlılık göstermeyen

<sup>13</sup> Barbaros Yalçınar, *Tezgah Üstü Hisse Senedi Piyasaları*, SPK, Yayın No: 34, Ankara, 1996, s. 3.

<sup>14</sup> Zühtü Aytaç, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse senetleri*, T. İş Bankası Vakfı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No: 225, Ankara, 1988, s. 4.

<sup>15</sup> Selda Kırdaloğlu ve Figen Saklar, "Ekonomide Tasarruflar ve Fon Hareketi", *Bankacılar*, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Nisan 1992, s. 54.

<sup>16</sup> A. Sait Yüksel ve Gülten Rodoplu, *Sermaye Piyasası*, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1982, s. 7.

resmi, ticari ve vadesiz mevduatlardır. Sermaye piyasasının kaynakları ise devamlılık gösteren ve genellikle yatırıma yönelik tasarruflardır.

**4- Araç Farkı:** Para piyasasında fon alış-verişlerinde kullanılan araçlar, genellikle ticari çek ve senetlerdir. Sermaye piyasasında hisse senetleri, tahviller, gelir ortaklığı senetleri, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler vb.dir.

**5- Faiz Farkı:** Para piyasasında fon alış-verişleri kısa süreli olduğu için, risk ve faiz oranı düşüktür. Sermaye piyasasında fon alış-verişleri uzun vadeli olduğu için, risk ve faiz oranı yüksektir.

### **E-PARA VE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİLER**

Kaynak yetersizliği veya faiz şartlarındaki değişme gibi nedenlerle, sermaye piyasasından para piyasasına, para piyasasından da sermaye piyasasına kayma ve bunlardan birinin lehine, diğerinin ise aleyhine ilişkiler gerçekleşebilir. Bunlar;

1-Fon arz edenler, yatırım politikalarına ve getiri oranlarına bağlı olarak, tasarruflarını bir piyasaya veya her iki piyasaya yöneltmeyi tercih edebilir.

2-Fon kullananlar da, ihtiyacı olan fonları, bir piyasadan veya her iki piyasadan sağlayabilirler.

3-Piyasalar arasında birisinden diğerine, ileriye veya geriye doğru sürekli bir fon akımı vardır. Örneğin; devlet piyasaya tahvil çıkararak, fon sağlayabilir. Elde ettiği bu fonu, kısa süreli borçlarının anapara ve faiz ödemesinde kullanabilir. Böylece sermaye piyasasından para piyasasına doğru bir fon akımı gerçekleşmiş olur. Bunun tam tersi de olabilir. Bir bankaya verilen kısa süreli fon, banka tarafından işletmelere, orta veya uzun vadeli fon olarak aktarılabilir.

4-Bazı kurumlar, her iki piyasaya da katkıda bulunabilirler. Örneğin; bazı bankalar hem kısa süreli, hem de uzun süreli kredi verebilir.

5-Her iki piyasadaki faiz getirisi, birbirleriyle yakından ilişkilidir. Faiz oranlarının serbestçe olduğu ekonomilerde, para piyasasında cari faiz oranının değişmesi, sermaye piyasasındaki cari faiz oranını da aynı yönde değiştirebilmektedir.

Bütün bunlar, para ile sermaye piyasalarının birbirlerinden ayrılamayacağını; araçlar, kurumlar ve getiriler itibarıyla iç içe olduklarını göstermektedir. Az gelişmiş ülkelerde para piyasaları, daha erken ve kolay gelişmektedirler. Bunun belli başlı

nedenleri şunlardır<sup>17</sup>; 1-Kişi başına düşen gelirin düşük olması dolayısıyla, tasarrufların düşük olması, 2-Aracı kurumların yetersiz sayıda olması, 3- Yüksek enflasyonun olması ve halkın tasarruflarını genellikle gayrimenkule ve altına yatırmaları, 4-Halkın, sermaye piyasasına tasarruf arzı alışkanlığının ve güven unsurunun yeterli olmayışıdır.

## **F-SERMAYE PİYASASININ UNSURLARI**

Bir ekonomide sermaye piyasasından söz edebilmek için, öncelikle mal ve hizmet üreticilerinin, üretim safhasında kaynağa ihtiyaç duymaları gerekir. Üretim için kaynak kıtlığında olmaları, yüksek kar elde etmek istemeleri ve riskin düşürülmesi gibi etkenler, üreticileri fon talep etmeye mecbur bırakmıştır. Sermaye piyasasının bir diğer unsuru, fon arz edenlerdir. Gelirinin hepsini tüketmeyip, tasarruf eden bu kişiler, bu fonlarını ya gayrimenkul, altın gibi spekülâtif alanlara yatırırlar veya fon talep eden kişilere belli bir getiri karşılığında verirler.

Kişiler, tasarrufları ile gelir ve refahını artırmak için, mal ve hizmet satın alırlar. Örneğin; bir makina sahibi, o makinanın çalışması sonucunda elde ettiği ürünün satışından bir getiri sağlamayı umar. Bir fabrika sahibi üretim sonucunda, bir kazanç elde etmeyi bekler. Herhangi bir gayrimenkul sahibi de, mülklerinden dolayı bir irat elde etmek ister. Tıpkı bunlar gibi, devlet ve şirketler gibi ekonomik üniteler, sermaye malları satın alırlar. Sermaye malları; Üretimde kullanılan ve fakat tüketilmeyen mallardır<sup>18</sup>.

### **1-FON ARZ EDENLER**

Sermaye piyasasında fon arz edenler, gerçek kişiler olabileceği gibi, kamu ve özel sektör kuruluşları da olabilir. Fon arz edenler; bireysel yatırımcılar, sosyal güvenlik kuruluşları ve sigorta şirketleri şeklinde gruplandırılabilir.

#### **a-Gerçek Kişiler**

Hanehalkı diye adlandırılan kişilerin sermaye piyasasına fon arz

<sup>17</sup> Tezer Öçal, **Para Teorisi (Banka, Kredi, Para)**, Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F., Yayın No: 183, Ankara, 1990, s. 242.

<sup>18</sup> Kidwell, p. 207.

edebilmeleri, gelir düzeylerine bağlıdır. Eğer kişinin geliri; gıda, giyim, barınma gibi zorunlu ihtiyaçlarını karşılayacak düzeyde ise; o kişinin tasarruf yapma olanağı yoktur. Çünkü marjinal tasarruf eğilimi düşüktür. Kişilerin gelirlerinin belli bir düzeyde olması, tasarrufta bulunulması için yeterli değildir.

Tasarrufların sermaye piyasasına yönelmesinde, kişilerin piyasa hakkındaki bilgileri, menkul kıymetlerin getirisi ve alışkanlıklar, önemli rol oynarlar. Keynes, likidite tercihinin güdülerinden, spekülasyon üzerinde durmuştur. Bu güdü ile likiditenin yöneldiği alanlar şunlardır; 1-Altın, konut, dayanıklı tüketim malları ve arsa satın alma, 2-Borçlanmalarda kullanma, 3-Sermaye piyasasına yönelmedir.

Kişisel tasarrufların doğrudan doğruya veya aracı kurumlar eliyle sermaye piyasasına arz edilmeleri sonucunda milli gelir, yeniden bölüşülmektedir. Bu gelir dağılımı üzerinde, olumlu sonuçlar alınmaktadır. Kişiler genellikle kendiliğinden tasarrufta bulunup, bunu değerlendirme yollarını serbestçe tayin ederler. Fakat bunun bir istisnası vardır. Cebri borçlanmalarda kişinin rızası aranmaz. Devlet, savaş ve kriz gibi olağanüstü durumlarda, kişilerin malvarlıklarına göre, cebri tasarrufa zorlar.

Tasarrufu bulunan bir kişi; ileriki dönemlerde beklediği enflasyon oranıyla, nominal faiz oranını karşılaştırmakta ve tasarruf kararını, o dönem için beklediği faiz oranı fonksiyonunda almaktadır<sup>19</sup>. Kişilerin menkul kıymetlerle ilgili tercihini iki değişken belirler. Bunlar<sup>20</sup>:

- 1-Beklenen getirinin varyansı (standart sapması) anlamına gelen risk,
- 2-Menkul kıymetten beklenen getiri.

Tasarrufçu açısından risk, geleceğin belirsizliğidir. Getirisi ileriki zamanlar için sözkonusu olduğundan, sermaye piyasası riskli bir piyasadır. Risk; menkul kıymetten, gelecekte sağlanacak getirinin, beklenenin altında gerçekleşme ihtimali olarak tanımlanır. Risk, sistematik ve sistematik olmayan şeklinde ikiye ayrılır.

**1-Sistematik Risk:** Menkul kıymeti ihraç eden şirketle ilgili olmayan faktörlere bağlıdır. Bunlar; ekonomik, politik ve sosyal hayatın yapı ve

---

<sup>19</sup> Acar, s. 36.



değişkenliğinden kaynaklanırlar. Örnek olarak; faiz oranı riski, piyasa riski, enflasyon riski verilebilir.

**2-Sistemik Olmayan Risk:** Bu risk çeşidi, şirkete veya şirketin bulunduğu endüstriye ait özelliklerden kaynaklanır. Bu riske örnek olarak; yönetim riski, finansal risk, iş riski verilebilir. Menkul kıymetlerin getirisi, faiz ve kar payı şeklinde iki türlüdür. Getiri, menkul kıymeti ihraç eden şirketten alınır. Bunun yanında bir de sermaye kazancı vardır ki; bunun ihraççı şirketle ilgisi yoktur. Menkul kıymetin alımı ile satımı arasındaki olumlu fark, sermaye kazancını oluşturur.

### **b-Tüzel Kişiler**

Gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip ekonomilerde tasarrufların çoğunluğu kişisel değil, kurumsaldır. Sosyal güvenlik kuruluşları ile sigorta şirketleri, sermaye piyasasına en büyük ve en istikrarlı fon sağlayan kuruluşlardır. Bunun yanı sıra özel sektör kuruluşlarından olan şirketler, kooperatifler, dernekler, vakıflar, bankalar, özel kanunla kurulmuş teşekküller, sermaye piyasasına önemli miktarlarda fon aktarırlar.

Halbuki tüzel kişiliği haiz bu kuruluşların nihai amaçları, sermaye piyasasına fon aktarmak değildir. Bunlar kapasite dışı veya ihtiyaç fazlası olan fonlarla, menkul kıymetler satın alabilirler. Sosyal güvenlik kurumları; işçi, memur, esnaf, sanatkar ile bağımsız çalışan kişileri; iş kazası, meslek hastalığı, malullük, yaşlılık, ölüm gibi risklere karşı korur. Bunun için üyelerinden aidat toplarlar.

### **2-FON TALEP EDENLER**

Sermaye piyasasında fon talep edenler veya menkul kıymet arz edenler, yatırım yapmak isteyen ve bu yatırımı gerçekleştirmek için yeterli kaynakları olmayan, kamu ve özel sektör kuruluşlarıdır<sup>20</sup>. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3794 Sayılı Kanun ile değişikliğe uğrayan 3. maddesine göre ihraççı; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil olmak üzere kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ve bunlarla ilgili özel mevzuatları

<sup>20</sup> Selçuk Abaç, **Türk Sermaye Piyasasının Ekonomik Analizi ve Hisse Senedi Fiatlarını Belirleyen Etkenler**, (Yayınlanmamış doktora tezi), İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 1985, s. 25.

<sup>21</sup> Demirkan, s. 41.



uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerdir<sup>22</sup>.

Sermaye piyasasında fon talep edenler, devlet ve anonim şirketler olarak iki başlıkta anlatılacaktır.

#### **a-Devlet**

Devlet fon talep ettiği kaynağa göre borçlanması şu şekillerde gerçekleşebilir<sup>23</sup>; 1-Kişilerden borçlanma, 2-Bazı sosyal güvenlik kurumları ve ekonomik birimlerden borçlanma, 3-Merkez bankasından borçlanma, 4-Ticari bankalardan borçlanma.

Devlet fon talep ederken, vadeleri yönünden de şöyle bir ayırıma tabi tutulabilir; 1-Kısa vadeli borçlanma, 2-Uzun vadeli borçlanma.

Vadeleri bir yıla kadar olan borçlara, kısa vadeli borçlar denir. Devletin kısa vadeli borçlanma sebepleri; bütçe uygulamasında zaman itibariyle denkleştirme (hazine işlemleri) ve hazinenin gelir-gider dengesini sağlamaktır. Genellikle kısa vadeli borçlanmaya, dönen varlıkların finansmanı için gidilir. Devletin nakit ihtiyacı statik olmadığı, zaman zaman arttığı veya azaldığı için, kısa vadeli borçlarda da inişler ve çıkışlar görülür. Onun için bu borçlara, dalgalı borçlar da denir.

Vadeleri bir yıldan fazla olan borçlara, uzun vadeli borçlar denir. Devlet devamlılık arz eden kamu ihtiyaçları için, sermaye piyasasından borçlanabilir. Uzun vadeli borçlanmaya özellikle duran varlıkların finansmanı için başvurulur.

Devlet ve kamu kuruluşlarının, menkul kıymet ihraç ederek fon talep etmesinin başlıca sebepleri; bütçe açıklarının kapatılması, hazinenin kısa veya uzun vadeli ihtiyaçlarının karşılanması, kamu yatırımlarının finansmanıdır. Ayrıca kalkınma, sanayileşme ve şehirleşme hareketleri, gelirin daha adil dağılımı gibi ekonomik ve sosyal nedenlerle devlet, gerçek ve tüzel kişilerden fon talep edebilir.

Giderlerin gelirlere fazla olması yani, bütçenin açık vermesi halinde devlet, gelirlerini artıracak, para basacak (emisyon), veya borçlanacaktır.

---

<sup>22</sup> Sermaye Piyasası Mevzuatı, SPK, 3. Baskı, Ankara, 1994, s. 4.

<sup>23</sup> Acar, s. 49.

Borçlanması ise; Merkez Bankasından, iç veya dış piyasadan olacaktır<sup>24</sup>.

Devletin yapacağı bazı büyük yatırımlar için, vergi gelirleri çoğu kez yeterli olmaz. Bu gibi durumlarda bu projelerin gerçekleştirilmesi, menkul kıymet ihracını zorunlu hale getirir. Savaş dönemlerinde, savaş sonrası imar faaliyetlerinde, doğal afetlerde, kalkınma programlarının uygulanmasında, ekonominin kriz dönemlerinde devletin, olağanüstü harcamalar yapması gerekir. Böyle durumlarda normal gelirleri giderlerini için, devlet, piyasaya menkul kıymet ihraç edebilir. Devlet, enflasyonist dönemlerde, ekonomideki mevcut para fazlasını çekebilmek için, uzun vadeli; deflasyonist dönemlerde ise, atıl fonları ekonomiye kazandırabilmek için, kısa vadeli borçlanmaya giderek, ekonomide istikrar sağlayabilir.

#### **b- Anonim Şirketler**

Şirket, belli sayıdaki şahısların emek ve mallarıyla müşterek olarak, iktisadi bir gayeyi gerçekleştirmek için bir sözleşmeyle birleşmeleridir<sup>25</sup>. Anonim şirket, Türk Ticaret Kanunu'na göre; beş veya daha fazla gerçek veya tüzel kişi tarafından iktisadi amaçla kurulmuş, muayyen miktarda ve paylara bölünmüş bir esas sermayesi bulunup, borçlarından dolayı yalnız mameleki ile mesul olan şirkettir.

Sermayelerinin büyük olması dolayısıyla ülke ekonomisinde anonim şirketlerin önemli bir rolü vardır. Örneğin Türkiye'nin en büyük işletmeleri anonim şirketler tarafından yönetilmektedir. Sigorta şirketleri ve bankalar, anonim şirket şeklinde kurulurlar<sup>26</sup>. Anonim şirketin kendisine ait bir ünvanı ve tüzel kişiliği vardır. Sermayesi paylara bölünmüştür ve bu payları, kıymetli evrak hükmündeki hisse senetleri temsil eder. Sermaye paylarının devri, hisse senetlerinin devriyle gerçekleşir<sup>27</sup>.

Çıkardıkları menkul kıymetlerle sermaye piyasasından fon talep eden anonim şirketlerin gelişmesi, sermaye piyasasının gelişmesi ile eş anlamlı olarak kullanılabilir<sup>28</sup>. Sermaye piyasasından fon sağlamak isteyen bir anonim şirketin, şu yollardan yararlanma imkanı vardır<sup>29</sup>:

<sup>24</sup> Macit İnce, **Devlet Borçlanması - Kamu Kredisi**, 4. Baskı, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayını, Ankara, 1979, s. 114.

<sup>25</sup> İMKB, s.34.

<sup>26</sup> Tuğrul Ansay, **Bankacılar İçin Şirketler Hukuku Bilgisi**, 14. Basım, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, T. İş Bankası A.Ş. Vakfı, Yayın No: 266, Ankara 1992, s. 57.

<sup>27</sup> İMKB, s.34.

<sup>28</sup> Acar, s. 57.

<sup>29</sup> Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 5. Bası, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 56, İstanbul 1989, s. 631.

1-Menkul değerlerin doğrudan halka satışı;

2-Özel plasman; Özel plasmada menkul kıymet çıkaracak olan şirket, menkul kıymetlerini geniş bir topluluğa satmak yerine; sigorta şirketleri, tasarruf-yardım sandıkları gibi tüzel kişilere satmaktadır.

Özel plasmanın fon talep eden şirkete şu faydaları vardır; satış kısa bir zamanda gerçekleşir, risk daha düşüktür, karşılıklı şartlarda mutabakata varılabilmektedir, az sayıda kişilere bilgi vermek daha kolaydır, reklam gibi giderlerden tasarruf yapılmaktadır<sup>30</sup>.

3-Aracı kurumlardan ve özellikle de yatırım bankalarının hizmetlerinden yararlanma;

4-Bazı anonim şirketlerin çıkaracakları menkul kıymetlerini, fon sahiplerine doğrudan satması; Bu yol, menkul değerlerin doğrudan halka satışlarıdır. Bu satış yolunu seçenler; tanınmış, risk ihtimali düşük şirketlerdir veya yeni kurulmuş finansal gücü olmayan şirketlerdir.

Anonim şirketlerin ortaya çıkmasıyla, sanayi de gelişmiştir. Anonim şirket ortaklarının sorumluluk ve riskinin sınırlı tutulması, küçük tasarruf sahiplerinin riskli sanayi kuruluşlarına fonlarını yatırmalarını kolaylaştırmıştır. Dolayısıyla da sanayide sermaye birikimi artmıştır.

Anonim şirketler her sermaye artırımlarında, ortak sayıları da artar. Hatta veraset yoluyla payların bölündüğü düşünülürse, zamanla hisse senedi ve portföy sahibi sayısı artmaktadır. Bu da sermaye piyasası ile ilgili kişilerin sayısı devamlı olarak artış gösterir<sup>31</sup>.

## **G- SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI**

Fon arzedenden, fon talep edenlere fonların aktarılması halinde, alış verişi, sahiplik ve el değiştirme olgularını ispatlayacak belgelere ihtiyaç vardır<sup>32</sup>. Bu belgeler sermaye piyasası araçlarıdır. Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer menkul kıymetlerdir. Menkul kıymetleri, hisse senedi ve tahviller oluşturur.

<sup>30</sup> Akgüç, s. 632.

<sup>31</sup> Karslı, s. 90.

<sup>32</sup> Canbaş ve Doğanlı, s. 245.

Diğer menkul kıymetler ise, gelir ortaklığı senetleri, banka bonoları ve banka garantili bonolar, finansman bonoları ve varlığa dayalı menkul kıymetlerden oluşur.

### 1- MENKUL KIYMETLER

Menkul kıymetler (securities, valeurs mobilières); kamu tüzel kişileri veya anonim şirketler tarafından çıkarılan, alacak veya ortaklık haklarını ve belli bir meblağı temsil eden, ibareleri aynı olan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, belli şekil şartlarını haiz olan orta, uzun veya sonsuz vadeli olarak seri halinde çıkarılan, yatırım aracı olarak kullanılan, piyasada tedavül eden, hukuken kıymetli evrak hükmündeki belgelerdir<sup>33</sup>.

Tanımda menkul kıymetlerin vadelerinin “orta, uzun ve sonsuz” şeklinde alınması, ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetlerden dolaydır. Bunlar ise, hisse senedi ve türlerini kapsar.

Menkul kıymetlerin belli başlı özellikleri şöyle sıralanabilir<sup>34</sup>:

- 1-Hukuken kıymetli evrak hükmündedirler,
- 2-Standart ve yuvarlak meblağı, misli nitelikte, belli şekil şartlarını haizdirler,
- 3-Halka çok sayıda ihraç edilen kitle senetleridirler,
- 4-Alacak (tahvil gibi) veya ortaklık (hisse senedi gibi) haklarını temsil ederler,
- 5-Az veya çok devamlılık arz ederler,
- 6-Dönemsel gelir sağlarlar,
- 7-Her birinin bir itibari (nominal) bir de piyasa değeri vardır,
- 8-Hamiline (bearer) olabileceği gibi nama yazılı (registered) da olabilirler,
- 9-Yatırım amacı ile kullanılırlar.

Menkul kıymetlerin devir ve temlik, hamiline ve nama yazılı olmalarına göre değişiklik gösterir. Hamiline yazılı menkul kıymetlerde mülkiyet teslimle geçer. Başka hiçbir işleme gerek yoktur. Çünkü evrak üzerinde lehdarın ismi yer almaz. Fakat nama yazılı menkul kıymetlerde ise devir ve temlik için teslim şarttır. Ancak devir ve temlik işleminin, nama yazılı menkul kıymeti çıkaran şirkete karşı bağlayıcı olabilmesi için, şirket defterine kaydedilmesi şarttır. Menkul kıymetler, ortaklık hakkını temsil eden hisse senedi ile alacak hakkını temsil eden tahvillerden oluşur.

<sup>33</sup> Karslı, s.245; SPK, Sermaye Piyasası Mevzuatı, s. 4.

## **a- Hisse Senedi**

### **(1) Tanım**

Hisse senedi literatürde; pay senedi, aksiyon ve esham diye de adlandırılır. Hisse senedi; sermayesi paylara bölünmüş sermaye şirketlerinin çıkardığı, sermayesinin belirli bir oranını temsil eden ve sahibine o oranda ortaklık hakkı tanıyan ve kanuni şekillere uygun olarak düzenlenen kıymetli evraktır<sup>35</sup>.

Hisse senedi, şirket sermayesinin bir parçasını temsil eder. Şirket bakımından bir hisse senedi “hukuki birim” olduğundan, bölünmesi mümkün değildir<sup>36</sup>. Fakat bir hisse senedinin birden fazla sahibi olabilir. Bunlar şirkete karşı olan haklarını bir temsilci aracılığıyla kullanabilirler. Özellikle miras yoluyla hisse sendinin intikali sözkonusu olduğunda, tüm mirasçılar, senedin tümü üzerinde hak sahibidirler<sup>37</sup>.

Hisse senedi, kıymetli evrak niteliğindedir. Hisse senedine bağlı her türlü hak, onsuz devredilemez. Satıldığı anda, tüm hakları da devredilmiş olur.

Hisse senedi, tedavül kabiliyetini haizdir. Piyasada kolayca alınıp satılabilir. Bir hisse senedinin tedavül edebilmesi için şu özellikleri taşıması gerekir; şirketin ünvanı, ticaret sicili numarası ve tescil tarihi, kayıtlı esas sermayesi, çeşidi (nama-hamiline gibi), itibari (nominal) değeri, nama yazılı hisse senetlerinde sahibinin adı, soyadı ve ikametgahı, yetkili iki imzadır.

### **(2) Hisse Senedi İhraç Eden Kuruluşlar**

İhraç; kendilerine sermaye piyasası araçlarını çıkarma yetkisi verilen kuruluşlar tarafından, bu araçların halka arz edilerek veya edilmeksizin satışına denir.

Hisse senedi çıkarabilecek olan kurum ve kuruluşlar şunlardır;

1-Hisse senedi çıkaran (ihraç eden) kuruluşların başında **anonim şirketler** gelir. TTK anonim şirketi şöyle tarif eder; “bir ünvana sahip, esas sermayesi muayyen

<sup>34</sup> İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, İMKB Yayın No: 1, İstanbul Haziran 1994, s. 40.

<sup>35</sup> Selahattin Tuncer, Türkiye’de Sermaye Piyasası, İstanbul 1985, s. 205.

<sup>36</sup> Bolak, s. 98.

<sup>37</sup> Karslı, s. 328.

paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı sadece mal varlığıyla sorumlu olan şirkettir.”<sup>38</sup>

Türkiye’de faaliyet gösteren anonim şirketler, sermaye piyasası açısından üç gruba ayrılırlar<sup>39</sup>. Bunlardan ilki sadece TTK’na tabi olanlardır ki; bunlar hisse senedi çıkarmazlar<sup>40</sup>. İkinci grupta TTK ve SPK’na tabi olanlardır ve bunlar hisse senedi çıkarabilirler. Üçüncü grupta SPK’na tabi olanlar vardır ki, bunlar halkın küçük tasarruflarını kısa yoldan ve en kısa sürede toplayarak, değerlendirirler.

**2-Özel kanunlarla kurulmuş olan bazı kuruluşların**, hisse senedi çıkarma yetkisi vardır. Bunlar; T.C.Merkez Bankası, bazı bankalar, sigorta şirketleri, genel mağazalar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil, KİT’ler ve bağlı ortaklıkları, aracı kurumlar, özel finans kurumları ve bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren idare, kuruluş ve işletmelerdir<sup>41</sup>.

**3-17.03.1984 gün ve 2983 Sayılı “Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun” ile kurulan, Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi** (bu idare 1990 yılında yapılan düzenlemeyle, “Toplu Konut” ve “Kamu Ortaklığı” şeklinde ikiye ayrılmıştır) ve **Özelleştirme İdaresi Başkanlığı** da hisse senedi çıkarabilirler. Hisse senedinin yanı sıra bu idareler, gelir ortaklığı senedi (GOS) de çıkarabilmektedirler.

**4-Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler** de hisse senedi ihraç edebilirler. Fakat bu şirketlerin çıkardıkları hisse senetleri, kanunen menkul kıymet sayılmadıkları için, halka arz yoluyla satalamamaktadırlar.

### (3) Halka Arz

Sermaye Piyasası Kanunu’na göre halka arz; sermaye piyasası araçlarının satın alınması için, her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını, halkın bir anonim ortaklığına katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini, hisse senetlerinin

<sup>38</sup> Kazım Kılınç, 200 Soruda A’dan Z’ye Borsa, Alfa Basım, Yayım, Dağıtım, 3. Baskı, İstanbul, 1995, s. 119.

<sup>39</sup> Bolak, s. 99.

<sup>40</sup> Genellikle bu tip anonim şirketler, ailevidir. Şirketin sermaye ve yönetimine tek kişi veya irade hakimdir. Dolayısıyla sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olamazlar.

<sup>41</sup> İMKB, s. 41.



borsalar veya örgütlenmiş diğer piyasalarda işlem görmesini, bu kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısı ile paylarının satışını ifade eder.

Şirketlerin hisse senedi çıkararak, halka arz etmelerinin avantaj ve dezavantajları vardır. Halka arzın şirketler açısından avantajları şunlardır; öz kaynakların güçlenmesi, vergi avantajı, tanıtım ve imaj, likidite, şeffaflık ve kredibilite, kurumsal yapılaşma ve profesyonellik. Halka arzın şirketler açısından dezavantajları ise şunlardır; şirket kontrolünü kaybetme riski, sürekli denetim ve kontrol altında bulunma ve kamuyu bilgilendirme mecburiyetinin olması, şirket karının en az yarısının ortaklara temettü olarak dağıtılması<sup>42</sup>.

#### (4) Hisse Senedi Çeşitleri

**(i) Nama - hamiline yazılı hisse senetleri:** Nama yazılı hisse senetlerinde, hisse senedi sahibinin adı, soyadı ve ikametgahı yer alır (TTK, m. 413). Şirketin pay defterinde kayıtlı bulunanlar, ortaklık sıfatını alabilirler ( TTK, m. 417). Bu hisse senedinin devri, ancak şirket pay defterine kayıtlı mümkündür ( TTK, m. 416).Hamiline yazılı hisse senetlerinde, sahibinin adı, soyadı ve ikametgahı yer almaz. Sadece hamiline olduğu yazılıdır. Elden ele kolaylıkla ve hiç bir işleme gerek kalmaksızın dolaşabilmektedir.

**(ii) Adi - imtiyazlı hisse senetleri:** Adi hisse senetleri, sahibine bir takım özel üstünlük ve haklar sağlamazlar. Keza ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa hisse senetleri, sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Fakat bazı hisse senetleri sahiplerine, kardan pay alma ve genel kurulda oy kullanma hakkı verir. Bunlara imtiyazlı hisse senetleri denir. Ana sözleşmeyle ilk sermayeyi temsil eden A grubu hisse senetleri, bu türdendir.

**(iii) Kurucu - intifa hisse senetleri :** Kurucu hisse senetleri; belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi, şirketin yönetimine katılma hakkını da vermezler. Ana sözleşme hükümleri gereğince, bazı kişilere kuruluş hizmeti karşılığı olarak, şirket karının bir kısmına katılma hakkını sağlayan ve daima kurucularının adlarına yazılı çıkarılan hisse senetleri vardır (TTK, m. 402). Bunlar, kurucu - intifa senedi şeklinde tanımlanır. İntifa hisse senetleri; şirket kurulunun alacağı bir kararla,

<sup>42</sup> Abdullah Seçkin, "Hisse Senetlerinin Halka Arzı", Çerçeve, MÜSİAD Yayını, Kasım- Aralık 1994, s.9.



bazı kişilere sermaye payını temsil etmeyen ve şirket kuruluşundan sonra bazı kişilere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı verilen hisse senetleridir<sup>43</sup>.

**(iv) Primli - primsiz hisse senetleri:** Üzerindeki yazılı (nominal) değerle ihraç edilen hisse senetleri primsiz, nominal değerinden yüksek bir değerle ihraç edilenler ise, primli hisse senetleridir<sup>44</sup>. Şirketler genellikle çıkardıkları hisse senetlerinin talebini artırmak için, nominal değerinin üzerinde satışa sunarlar.

**(v) Oydan yoksun hisse senetleri:** “Ortakların sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve istenildiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir”<sup>45</sup>. Bazı gelişmiş ülkelerde, binlerce ortağı olan şirketlerin ortaklarının birbirlerinden ayrı ve uzak yerlerde olmaları ve genel kurul toplantılarına katılmalarının zor olması, oydan yoksun hisse senetlerinin çıkarılmasını gerekli kılmıştır.

#### **(5)- Hisse Senetlerinin Ekonomik İşlevleri**

Hisse senetlerinin başlıca ekonomik işlevleri şunlardır<sup>46</sup>;

**1-**Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını, büyük işletmeler için bir araya getirerek, hızlı bir kalkınma için gerekli olan sermaye birikimini sağlarlar.

**2-**Üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk kitlelerine yayarak, iktisadi refahı geniş bir tabana yayar ve böylece daha adil bir gelir dağılımı sağlarlar.

**3-**Halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak, ekonomik demokrasinin oluşumuna katkıda bulunurlar.

**4-**Sahibine bir ek gelir sağlaması yanında, tasarrufların değerini de (özellikle enflasyona karşı) korur ve bunu faiz yoluyla yapmaz.

**5-**Hisse senetleri, aracıyı ortadan kaldırır. Dolayısı ile, işletmeler için gerekli fon en az maliyet ile sağlanmış olur.

<sup>43</sup> Karslı, s. 343.

<sup>44</sup> Bolak, s. 102.

<sup>45</sup> Kılınç, s. 134.

<sup>46</sup> Karslı, s. 346; İMKB, s. 44; Kılınç, s. 139.

## **b- Tahviller**

### **(1) Tanım**

Şirketler; zaman zaman karşılaştığı kaynak ihtiyaçlarını, piyasaya borç senetleri çıkararak gidermeye çalışırlar. Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için, itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine, tahvil denir (TTK, m. 420).

Anonim şirketler tarafından çıkarılan tahvillerin, (TTK, m. 425-427'ye göre) aşağıdaki şartları taşıması gerekir;

- 1- Şirketin ünvanı, konusu, merkezi, süresi, ticaret sicil numarası,
- 2- Esas sermaye miktarı,
- 3- Ana sözleşme tarihi, varsa değişikliklerin tarihi,
- 4- Şirket tarafından onaylanmış bilançoya göre şirketin durumu,
- 5- Tahvillerin nominal değerleri, tertibi, vade ve faiz oranı, tahvil ana para ve faizlerinin ödenmesini taahhüt eden kişi ya da kurum, itfa planı, ödeme yeri,
- 6- Tahvil çıkarılmasına ilişkin genel kurul kararının tescil ve ilan tarihi,
- 7-Şirketin menkul ve gayrimenkullerinin, daha önce çıkarılan tahvillerden veya diğer bir nedenden dolayı reddedilmiş veya teminat gösterilmiş olup olmadığı,
- 8- İtfa planı,
- 9- Şirketi temsile yetkili en az iki imza.

Anonim şirketlerin tahvil ihracı, yasa ile sınırlandırılmıştır. Borçlanacağı miktar; denetimden geçmiş son mali tablodaki çıkarılmış sermaye, yedek akçeler ve yeniden değerlendirme değer artışı fonu (varsa zararların indirilmesinden sonra) miktarlarını geçemez.

### **(2) Tahvil Çeşitleri**

**(i) Devlet - özel sektör tahvilleri:** Maliye Bakanlığı, hazine, belediyeler ve kamu bankalarının çıkardığı tahviller, devlet tahvilleridir. Özel sektöre ait anonim şirketler tarafından çıkarılan tahviller ise, özel sektör tahvilleridir.

**(ii) Primli - başabaş tahviller:** Nominal değerinden daha düşük bir bedelle satışa sunulan tahvillere, primli tahviller denir. Bu, alıcıların lehine gerçekleşen bir durumdur. Eğer tahviller, nominal değeri üzerinden satışa sunulmuşsa; bunlara başabaş tahviller denir.

**(iii) Nama - hamiline yazılı tahviller:** Tahviller de hisse senetlerinde olduğu gibi, nama veya hamiline satışa sunulabilmektedir. Genellikle uygulamada hamiline tahviller ihraç edilir.

**(iv) Garantili - garantisiz tahviller:** Çıkarılan tahvillerin ana para ve faiz ödemeleri konusunda, bir bankanın veya bir şirketin bağlı bulunduğu holdingin garantisi sağlanabilir. Bunlara garantili tahviller denir. Böylece tahvillerin satış şansları artar.

**(v) Sabit - değişken tahviller:** Değişen enflasyon oranlarına bağlı olarak, tahvillerin de faiz oranlarının değiştirilip değiştirilememesi; tahvillerin, sabit ve değişken diye iki kısma ayrılmasına neden olmuştur.

**(vi) İkramiyeli tahviller:** Tahvillerin satışını teşvik etmek amacıyla, faiz ve primden başka, para ikramiyeleri de verilebilir.

**(vii) Paraya çevrilme kolaylığı olan tahviller:** Çıkarılmış tahvillerin ana para ve faizini alabilmek için, belli bir vade tanınmıştır. Fakat bazı şirketler, çıkardıkları tahvillere, sahibine ihraçtan belli bir süre sonra, ana para ve işlemiş faizini alabilme olanağı tanımıştır.

**(viii) İndeksli tahviller:** Hızlı enflasyon dönemlerinde, tahvillerin değerinin korunması için, döviz veya altına endekslenebilir.

**(ix) Hisse senetleri ile değiştirilebilir tahviller:** Özellikle yeni kurulan şirketlere güven, az olabilmektedir. Tahvil sahibi ilk önce, belli bir faiz getirisini elde etme düşüncesinde iken, şirketin olumlu gelişmesi sonucu, şirkete ortak olmayı düşünebilir. İşte bunu, hisse senetleri ile değiştirilebilir tahviller sağlar.

### **c- Hisse Senedi İle Tahvillerin Farkları**

Hisse senetleri ile tahviller arasında , hukuki ve ekonomik açıdan, birçok farklar vardır.Bu farklar aşağıda açıklanmıştır.

#### **(1) Hukuki Açıdan Farklar**

-Tahvil, bir borç; hisse senedi ise bir ortaklık senedir.

-Tahvilde, vade kesindir; fakat hisse senedi sahibi ile şirket arasındaki ilişki, sonsuzdur.

-Tahvilde, getiri sabit ve kesin iken; hisse senedinde getiri sabit olmadığı gibi, kesin de değildir.

-Tahvilde miktar sınırlaması var iken; hisse senedinde bir sınırlama yoktur.

-Tahvilde, nominal değer altında satış gerçekleştirilebilir iken; hisse senedi, nominal değer altında satılamaz.

-Çıkarılan tahvillerin bedelleri tamamen alınmadıkça, ikramiyeli olsun, ikramiyesiz olsun, yenileri çıkarılamaz iken (TTK, m. 421); hisse senetlerinde böyle bir kayıt yoktur.

-Tahviller, bir itfa planı dahilinde itfa edilirken; hisse senetlerinde itfa, söz konusu değildir.

-Tahviller, anonim şirketlerin yanı sıra devlet ve belediye gibi, tüzel kişiliği haiz kamu kuruluşları tarafından çıkarılabilmekte iken; Hisse senetleri, sadece anonim şirketler tarafından çıkarılabilmektedir.

## **(2) Ekonomik Açıdan Farklar**

-Tahviller ile hisse senetleri arasındaki farklardan en önemlisi, risk unsurudur. Tahvil sahibi, şirketin kar - zarar riskine katılmaz. Fakat hisse senetleri sahiplerine, şirketin mal varlığından bütün borçlar ödendikten ve tasfiye masrafları çıktıktan sonra, hisse senetleri oranında paylaşılır.

-Tahvillerin getirileri faiz olup, sabittirler. Oysa hisse senetlerinin getirileri kar payı olup, değişkendirler.

## **2- DİĞER MENKUL KIYMETLER**

Sermaye piyasasının en önemli araçları, hisse senedi ile tahvillerdir. Son yıllarda bu araçlar içerisinde, başka menkul değerler girmiştir. Bu da tasarruflara, riski dağıtma konusunda daha geniş olanaklar sağlamaktadır. Diğer menkul kıymetler içerisinde; gelir ortaklığı senetleri, finansman bonoları, banka bonoları, banka garantili bonolar ve varlığa dayalı menkul kıymetlerdir.

### **a- Gelir Ortaklığı Senedi**

Gelir Ortaklığı Senedi (GOS), kamu kurum ve kuruluşlarına ait olan köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, haberleşme sistemleri ile sivil kullanıma açık olan hava ve deniz limanlarının gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin sahip olmasını sağlayan senetlerdir.

Bu tanıma göre GOS, kamuya ait olan özellikle alt yapı tesislerinin gelirleri ile ilgilidir. Ayrıca ortaklık senedi alanların, bu tesislerin mülkiyeti ve işletmesi ile hiçbir ilgisi yoktur. 3 veya 5 yıl vadeli olarak çıkarılırlar.

GOS, hukuki statüsü itibariyle, değişken faizli bir tahvil özelliği taşımaktadır. Menkul kıymetlerin içerisinde GOS' nin dahil edilmesi, şu yararları beraberinde getirir<sup>47</sup>;

- Alt yapı yatırımlarına, bütçe dışı kaynak sağlamak,
- Soyut nitelikte olan tahvil ve hisse senetlerinin yerine, somut nitelikte köprü, baraj gibi isimlerin kullanılmasıyla, daha kolay borçlanmak,
- Faizden çekinen tasarruf sahiplerine, 'gelir ortaklığı' isminin kullanılması yoluyla ulaşmak,
- Devlet tahvillerine ödenen faizlerin, hazineye olan yükünü hafifletmektir.

GOS' nin bazı sakıncaları da vardır. En önemli sakıncası; devletin bu senetlere, enflasyon oranının üzerinde getiri sağlama garantisi vermesidir. Çünkü; taahhüt edilen getiri, bu hizmetlerin fiyatlarına yapılan zamlarla gerçekleştirilir.

#### **b- Finansman Bonoları**

Finansman bonoları, işletmelerin kısa vadeli ihtiyaçlarını karşılamak üzere çıkarılan bonolardır. Banka kredilerinin yüksek maliyetli olması, şirketler açısından finansman bonolarını, cazip hale getirmiştir<sup>48</sup>. Finansman bonolarının vadeleri, 30 günden az, 360 günden çok olmamak üzere; 30 gün ve katları şeklinde belirlenir. Tahvilden daha kısa vadeli olmaları; şirketi, faiz iniş ve çıkışlarına karşı korumaktadır.

Finansman bonoları, halka arz edilerek veya arz edilmeksizin satılabilir. Çıkarılan bonolar satılmadıkça, yenileri çıkarılamaz. Teminat durumlarına göre; A, B, C, D ve E tipi şeklinde bir ayrıma tutulurlar. Ayrıca bu bonoların ikincil piyasada alınıp satılması serbesttir. Emre yazılı bonolarda beyaz ciro, tedavül için yeterlidir.

#### **c- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**

En genel tanımıyla Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK); gelecekte sağlanacak belli bir nakit akımı güvence gösterilerek, mali piyasalardan borçlanma

<sup>47</sup> İMKB, s. 52.

<sup>48</sup> Karslı, s. 350.

olanağı sağlayan bir transformasyon tekniğidir. Bu teknik, para piyasasından sermaye piyasasına dolaylı finansmandan, doğrudan finansmana geçişi sağlar. Bu olanaktan şirketlerin yanı sıra, bankalar, aracı kurumlar ve hatta devlet yararlanmaktadır.

VDMK'in ekonomik açıdan yararları şunlardır<sup>49</sup>; 1- Uzun vadede kaynak aktarma maliyetini düşürerek; yatırım, üretim ve tüketimi teşvik eder, 2- Sermaye piyasasının büyümesine, derinleşmesine ve likiditasyonuna katkıda bulunur, 3- Pek çok kredi ve alacağı, tek bir nominal değere, tek bir ödemeye, tek bir faiz oranına ve tek bir anapara ödemesine dönüştürür, 4- Uzun vadede pahalı banka kredilerine olan talebi düşürür, 5- İstikrarlıdır, piyasaya girişi kolaylaştırması rekabeti geliştirir, 6- Risk paylaşımında optimalite sağlar ve riskin fiatlamasını kolaylaştırarak, daha çok ekonomik birim tarafından paylaşılmasına olanak hazırlar, 7- Tasarruflulara daha güvenli ve yüksek getirili yatırım alternatifi sunar, 8- Tasarruflulara portföy çeşitlemesi olanağı sağlar.

Alacaklar karşılık gösterilerek ihraç edilen VDMK'in halka arz yoluyla satışı için, kurul kaydına alınması gerekir ve alacakların % 90'ını aşamaz. İhraç edilecek VDMK'in konusunu oluşturabilecek alacak tipleri, şunlardır<sup>50</sup>; 1- Bankaların açmış olduğu tüketici kredileri ile tarım kredileri, 2- Konut kredileri, 3- Finansal kiralardan doğan alacaklar, 4- Faktöring işlemi yapan şirketlerin alacakları, 5- Anonim şirket ve KİT'lerin, taksitli satışta aldıkları, senede bağlı alacaklar.

## **H- SERMAYE PİYASASI KURUMLARI**

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumlar şunlardır;

-Aracı kuruluşlar (Aracı kurumlar +Yetki almış bankalar),

-Yatırım ortaklıkları,

-Yatırım fonları,

-Sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar.

### **1- ARACI KURULUŞLAR**

SPK, m. 32'de aracı kuruluşlar değil, "aracı kurumlar" ibaresi yer alır. Fakat sermaye piyasasında bankalar da faaliyette bulunurlar. Aracı kuruluşlar, aracı

<sup>49</sup> Tahsin Özmen, *Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Avantaj ve Dezavantajları*, SPK, 1992, ss. 3,4.

<sup>50</sup> İMKB, s. 54.

kurumlar yanı sıra yetki almış bankaları da kapsarlar. Dolayısı ile aracı kuruluş kavramı, aracı kurumdan daha kapsamlıdır. Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği' ne göre, aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerinde yapabilecekleri işlemler şunlardır<sup>51</sup>;

- Sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık,
- Sermaye piyasası araçlarının, ikinci el piyasada alım satımına aracılık,
- Müşteri portföyü yönetimi,
- Yatırım danışmanlığı,
- Menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımıdır.

Aracı kurumların, yapacakları her faaliyet konusu için, kurul (SPK)dan izin almaları gerekir.Bu kurumlara, sermaye piyasası faaliyetlerini gösteren bir “yetki belgesi” verilir.

Bankalar, belirli koşulları taşımaları halinde<sup>52</sup>, tercih ettikleri faaliyet konusunu, kurula beyan ederler. Kurulun uygun görmesi halinde, her faaliyet konusu için, yetki belgesi alarak, aracılık faaliyetlerine başlayabilirler. Bankalar, devlet tahvili ve hazine bonolarının ikinci el piyasada işlemine aracılıkta, aracı kurumlara göre, büyük bir üstünlüğe sahiptir. Fakat ikinci el hisse senedi işlemlerinde de, aracı kurumların bir üstünlüğü vardır.

Tablo II.1'de Türkiye'de sermaye piyasasında faaliyette bulunan aracı kuruluşların sayısı yer almaktadır.

Tablo II. 1  
Türkiye'de Faaliyette Bulunan Aracı Kuruluşlarının Sayısı

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
BANKALAR	51	55	60	64	61	62
Ticari Bankalar	43	46	51	53	50	50
Yat. ve Kalk. B.	8	9	9	11	11	12
ARACI KURUM.	48	110	112	112	104	103
TOPLAM	111	165	172	176	165	165

Kaynak: SPK, Yıllık Rapor, 1995.

Tablo II.1'e göre Türkiye'de faaliyette bulunan aracı kuruluşların 1995 yılındaki sayısı 165'tir. Bunun 62'sini bankalar, 103'ünü aracı kurumlar oluştururlar.

<sup>51</sup> İMKB, s. 17.



Ticari bankaların sayıca, yatırım ve kalkınma bankalarına bir üstünlüğü vardır.

Tablo II.2'de aracı kuruluşların ikinci el piyasadaki işlem hacmi yüzde (%) dağılımı dağılımı yer almaktadır.

Tablo II. 2  
Aracı Kuruluşların İkinci El Piyasadaki İşlem Hacmi Dağılımı (%)

DÖNEM	Hisse Senedi			Devlet Tahvili			Hazine Bonosu		
	94/10	95/2	96/2	94/10	95/2	96/2	95/10	94/2*	96/2
BANKALAR	25	24	30.2	86	90.5	98.5	83	96.3	94.7
ARACI K.	75	76	69.8	14	9.5	1.5	17	3.7	5.3

Kaynak: SPK, Aylık Bülten, Kasım 1995, Mart 1996.

\* 94/2; 1994 yılının Şubat ayı verileri anlamında kullanılmıştır.

Tablo II.2'den görüleceği gibi; ikinci el piyasada bankaların en çok işlem gördürdükleri menkul kıymetler, hazine bonosu ile devlet tahvilleridir. 1996 yılı Şubat ayı itibariyle bankalar; mevcut hazine bonoları işlemlerinin % 94.7'sini gerçekleştirmişlerdir. Aracı kuruluşlar, ikincil piyasadaki işlemlerini hisse senetlerinde yoğunlaştırmaktadırlar. Bu verilerin anlamı; bankalar, kamu menkul kıymetlerinde, aracı kurumlar ise, özel sektör menkul kıymet işlemlerinde yoğunlaşmışlardır.

## 2- YATIRIM ORTAKLIKLARI

SPK' ya göre yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan anonim şirketlerdir. Bunlar, karlı ve gelişme göstermesi olası şirketlere iştirak ederler, azınlıkta kalmayı yeğlerler ve şirketleri kontrol altına almak gibi bir amaç gütmeyizler.

Yatırım ortaklıkları; altın, gayrimenkul veya lüks mallar gibi üretken olmayan, verimsiz alanlara plase edilmiş tasarrufları, uzun vadeli sanayi yatırımlarına kanalize ederler.

Yatırım ortaklıklarının sağladıkları yararlar şunlardır;

**1-Teknik hizmetler sunmak:** Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasasında sürekli araştırma yaparlar ve arz talep değişmelerini erken teşhis edebilen uzman kadrolarca yönetilirler. Bu yüzden küçük tasarruf sahipleri adına, isabetli karar alma olanağına sahiptirler.

<sup>52</sup> Bu koşulların bazıları şunlardır; gerekli hizmet birimleri ve personeli oluşturması, yöneticilerin yükseköğrenim, idarecilerin en az lise mezunu olması, yeterli organizasyon, teknik donanım ile hırsızlık, yangın gibi durumlar için sigorta önlemleri almış olmasıdır.

**2-Riski azaltmak:** Küçük tasarrufların, çeşitli menkul kıymetlere plase edilme olanağı, oldukça sınırlıdır. Fakat tasarruf sahipleri, yatırım ortaklığında pay sahibi olmakla, portföyünde bir çeşitlenme meydana getirip, riskin azalmasını sağlamaktadırlar<sup>53</sup>.

**3-Zamanlama:** Yatırım ortaklığı bünyesindeki uzman kadrolar, menkul kıymetlerin, alınıp satılma zamanlarını bilip, değerlendirebilmektedirler. Menkul kıymetlerin fiyatlarını yakından takip etme avantajı ile, alıcı ve/ veya satıcı olarak piyasaya girerek, ekonomide düzenleyici rol oynarlar.

**4-Ekonomik kalkınma:** Yatırım ortaklıkları, özellikle sanayi kesimine, küçük tasarrufları kanalize ederek, ülke kalkınmasında rol oynarlar.

Tablo II.3'te A Tipi Yatırım Ortaklıkları'nın portföy dağılımı gösterilmiştir.

Tablo II. 3  
A Tipi Yatırım Ortaklıkları Portföy Dağılımı (%)

Hisse Sen.	Devlet Tah.	Hazine B.	Ters Repo	Diğer	Toplam
65.11	0.80	22.12	10.23	1.74	100

Kaynak: SPK, Aylık Bülten, Mart 1996.

Portföyünün en az % 25'ini Türk hisse senetlerine yatıran yatırım ortaklıklarına A Tipi Yatırım Ortaklıkları denir. Ortaklık portföylerinde hisse senetleri % 65'lik bir oranla ağırlıktadır. Hazine bonusu, ortaklıkların portföyünün % 22'sini oluşturur.

### 3- YATIRIM FONLARI

2499 Sayılı Kanun' da değişiklik yapan 3794 Sayılı Kanun ile menkul kıymetler yatırım fonu (MKYF)<sup>54</sup>; "halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer değerli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı" şeklinde tanımlanmıştır.

<sup>53</sup> Sadun Aren, "Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Semineri", Türkiye Tütüncüler Bankası A.Ş., Altinyunus, Çeşme, 24-25 Ekim 1983, s. 109.

<sup>54</sup> 2499 Sayılı Kanun'da, MKYF tanımlanmış, 3794 Sayılı Kanun'da ise, yatırım fonları tanımlanmıştır. 3794 Sayılı Kanun ile yatırım fonları; MKYF ve Gayrimenkul Yatırım Fonları olarak ikiye ayrılmıştır. Fakat bu çalışmada MKYF ile yatırım fonları kavramları, aynı anlamda kullanılmıştır.

Yatırım fonlarının, yatırım ortaklıklarında olduğu gibi tüzel kişilikleri yoktur. Mal varlıkları, kurucunun mal varlığından ayrıdır. Kurucu fonu; katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder ve yönetir.

Yatırım fonu kurabilecek olanlar; bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, kanunlarında engel bulunmayan emekli sandıkları ile 506 Sayılı Kanun'un geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklardan, kurulun tebliğ ile belirleyeceği esaslara uyanlardır<sup>55</sup>.

Fona her katılana, bir "katılma belgesi" verilir. Bu belgede, sahibinin hakları belirtilir. Belge sahibinin iki yönlü hakkı vardır:ilki fonun kurucusuna karşı, diğeri fona katılım payını belirleme özelliğidir<sup>56</sup>.

Yatırım fonları, ekonomik kalkınma için gerekli tasarruf hacminin artırılması ve bu tasarrufların etkin bir şekilde yatırım alanlarında kullanılması konusunda önemli işlevlere sahiptirler. Bireysel tasarruflardan toplanarak oluşturulan fonlar, portföy yönetimi konusunda uzman kadrolarla, menkul kıymetlere veya diğer yatırım araçlarına yatırılır. Yatırım fonları bu işlevleri yaparken; bir taraftan tasarrufların artırılmasını, diğer taraftan da mülkiyetin tabana yayılmasını sağlamada büyük bir rol oynarlar.

Tablo II.4'te A Tipi Yatırım Fonları'nın portföy dağılımı verilmiştir.

Tablo II. 4  
A Tipi Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımı (%)

Yıllar	DevletTahvili	Hazine Bonosu	Özel S. Tahvili	Hisse Senedi
1994	1.30	64.43	0.59	33.68
1995	0.48	63.21	0.11	36.20
1996	0.32	57.27	0.12	42.29

Kaynak: SPK, Aylık Bülten, Mart 1996.

Buna göre sözkonusu yatırım fonlarının portföyünde Hazine Bonosu'nun büyük bir ağırlığı vardır. Portföyde Hazine Bonosu % 57'lik, hisse senedi % 42'lik bir orana sahiptirler.

Yatırım fonları, ekonomiye devamlı uzun vadeli fon sağlarlar. Uzun vadeli

<sup>55</sup> Semra Aksoylu, **Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Sermaye Piyasasındaki Yeri, Önemi, Ekonomik Yararları ve Mevcut Durumları**, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Erciyes Üniversitesi, SBE, Kayseri, 1994, s. 17.

<sup>56</sup> Aren, s. 110.

fon arz edenleri, fon talep edenler ile karşılaştırarak, ekonomiye kaynak sağlarlar. Böylece fon talebinde bulunanlar, kısa bir sürede, daha az maliyetle gereksinim duydukları fonu sağlayabilmektedirler.

Ayrıca yatırım fonlarının uzman kadrolarca yönetilmesi, borsa işlemlerini olumlu olarak etkilemektedir. Uzmanlar tarafından piyasa devamlı izlenmekte, ekonomi ve işletmeler çok ciddi olarak etüd edilmekte ve bunun sonucunda da uygun yatırım araçları seçilmektedir<sup>57</sup>.

Yatırım fonlarının, katılanlara belli başlı yararları şunlardır<sup>58</sup>;

- 1- Tasarrufların uzman kadrolarca yönetilmesi,
- 2- Riskin dağıtılarak, en aza indirgenmesi,
- 3- Portföyün çeşitlendirilmesi,
- 4- Vergi avantajı, beyana tabilere beyan kolaylığı, iyi zamanlama yapılması,
- 5- Şirketin sermaye artırımı, temettü dağıtımı gibi işlemlerin yakından takip edilmesi dolayısıyla, çabuk haber alma,
- 6- Katılanların fazla olması ile, toplu portföy sayesinde düşük maliyet avantajı,
- 7- Likiditesinin kolaylığı ve yine yeniden alma olanaklarının var olmasıdır.

---

<sup>57</sup> Aksoylu, s. 48.

<sup>58</sup> Karslı, s. 148.

## **II- KALKINMADA SERMAYE PİYASASININ ROLÜ**

Bu konu başlığı altında, ekonomide sermaye piyasası ile menkul kıymet borsalarının işlevleri incelenecektir.

### **A- SERMAYE PİYASASININ İŞLEVLERİ**

Sermaye piyasası ekonomide, birçok işlevler görmektedir. Aşağıda bu işlevlerden bazılarına değinilecektir. Bu işlevler; tasarrufları teşvik etmek, yatırımları finanse etmek, işlem maliyetlerini düşürmek, adil gelir dağılımını sağlamaktır.

#### **1- TASARRUFLARI TEŞVİK ETMEK**

Ülke ekonomilerinin kalkınmalarında, sermaye piyasalarının önemi inkar edilemez. Çünkü sermaye piyasası, tasarrufların verimli yatırımlara kanalize edilmesi açısından önemlidir. Sermaye piyasasının gelişmişliği ile ekonomik kalkınma arasında çok sıkı bir bağ vardır.

Gelişmiş bir sermaye piyasası, tasarruf hacminin, dolayısı ile yatırımların artışına neden olur. Nitekim Tayvan ve Güney Kore gibi birçok ülkede önce sermaye piyasası gelişmiş, ardından ekonomik kalkınma takip etmiştir. Az gelişmiş ülkelerde yurtiçi tasarrufların yetersizliği dolayısı ile gerekli yatırımlar gerçekleştirilememektedir. Hatta tasarrufların yetersiz olması yanı sıra, mevcut tasarruflar da yatırımlara kanalize edilememektedir. Zira bu ülkelerde sermaye piyasası henüz gelişmemiştir.

Tasarruflar ile yatırımlar arasındaki ilişki: yağmur veya küçük nehir sularının barajlarda toplanıp, dev trübinleri döndürmesi gibidir. Sermaye piyasası küçük tasarrufları biraraya getirip, büyük yatırımların gerçekleşmesini sağlamaktadır.

Sermaye piyasasının kurulması ve gelişmesi; menkul kıymetlerin varlığına, sonra da cazibesine bağlıdır. Menkul kıymetlerin varlığı ile, çok ve çeşitli olmaları anlaşılmalıdır. Miktar büyük olmalı ki; bu kıymetlerin alım satımı için bir piyasa kurulsun. Ayrıca bu kıymetler cazip olmalıdır ki; halk tasarruflarını alternatif yatırım alanlarında kullanmaları yerine, sermaye piyasasında değerlendirsinsin<sup>59</sup>.

---

<sup>59</sup> T. Güngör Uras, "Sermaye Piyasasız Bir Ekonomik Gelişme Mümkün mü ?", *Para Dergisi*, Şubat 1982, s. 13.

Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında menkul kıymetler, miktar ve çeşit yönünden oldukça zengindir. Miktar ve çeşidin çok olması, bir yandan mülkiyetin tabana yaygınlaşmasını kolaylaştırdığı gibi, diğer taraftan da tasarruf sahipleri açısından riski en aza indirmektedir. Bunun için portföy, değişik menkul kıymetlerden oluşturulur.

Portföye alınan her menkul kıymetin beklenen getiri ve riskinin, yine portföye alınacak diğer menkul kıymetlerin getiri ve riskinden mümkün olduğunca farklı olmasına dikkat edilir. Böylelikle, beklenen getiri ve riski farklı menkul kıymetlerden, tasarrufçu lehine en ideal bir portföy oluşmuştur<sup>60</sup>.

Sermaye piyasası, az gelişmiş ülkelerde tasarrufları teşvik ederek, enflasyonist baskıları hafifletir. Tasarruf açığının var olduğu bu ülkelerde, yatırımların gerçek kaynaklarla finanse edilememesi, yapısal enflasyonun nedenini oluşturur. Halbuki, kalkınmaya yönelik finansal politikaların temel amaçları; “tasarruf sahiplerinin tasarruflarını menkul kıymet şeklinde tutmalarını, tasarrufların ekonominin sektörleri arasında serbestçe akmasını, yani en verimli alanlarda kullanılmasını ve tasarruf ve üretim için gerekli güdüleri sağlayarak, parasal genişlemeden kaynaklanan kalkınmanın enflasyonist etkilerini minimize eder”<sup>61</sup>.

Türkiye’de yurtiçi tasarrufların GSMH içerisindeki payı, Sermaye Piyasası Kurulu’nun kurulmasından önce düşüktür. SPK’nın kurulmasından sonra tasarruflarda önemli artış beklenmesine rağmen, bu gerçekleşmemiştir. 1950 yılında yurtiçi tasarruf / GSMH oranı % 12.1, 1960’da % 16, 1970’te % 22.1, 1980’de % 16, 1985’te % 16.9, 1990’da % 22 ve 1995’te ise % 21.5 olarak gerçekleşmiştir<sup>62</sup>. Bu verilere göre sermaye piyasasının tasarrufları ciddi bir şekilde teşvik ettiği ve artırdığı söylenemez.

Tasarrufların verimli olarak değerlendirilebilmesi için, sermaye piyasasının

<sup>60</sup> Hamit Akseven, “Gelişmiş Ekonomilerde Sermaye Piyasası”, *Para ve Sermaye Piyasası*, Nisan 1988, s.32.

<sup>61</sup> Asuman Öztangut (Koçtaş), *Sermaye Piyasasının Ekonomideki Rolü ve Türkiye’deki Uygulama*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Hacettepe Üniversitesi, SBE, Ankara, 1988, s. 62.

<sup>62</sup> DPT, *Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1995)*, Mart 1996, s.19; DİE, *Türkiye İstatistik Yıllığı 1995*, s. 292.

içermesi gereken belli başlı özellikler şunlardır<sup>63</sup>; 1- Menkul kıymetlerin likiditesi yüksek olmalıdır, 2- Menkul kıymetler, enflasyonun üzerinde getiri sağlamalıdır, 3- Sağlıklı bilgi sağlamalıdır, 4- Tasarruflara yeterince güven verilmelidir.

Az gelişmiş ülkelerde yatırımların sağlam ve güvenilir kaynakları; kamu kesiminde vergiler, özel kesim de ise gönüllü tasarruflardır. Kamu kesiminin tasarruflarının ve dolayısı ile vergilerin artırılması, toplam vergi hasılatının GSMH'ya oranının yükseltilmesi anlamını taşır. Keza kamu kesimi vergiler dolayısı ile milli ekonomi içerisindeki yeri, gün geçtikçe artmaktadır<sup>64</sup>. Bugün kamu kesiminin ekonomi içerisindeki payı, % 40'lara ulaşmıştır.

Kamunun tasarruflarını artırıcı potansiyele sahip, KİT'ler gibi iktisadi kuruluşları vardır. Bu kuruluşların politik çıkarlara alet olmadan; karlılık, verimlilik, rasyonellik prensipleri çerçevesinde izlediği politikalarla, kamu kesimi tasarruflarını artırıcı rol oynayabilirler. Diğer yandan kendilerinin üretime katılımlarıyla da, doğrudan kalkınma çabalarına katkıda bulunabilirler.

Kamu kesimine, sosyal güvenlik kuruluşlarının üyelerinden toplamış oldukları primler, sermaye piyasasında değerlendirilebilecek tasarruf niteliği taşırlar. Fakat az gelişmiş ülkelerde esas olan gönüllü tasarrufların artırılmasıdır. Bu tasarrufların artışını gerçekleştirmek için; ekonomik ve siyasi ortamın istikrarlı olması, sermaye piyasası ile ilgili kurumsal yapının gerçekleştirilmesi, ekonomik ve mali politikaların tasarrufları teşvik edici olması gerekir<sup>65</sup>.

Kurumsal ve kamu tasarruflarından ziyade gönüllü tasarruflar, kalkınma açısından daha büyük bir öneme sahiptirler. Çünkü kalkınma, sadece üretimin, verimliliğin, milli gelirin artması değil; bunlara ek olarak gelir dağılımının daha adil hale getirilmesi anlamında, kişi başına gelirin de artırılmasıdır.

Gönüllü tasarrufların artırılmasında siyasi ve ekonomik istikrarın

<sup>63</sup> Ahmet Demirel, "1980' li Yıllarda Para ve Sermaye Piyasasının Kalkınmanın Finansmanına Katkısı", **II. Türkiye İktisat Kongresi**, s. 294.

<sup>64</sup> Hatırlanacağı üzere; kamu harcamalarının artışı olarak bilinen Wagner Kanunu, dolaylı olarak vergilerin de arttığını ispat eder.

<sup>65</sup> Şadi Özer, **Yatırımların Finansmanı ve Sermaye Piyasası**, Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği, Ankara, 1978, s. 96.



sağlanması, en önemli faktörlerdir. Çünkü; siyasi ortama duyulan güvensizlik, kişilerin tasarruf eğilimlerini olumsuz yönde etkiler. Gelecek hakkındaki tahminler, olumsuzluk içerir. Ekonomik istikrarsızlık hallerinde de tasarruflar olumsuz yönde etkilenir. Örneğin; yüksek oranlı ve uzun süreli enflasyon ortamında kişiler, tasarruflarının reel değerlerinin düşmesi karşısında tasarruf yapmak bir tarafa, mevcut tasarruflarını da aktifleştirirler veya farklı spekülatif yatırımları tercih ederler.

Siyasi ve ekonomik ortamın istikrarının sağlanmasından sonra, kişilerin gelirlerinin daha büyük bir kısmını tasarrufa ayırmalarını sağlayacak ve teşvik edecek politikaların izlenmesi gerekir.

Tasarrufu ve özellikle de uzun vadeli tasarrufu teşvik politikası, herhangi bir kuruldan ziyade, hükümete aittir. Bu konuda birçok ülke, faiz oranlarını artırmak veya uzun vadeli menkul kıymet getirilerine vergi kolaylıkları sağlamak gibi tedbir ve teşviklerle, tasarruf düzeyini yükseltmişlerdir<sup>66</sup>.

Az gelişmiş ülkelerde tasarrufların artırılması için, şunlar yapılmalıdır;

1-Ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanmış olması,

2-Tasarrufların teşviki için hükümetler tarafından özel tedbirlerin alınması,

3-Hükümetlerin faiz ve vergi politikaları gibi izledikleri politikalarla, sermaye piyasasını cazip hale getirmeleri,

4-Tüketim harcamalarını sınırlayan (bir anlamda tüketimi cezalandıran, tasarrufu ödüllendiren) politikaların izlenmesi,

5-Sermaye piyasasında faaliyet göstermek üzere; borsa, bankalar, aracı kurumlar gibi güçlü kurumların kurulması,

6-Gerek sermaye piyasasının ve gerekse bu piyasada faaliyette bulunan şirketlerin işlemleri ve sonuçları hakkında, gerekli bilgilerin sağlanması ve bu bilgilerin açık ve objektif olması,

7-Bu piyasadaki araçların, miktar ve çeşit yönüyle zengin olması,

8-Diğer yatırım alternatiflerine göre araçların getirisinin, cazip olması gerekir.

<sup>66</sup> Mr. David Gill, "Kalkınma Aracı Olarak Sermaye Piyasası Kurulları", (Çev: Mehmet Akmansu), Maliye Dergisi, Eylül 1982, s. 89.

## 2- YATIRIMLARI FİNANSE ETMEK

Tasarrufların mobilize edilmesinde faiz oranı, alternatif bir seçim yapılmasına ve tasarruf ile yatırım arasında eşitlik sağlanmasında rol oynar. Bugünkü tüketim ile yarınki tüketim arasında bir seçim yapılırken, faiz en önemli etkidir. “Faiz oranı, kıt kaynakların alternatif yatırımlar arasında dağılımını sağlayacak etkin bir tayinleme usulüdür”<sup>67</sup>.

“Tüm yatırım projeleri, yatırıma gidecek olan sermaye karşısında birbirleriyle rekabet halinde olduğundan, en karlı olanlar lehinde işleyen otomatik bir seçim mekanizması ortaya çıkar. Bu şekilde serbest faiz hadleri ve tam rekabet şartları, sermayenin en verimli şekilde kullanılmasını sağlar.

Sadece az gelişmiş ülkelerde değil, gelişmiş ülkelerin birçoğunda dahi sermaye, üretim için en kıt faktörlerden birisidir ve bu kaynağın etkin bir şekilde kullanılmasının ekonomik gelişmeyi artıracığı bilinmelidir. İyi örgütlenmiş bir sermaye piyasasının şeffaflığının yardımı ile, şimdiye kadar ihmal edilmiş projeler lehine, bölgesel projelere ayrıcalık tanınmaması, bu etkiyi daha da artırır”<sup>68</sup>.

Sermayenin marjinal verimliliği; yapılan bir yatırımın yıllar itibariyle getirisi ile yatırım için yapılan giderler arasındaki ilişkiyi ifadede kullanılır. A'ya yatırımın arz faiti, G'ye yatırımın getirisi, e'ye de yatırımın marjinal verimliliği denirse; yatırımın marjinal verimliliği aşağıdaki formül yardımı ile bulunur;

$$A = G / 1 + e$$

e'nin cari faiz haddinden büyük olması halinde, yatırım yapılır. Küçük olması halinde, yatırımın yapmak zarardır. Eşit olmasında ise ne kar, ne de zarar vardır<sup>69</sup>.

Az gelişmiş ülkelerde finansal sisteme, ticari bankalar hakimdir. Ticari bankalar; iş aleminin uzun vadeli fon gereksinimini, kısa vadeli kredileri yenilemekle

<sup>67</sup> Demir Demirgil, “Kalkınmanın Finansmanında İç Tasarrufların Yatırımlara Dönüştürülmesi”, Türkiye'nin Ekonomik Kalkınma Süreci İçinde Sermaye Piyasasının Rolü Semineri, Banker Kastelli Menkul Değerler A.Ş., İstanbul, 1980, s. 29.

<sup>68</sup> Karl Hauser, “Piyasa Ekonomisinde Sermaye Piyasasının Rolü”, Maliye Enstitüsü Konferansları, Çev: Mehmet Ural, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Yayını, No: 344, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1974, s. 220.

karşılarlar. İş alemi, satıcı piyasasının hakim olduğu, ithal ikamesinin yoğun olarak korunduğu dönemlerde, ağır bir faiz yükünü kaldırabilirler. Fakat bu korumanın kalkması veya hafifletilmesi durumunda, uzatmalı kısa vadeli kredilerden yararlanan özellikle küçük sanayiciler, zor duruma düşebilirler.

Ayrıca kredilerin de herkese değil, tanınmış firmalara devamlı olarak verilmesi, yeni girişimleri olumsuz etkilemekte, küçük ölçekli firmaların işlerini genişletmelerine ve verimliliklerini artırmalarına engel olmaktadır.

Ticari bankaların para yaratabilme olanağının varolması da, fon sağlamada bir takım sakıncalar doğurabilmektedir. Karşılık oranlarının ve disponibilitenin düşük olması, bu olanağın boyutunu daha da genişletmektedir. Bankaların sürekli uzun vadeli menkul kıymetlerin alıcısı olmaları, para yaratma olanaklarını artırıcı yöndedir. Bu durumda ise banka sistemi, kalkınmayı gerçekleştirmekten ziyade, enflasyonist baskıları artıran güçlü bir faktör haline gelebilir.

Ticari bankalar ile Merkez Bankası arasındaki ilişkiler, kalkınma açısından bir takım sakıncaları beraberinde getirir. Örneğin; Merkez Bankası, ticari bankaların likiditelerini sınırlama politikasını uygularsa, ticari bankalar, mevcut yatırımlarını satar veya menkul kıymet alımlarını durdurarak tepki gösterirler. Bu tepki, uzun dönemde fon piyasasında istikrarsızlıklara neden olur. Çünkü; sık sık ve beklenmeyen bir şekilde kesilen fon akımı, finans piyasasını güvenilir olmayan, zayıf ve istikrarsız bir duruma getirir. Ayrıca uzun dönemli fon akımının istikrarsızlığı, yatırım yapmak isteyen girişimcileri, kendi öz kaynaklarına yönelmelerine, yatırım kararlarından vazgeçmelerine veya hiç değilse yatırımlarını daraltmalarına neden olabilir<sup>70</sup>.

Yukarıda anlatılan ticari bankaların finans piyasasındaki hakimiyetinin sakıncalarından dolayı, az gelişmiş ülkelerde sermaye piyasasının gelişmesi şarttır.. Ticari bankaların finans piyasasında hakim rol oynaması, az gelişmiş ülkelerdeki kalkınma sorununu, daha da ağırlaştırmaktadır. Yatırım kararlarında faiz oranı ile sermayenin marjinal verimliliği etkilidir. Faiz oranı; yatırımların yapılmasında baz alınır.

<sup>69</sup> Geniş bilgi için bkz. Yüksel Ülken, *Fiat Teorisi*, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1993.

<sup>70</sup> Öztangut, s. 65.

### 3- İŞLEM MALİYETİNİ DÜŞÜRMEK

Fon arz edenlerden, talep edenlere tasarrufların dağıtımında etkinliğin sağlanması; hem tasarrufçu açısından, hem de yatırımcı açısından önemlidir. Dağıtımın etkinliği; kaynakların en verimli alanlarda kullanılması ile birlikte, toplum için de en yüksek getirinin sağlanmış olması anlamını taşır.

Sermaye piyasasında etkinliğin ilk koşulu; mevcut araçlar içerisindeki seçim olanakları sayesinde, rekabet ortamının varlığıdır. Seçim olanağı, piyasanın esnekliğini de belirler. Firmalar açısından esneklik; çeşitli araçlar aracılığı ile, fonların en az maliyetle elde edilmesidir. Böyle bir ortamda yeni girişimler teşvik edilmiş olacaktır.

Tasarrufçu açısından esneklik; tasarrufların mobilite derecesidir. Eğer tasarruf sahipleri tasarrufların bir kesimden, diğer bir kesime daha iyi koşul ve kolaylıklarla yönlendirebilme olanağı var ise, esneklikten söz edilebilir. Esnekliğin söz konusu olabilmesi, fon arz ve talep edenlerin çokluğuna, araçların miktar ve çeşit yönünden zenginliğine ve kurumların işlerliğine bağlıdır.

Sermaye piyasası araçları, tasarrufların reel gelirini artırırken, yatırımcıların da reel maliyetlerini düşürürler. “Bunu da; likidite tercihini uygunlaştırarak, çeşitlendirme yoluyla riski azaltarak, ödünç vermede ölçek ekonomilerinden yararlanarak, işlem etkinliğini artırarak ve uzmanlaşma yoluyla yatırımcıların ve tasarrufların enformasyon maliyetlerini düşürerek yaparlar”<sup>71</sup>.

Sermaye piyasası, bazı durumlarda ticari bankaların sağladığı fonlardan daha düşük maliyetli fonlar sağlayabilmektedir. Tahvillerde faiz oranı, belki banka kredileri faiz oranlarından fazla olabilir. Fakat bankaların sağladığı kredilere masraflar da eklenince, banka kredileri, tahvil yoluyla sağlanan kredi maliyetini aşmaktadır. Ayrıca tahvilin uzun vade avantajı da, girişimcilerin fon temini için sermaye piyasasına yönelmelerine önemli bir etkidir.

Hisse senetlerinden sağlanan fonlarda ise, ne vade, ne de faiz sorunu vardır.

<sup>71</sup> Metin Toprak, *Finansal Sistemin Ekonomik Kalkınmadaki Yeri, Türk Finansal Sistemi Örneği*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, SBE, İstanbul, 1992, s. 207.

Çünkü, vade sonsuzdur. Hisse senedi sahiplerine yapılan ödemelerde de faiz değil, yıl sonu elde edilecek kar, baz alınır. Dolayısı ile şirketin yıl sonu faaliyeti zararla kapanmışsa, ödemekle yükümlü olduğu bir faiz yükü yoktur.

#### **4- ADİL GELİR DAĞILIMINI SAĞLAMAK**

Ülkelerin kalkınma politikaları dahil, izledikleri tüm ekonomik politikalar, aslında birer amaç değil, amaca ulaşmak için birer araçtır. Kalkınma politikaları sayesinde, ekonomik ve sosyal göstergeler olumlu yönde gelişecektir. Bunun doğal sonucu olarak da gülen insan sayısı artacaktır.

Sermaye piyasasının üstlendiği işlevlerden birisi de, adil gelir dağılımıdır. Bir takım işlevleri yanı sıra, sermaye piyasasının sosyal adaleti ve barışı sağlayıcı özellikleri de vardır.

Sermaye piyasası, bir yandan ekonominin enflasyonist etkilerini hafifletmesi, diğer yandan küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarına ek bir getiri elde etmelerine ve sınai mülkiyetten pay almalarına olanak sağlaması, az gelişmiş ülkelerdeki gelir ve servet dağılımı dengesizliği sorununa, kısmen de olsa çözüm getirebilir. Sınai mülkiyeti ve bundan kaynaklanan zenginliği, menkul kıymetler aracılığı ile geniş halk kitlelerine yaymak suretiyle, adil gelir dağılımının sağlanmasında etkin bir araç olarak kullanılabilir<sup>72</sup>.

#### **B- MENKUL KIYMET BORSALARININ İŞLEVLERİ**

Sermaye piyasası, birincil ve ikincil piyasalardan oluşmakta idi. İkincil piyasada, menkul kıymetlerin el değiştirmesini, menkul kıymet borsaları sağlar. Borsada oluşan fiyatlar, menkul kıymet ihraç eden ihraççıları etkilemez. Çünkü firmaları ilgilendiren fiyat, birincil piyasada oluşan fiattır. Borsaların hem çok yararlı, hem de çok yaygın işlevleri vardır.

İkincil piyasaların, birincil piyasaların gelişmesinde büyük bir öneme sahiptir. Örneğin; tahvillerde vadesi gelmeden, hisse senetlerinde ise hiç bir zaman (sonsuz vadeli olduğu için) ihraççı şirkete başvurup, menkul kıymetin paraya

çevrilmesi istenemez. İşte borsalar, böyle bir durumda devreye girerek, ikinci elden menkul kıymetleri arz ve talep edenleri karşılaştırarak, tasarruf sahiplerinin ihtiyaçlarına cevap verirler. İkincil piyasadaki bir tıkanma, etkisini hemen birincil piyasada gösterir. Yatırımcıların fon sağlamaları zorlaşır<sup>73</sup>.

Menkul kıymet borsalarının belli başlı işlevleri şunlardır; tasarruflara hareket kazandırmak, mülkiyeti tabana yaymak, ekonomide barometre görevini yerine getirmek, ekonomide yapısal değişiklikleri kolaylaştırmak ve likidite sağlamaktır.

### **1- TASARRUFLARA HAREKET KAZANDIRMAK**

Borsalar, menkul kıymet arzı ile talebini karşılaştırırlar. Dolayısıyla, fon talep edenler, tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ve ellerinde menkul kıymet bulundurup ta, bunları satmakt isteyenlerin çıkarları için kurulmuş bir pazardır. Eğer borsalar tarafından menkul kıymetlere veya tasarruflara bu olanak sağlanmamış olsa idi; tasarruf sahipleri, fon talep edenler ile ellerinde menkul kıymetleri likiditeye çevirmek isteyenler, bir bunalım ve tıkanıklığa girerlerdi.

### **2- MÜLKİYETİ TABANA YAYMAK**

Şirketlerin halka açılmaları, ortaklık belgeleri karşılığında tasarruf sahiplerinden fon talep etmeleri ile gerçekleşir. Her hisse senedi sahibi, hisse senedinin temsil ettiği pay oranında, şirkete ortaktır. Şirketin kar elde etmesi durumunda, payı oranında kara ortak olur. Bu durumda sermaye mülkiyeti topluma yayılmakta, küçük tasarruf sahipleri, büyük şirketlere ortak olmakta ve böylece orta sınıf varolmakta ve güçlenmektedir.

### **3- EKONOMİDE BAROMETRE GÖREVİ**

İkincil piyasanın birer kurumu olan menkul kıymetler borsalarında, hergün miktar ve çeşit yönünden çok zengin araçlar işlem görmektedir. Bu zenginlik

---

<sup>72</sup> İbrahim Cem Özkök, *Tasarrufların Yönlendirilmesinde ve Geliştirilmesinde Sermaye Piyasasının Rolü*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, SBE, İzmir, 1990, s. 213.

<sup>73</sup> Mehmet Civan, *Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler*, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994, s. 26.



sayesinde oluşan fiatlarda da farklılıklar olur. Araçların, borsalarda değer kazanması veya kaybetmesi, bunları ihraç eden şirketlerin başarısının adeta birer göstergesidir. Çünkü, borsalarda oluşan fiatların farklılığının asıl nedenleri; şirketlerin mali bünyeleri, başarı dereceleri ve karlılık durumlarıdır.

Şirketin başarılı olması, ihraç ettiği hisse senetlerine talebi artırarak, fiatları yükseltir. Ters durumda da, fiatlar düşer. Fiat mekanizması aracılığı ile başarılı şirketler desteklenmiş, başarısızlar ise, dışlanmış olur. Böylece kaynakların etkin bir şekilde dağıtımını sağlamış olur. Borsalar, ekonomik, siyasi ve sosyal olaylardan da etkilenirler. Enflasyonun, yatırımların, kalkınmanın, siyasi istikrarsızlıkların, sosyal gelişmelerin ekonomideki etkilerinin en iyi izlendiği yerlerden biri de borsalardır.

Örneğin; 1976-1993 yıllarını kapsayan amprik bir çalışmada, hisse senedi piyasası ile ekonomik kalkınma arasında pozitif bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Çalışmada regresyon analizleri yapılmış, kişi başına düşen yurt içi hasıla, eğitim seviyesi, siyasal istikrarsızlık, enflasyon oranı, kamu harcamaları ve hatta karaborsadaki gelişmeler veri kabul edilmiştir<sup>74</sup>.

Borsa fiyatlarına ilişkin bilgiler sağlandığı takdirde, menkul kıymetlerin etkinliğinden de söz edilebilir. Şirketlerin geçmişteki ve mevcut durumları, performansları ve ekonomik koşulları ile ilgili bilgiler dikkate alınır. Menkul kıymetlerin değerinde etkili olacak bu bilgilere ulaşma yolları aranır ve ikincil piyasada alım-satım yapan kişiler için, değişen fiyattan yeni bir dengeye ulaşılır<sup>75</sup>.

Paylaşım etkinliği kavramı, fonların gerçek anlamda paylaştırılması anlamında kullanılmaz. En yüksek getiri sağlayacak yatırım projelerine, gönüllü veya kurumsal tasarrufların kanalize edilmesi ve riskin dağıtılması, bu kavramı açıklar<sup>76</sup>.

#### **4-EKONOMİDE YAPISAL DEĞİŞİKLİĞİ KOLAYLAŞTIRMAK**

Bir sektörde faaliyet gösteren bazı şirketlerin mali yapısı ve iş hacmi itibariyle gelişmesi, bazılarının da zayıflaması olağandır. Borsa, fiatlar aracılığıyla bu başarı grafiğini yansıtır. Aynı sektörde zayıflayan bir şirketin hisselerini, diğer güçlü

<sup>74</sup> Levine, p. 333.

<sup>75</sup> Madura, p. 5.



şirketler toplayarak, birleşme, füzyon veya ele geçirme olayı gerçekleştirir.

Durumu zayıflayan şirketin hisse senetlerinin kamuya çağrıda bulunarak toplanması ile, hem tasarrufluların tasarrufu korunmuş ve hem de zayıflayan şirket, mali çöktüntüden kurtarılmış olur. Böylece borsa, hisse senetlerinin değerlerini koruyarak, ekonomide düzenleyici rolü üstlenmiş olur.

Ayrıca borsalar tasarruf sahiplerine, sermaye piyasasından fon talep eden şirketler hakkında fikir vermiş olur. Çünkü; tekrardan menkul kıymet arzında bulunan şirketlerin fon toplama olasılıklarını, daha önce çıkarmış oldukları menkul kıymetlerin ikincil piyasadaki durumu belirler. Borsalarda rağbet görmeyen menkul kıymetleri ihraç eden kuruluşlar, bir dahaki menkul kıymet arzında bulunurken zorlanabilirler.

## 5- LİKİDİTE SAĞLAMAK

Borsalar, birincil piyasadan halka arz edilen menkul kıymetlerin, vadesinden önce likiditeye çevrilmesini sağlarlar. Birincil piyasada menkul kıymetlerin vadesinden önce likiditeye çevrilmeleri olanaksızdır. Eğer ikincil piyasaların bu işlevi olmasa idi, elindeki menkul kıymeti, ihtiyacı olan paraya çeviremeyeceği için, hiç kimse menkul kıymet almaya yanaşmayacaktır. Tasarruflarını, bankalarda mevduat olarak değerlendirme yoluna gideceklerdir.

Birincil piyasalarda ilk kez halka sunulan menkul kıymetlerin getirileri, vadelerinden önce tahsil edilemez. Örneğin; tahvil ve bonoların faiz getirileri, ancak vadeleri geldiğinde alınabilir. Hisse senetlerinin vadeleri ise, sonsuzdur. Bunların getirileri olan kar, ancak yıl sonunda ait olduğu şirketin kar yapması halinde alınır. İkincil piyasaların kurumu olan menkul kıymetler borsaları, menkul kıymetlerin vadelerinden önce likiditeye çevrilmeleri işlevini görür. Satın alacağı menkul kıymeti derhal paraya çevirme olanağının varolması halinde tasarruf sahipleri, tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmede, hiç bir beis görmeyecektir.

---

<sup>76</sup> Kidwell, p. 210.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE’NİN KALKINMASINDA SERMAYE PİYASASININ ROLÜ

#### I- SERMAYE PİYASASI İHTİYACINI ARTIRAN GELİŞMELER

Türkiye’de sermaye piyasasının tarihi, Osmanlı Devleti’ne uzanır. Osmanlı döneminde bu konuda ilk adım, 1866 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul’da kurulan Dersaadet Borsası’dır. Bu borsanın adı 1906 yılında Esham ve Tahvilat Borsası olarak değiştirilmiştir.

Kırım Savaşı nedeniyle çıkarılan ilk Osmanlı tahvilleri, tüm Avrupa borsalarında büyük rağbet görmüştür. Bu piyasada faaliyet gösterenler; Levanten, Rum, Ermeni ve Musevi gibi azınlıklardan oluşan ve 1864 yılında bir dernek etrafında toplanan Galata Bankerleri’dir<sup>1</sup>. Bunların oluşturduğu borsaya da Galata Borsası denmiştir.

1838 yılında İngilizler ile imzalanan Ticarat Anlaşması, ithal gümrüklerinin indirilmesi, ihraç vergi ve formalitelerinin kaldırılması gibi imtiyazlar getirmiştir. Bu imtiyazlar, kısa zamanda tüm Avrupa ülkelerine sağlanmıştır. Böylece yabancı şahıs ve / veya ortaklıkların Osmanlı toprakları içerisinde serbestçe dolaşma olanağı sağlanmış ve ekonomik yaşam aniden gelişmiştir.

Nitekim 1845 yılına gelindiğinde İstanbul başta olmak üzere liman şehirleri, ödeme güçlükleri ile karşılaşmışlardır. Yaşanan bu ekonomik gelişmeler ve savaşlar, tüm Avrupa borsalarında işlem gören Osmanlı menkul kıymetlerinin çıkmasına ve artmasına neden olmuştur<sup>2</sup>.

Cumhuriyet dönemine gelindiğinde 1929 yılında 1447 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu çıkarılmış ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında çalışmaya başlamıştır. 1938 yılında bu borsa Ankara’ya taşınmış ve adı Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası olmuştur. Ankara’da olmasının sakıncalarından dolayı, tekrar İstanbul’a nakledilmiştir.

---

<sup>1</sup> Hamdi Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992, s. 14.

<sup>2</sup> Haydar Kazgan, **Galata Bankerleri**, Türk Ekonomi Bankası, İstanbul, 1991, Önsöz.

Türkiye’de sermaye piyasasının kuruluş ve gelişmesi çalışmaları, 1962 yılında başlayıp, 1981’e kadar sürmüştür. Bu 20 yıla yakın bir sürede birçok tasarı hazırlanmış, fakat bazı talihsizlikler sonucu hiç biri yasalaşamamıştır.

Nihayet zamanın askeri yönetimi, son tasarılarından birini acele olarak 30. 7. 1981 tarih ve 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu olarak yasalaştırmıştır. 13. 4. 1992 tarihli 3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Bazı Maddelerin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun ile sermaye piyasası bugünkü son şeklini almıştır.

Türkiye’de bu piyasanın kuruluş ve gelişmesi oldukça ilginçtir. Gelişmiş ülkelerde sermaye piyasası, ekonomik ve sosyal gelişmenin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmasına rağmen, Türkiye’de, yasayla kurulan istisnai bir model olmasıdır<sup>3</sup>.

Türkiye’de sermaye piyasası ihtiyacının artması, ekonomik ve sosyal gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Bu gelişmeler aşağıda anlatılmıştır.

## **A- EKONOMİK GELİŞMELER**

Türkiye’de sermaye piyasası ihtiyacını artıran ekonomik gelişmeler; menkul kıymet arz edenler ile talep edenler ve kamu idaresi açısından değerlendirilebilir. Menkul kıymet arz edenler, finansman ihtiyacı olanlar; menkul kıymet talep edenler de tasarruflulardır. Sermaye piyasasının bir ihtiyaç olarak ortaya çıkmasında bu kesimlerin ve bu arada kamu idaresinin rolleri aşağıda ele alınacaktır.

### **1-FİNANSMAN İHTİYACI OLANLAR AÇISINDAN**

Üretim ve yatırım faaliyetlerinden, satış noktasına kadar, uzun bir zaman geçer. Girişimciler, mal veya hizmetlerinin bedellerini, üretimin son safhası olan satışta elde ederler. Oysa ücret, hammadde, faiz, kira gibi harcamaları, üretim ve yatırım faaliyetleri ile başlar.

Girişimcilerin giderleri ile gelirleri arasındaki bu zaman farkından dolayı, işletme dışı kaynaklara başvurma ihtiyacı doğmaktadır<sup>4</sup>. Bu finansman ihtiyacını iki tür piyasa karşılar. Kısa vadeli olanları, para; uzun vadeli olanları ise, sermaye piyasası

<sup>3</sup> Sermaye Piyasası Kurulu ,1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasası, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, 1993, s. 1.

<sup>4</sup> Rıza Kandiller, “Para ve Sermaye Piyasaları’nın Kalkınmanın Finansmanına Katkısı”, II. Türkiye İktisat Kongresi, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, İzmir, 2-7 Kasım 1981, s. 281.

karşılar. İşletmelerin, işletme-içi ve işletme-dışı bazı faktörlerin etkisiyle, finansman ihtiyaçları artmıştır. İşletme-içi faktörler arasında, üretim için seçilen ölçek ve teknoloji yer alırken; işletme-dışı faktörler arasında, fiyatlar genel seviyesi yer alır<sup>5</sup>.

Türkiye’de Planlı Dönem ile birlikte, daha büyük ölçekli işletmeler kurmak veya mevcut ölçekleri büyütmek problemleri ortaya çıkmıştır. Müteşebbislerin kişisel sermayeleri, bu problemleri çözmek için yeterli değildir.

Emek-yoğundan sermaye-yoğun üretim teknolojisine geçilmesi, girişimcilerin finansman ihtiyaçlarını artıran bir başka gelişmedir. Sektör için iç ve dış rekabetin varlığı halinde, birçok avantajları olan sermaye-yoğun teknolojilere geçilmesi şarttır. Ayrıca seçilen bu teknoloji ile, işçi ve işveren grupları arasındaki ilişkiler, minimum seviyeye indirilmektedir. Bu ise sosyal çatışmaları en aza indirir.

Son yıllarda yaşanan fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi, sermaye piyasasına olan ihtiyacı artırıcı gelişmeler içerisinde yer alan önemli bir faktördür. Hatta bazı yazarlar tarafından en önemli etken sayılmaktadır. Enflasyonist bir ortamda, işletmelerin finansman ihtiyaçları artar. Böyle bir ortamda para otoriteleri, anti-enflasyonist etkisinden dolayı ödünç verilebilir fonlar arzını kısırlar<sup>6</sup>.

Tasarruflarının reel değerini kaybetmesinden dolayı tasarruflular da, fon arz etmekten kaçınırlar. Enflasyonist bir ortamda borç veren kaybeder, borç alan da kazanır. Keza işletmelerin kaynak sağlamaları, oldukça güçleşir.

## 2- TASARRUFÇULAR AÇISINDAN

Kişisel gelirlerin artışı, tasarrufların artışına neden olur. Milli gelirdeki reel artışlar, halkın o güne kadar tasarruf yapamayan kesimine, tasarruf yapma olanağı sağlar. Tasarruf sahiplerinin tasarruflarının yatırımlara dönüştürülmesinde, banka sistemi ve bizzat kendisinin yatırımında bulunması alternatifleri içinde, sermaye piyasası bir takım üstünlüklere sahiptir.

“Sermaye piyasasında, banka sisteminden farklı olarak tasarruflar, herhangi bir aşınmaya maruz kalmaksızın, bütünüyle yatırımlara gider; bizzat girişimci niteliğine sahip kişilerce yatırımların gerçekleşmesi, israf tehlikesini ortadan

---

<sup>5</sup> Eş, s.,2.

kaldırır”<sup>7</sup>. Bunun yanı sıra bankaların, mali piyasadaki tekelliliğinin oluşturduğu olumsuzluklar, ortadan kalkacaktır.

Menkul kıymet araçlarının miktar ve çeşit yönünden zenginliği, likiditelerinin yüksekliği, kurumlarının yaygın bir şekilde varlığı ve çalışmalarının etkinliği, tasarruf sahiplerinin tercihlerini, sermaye piyasasından yana kullandıracak önemli faktörlerdir.

### 3-KAMU AÇISINDAN

Planlı Dönem ile başlayan kalkınma hareketleri, kronikleşen bütçe açıklarının varlığı, enflasyonun devamlı artması, sosyal devlet olgusunun yaygınlaşması, bir iktisat politikası aracı olarak kamunun açık piyasa işlemlerini kullanmasıdır.

Türkiye’de sermaye piyasasının gelişmesine neden olan faktörler; özellikle 1980’lerin ikinci yarısından itibaren kamunun bütçe açıkları, menkul kıymet ihracı yoluyla giderilmeye başlanmıştır. Fakat bütçe açıklarının geçici bir durum olmayıp, süreklilik arz etmesi, kamu borçlanmasının hızla yükselmesine ve bu borçların faiz ödemelerinin de bütçe açıklarına katkıda bulunmasına neden olmuştur. Bu süreklilik nedeniyle kamunun menkul kıymet ihracı yolu ile mali piyasalardan borçlanması, özel sektör yatırımlarını olumsuz yönde etkilemektedir.

Tablo III.1’de 1981 yılı itibariyle kamunun borçlandığı yerlerin dağılımı gösterilmiştir.

Tablo III. 1  
1981 Yılı İtibariyle Kamu Borç Kaynaklarının Dağılımı (%)

Uluslararası Finans Kurumları	35,14
Devletler	45,78
Ticari Bankalar	19,05
Toplam	100

Kaynak: Hazine ve Dış Ticaret Dergisi, Haziran 1993, s. 27.

Sermaye piyasasının ve borsanın henüz tam olarak işlemediği 1981 yılında, kamunun borç kaynakları içerisinde, sermaye piyasası yoktur. Tablo III 1’e göre 1981 yılında kamunun borç kaynakları içerisinde devletler, % 45.78’lik bir payla ilk sırayı alır. İkinci sırada % 35.14’lük bir payla uluslararası finans kurumları,

<sup>6</sup> Faiz, karşılık ve disponibiliteler oranlarının yükseltilmesi, kredilere tavan uygulamalarının getirilmesi, ödünç verilebilir fonlar arzını kısıtıcı özellikleri olan devlet müdahaleleridir..

% 19.05'lik bir payla ticari bankalar üçüncü sırada yer alırlar.

1992 yılına gelindiğinde, sermaye piyasası ve kurumları artık işler durumdadır. Kamunun borçlanma kaynakları içerisinde sermaye piyasasının yer alması ile birlikte, kaynakların dağılımı değişmiştir.

Nitekim Tablo III.2'de kamu borç kaynakları dağılımında sermaye piyasasının payı % 47.57'ye ulaştığı görülmektedir. Buna karşılık ticari bankaların da payı yükselmiştir.

Tablo III. 2  
1992 Yılı İtibariyle Kamu Borç Kaynaklarının Dağılımı (%)

Sermaye Piyasası	47,57
Ticari Bankalar	34,49
Uluslararası Finans Kurumları	16,68
Devletler	1,26
Toplam	100

Kaynak: Hazine ve Dış Ticaret Dergisi, Haziran 1993, s. 27.

1992 yılı itibariyle uluslararası finans kurumları ve yabancı devletlerden borçlanarak sağlanan fonların oranı oldukça düşmüştür. Artık kamunun en önemli borç kaynakları, sermaye piyasası ile ticari bankalardır. Bu iki fon kaynağının, toplam borç kaynakları içerisindeki payı, % 80'in üzerindedir.

Sermaye piyasası, kamu idaresi tarafından bir iktisat politikası aracı olarak kullanılabilir. Hatta son yıllarda enflasyon ve zararlarının asgariye inmesinde, sermaye piyasası araçları etkin ve yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Sermaye piyasası araçları aracılığı ile ekonomiden fon toplanır ve böylece enflasyona neden olan toplam talep, frenlenmiş olur. Tasarrufları mobilize eden menkul kıymetler, kamunun ekonomik kalkınma çabalarına katkıda bulunurlar.

Sonuç olarak; şirketlerin büyüme ve yüksek teknoloji yatırım amaçlarını gerçekleştirmek istemeleri, yabancı kaynaklardan yararlanmanın maliyetinin yüksek olması ve bu arada devletin kaynak ihtiyacının artması, sermaye piyasası ihtiyacını artıran başlıca ekonomik gelişmelerdir<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Eş, s. 12.

<sup>8</sup> Mustafa Birol Çapanoğlu, Türkiye'de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları, Beta Basım-Yayın-Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1993, s. 18.

## **B- SOSYAL GELİŞMELER**

Sermaye piyasası, gelir ve servet dağılımında düzenleyici bir rol oynayarak, sosyal adalete katkıda bulunur. Üretimde kullanılacak olan sermayeyi, çok sayıdaki tasarruf sahiplerinden toplayan sermaye piyasası, üretim sonucu elde edilecek karı, geniş halk kitlelerine dağıtır. Böylece toplum için daha dengeli bir gelir dağılımı sağlanır. Sermaye piyasası diğer taraftan, üretim malları üzerindeki mülkiyeti, geniş halk kitlelerine dağıtarak ve kardan pay almalarına olanak sağlayarak, ekonomide servet dağılımında adaleti sağlayıcı rol oynar.

Aile şirketlerinin üretim ölçek ve teknolojilerini artan talebe göre değiştirmek istemeleri, finansman ihtiyacını doğurur. Bu ihtiyaçlarını halka açılarak gerçekleştiren aile şirketleri, sermaye piyasasının gelir ve servet dağılımında adaleti sağlama fonksiyonuna katkıda bulunurlar. Devletin özelleştirme uygulamaları, üretim malları üzerinde emek sahiplerine de pay alma hakkı tanır. Bu arada bütün bu gelişmeler, endüstriyel demokrasi anlayışını yaygınlaştırır.



## II- TÜRKİYE'DE PARA VE SERMAYE PİYASALARI

Ülke ekonomilerinin kalkınmışlık derecesi ile mali piyasaları arasında sıkı bir ilişki vardır. Mali piyasalar geliştikçe, o ülkenin ekonomik kalkınması da hız kazanır.

Ekonomik kalkınma yolunda önemli bir mesafe alamamış bir ülkede mali piyasaların görevi şunlar olmalıdır<sup>9</sup>:

1-Tasarrufları verimli olarak değerlendirmek suretiyle, tasarrufların hem artışını, hem de daha büyük oranda mali sisteme yönelmesini teşvik etmek,

2-Tasarrufları, kalkınmada öncelikli alanlara kanalize ederken, sağladığı aracılık hizmetinin maliyeti, asgari düzeyde olmalı,

3-Kalkınmada öncelikli alanların ihtiyaç duydukları kaynakları, nicelik ve nitelik olarak yeterli ve zamanında karşılayabilmeli,

4-Kalkınma yolunda bir darboğaz değil, kalkınmayı hızlandırıcı ve etkinleştirici bir sistem olmalıdır.

Bir sermaye piyasasının gelişmişlik derecesi; birincil piyasada ihraç edilen menkul kıymetlerin hacmi, ikincil piyasanın işlem hacmi, finansal kuruluşların faaliyet düzeyleri ve çeşitleri, finansal varlıkların çeşitlilikleri ve gerekli rekabet koşullarının varlığı ile ölçülür.

1980'li yıllara kadar Türk sermaye piyasasının yukarıdaki kriterler açısından gelişmiş olduğu söylenemez. Çünkü; ekonomik kalkınma çabalarının sonucu olarak, sanayinin uzun vadeli finansman gereksinimleri, bankaların kısa vadeli kredileri ile ya da kalkınma ve yatırım bankalarının kısıtlı olanaklarıyla karşılanamaz duruma gelmiştir<sup>10</sup>.

Finansman açığının kapatılması için kamu, uluslararası finans kurumları ile devletlerden borçlanma yoluna gitmiştir. Tablo II.1'de 1981 yılı itibariyle kamunun borç kaynakları içinde devletler % 45.78'lik bir payla birinci sırada, uluslararası finans kurumları % 35.14'lük bir payla ikinci sırada yer almaktadır. Ticari bankaların payı ise, % 19.05'tir. Kaynakların yaklaşık olarak % 80'i dış borçlardan oluşmaktadır.

<sup>9</sup> Ahmet Demirel, "1980'li Yıllarda Para ve Sermaye Piyasasının Kalkınmanın Finansmanına Katkısı", II. Türkiye İktisat Kongresi, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, 2-7 Kasım 1981, İzmir, s. 293.

<sup>10</sup> Sadun Abaç, "Para ve Sermaye Piyasasının Kalkınmanın Finansmanına Katkısı", II. Türkiye İktisat Kongresi, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, 2-7 Kasım 1981, İzmir, s. 316.

1980'li yıllara kadar sermaye piyasasının gelişmesinden söz edilemez. Bunun yerine bankacılık sistemi olarak banker piyasasının geliştiği söylenebilir. Banker piyasası, yüksek faiz oranları ile oligopolcü banka sisteminin düşük faiz oranları üzerinde, yükseltici bir baskı unsuru oluşturmuştur. Bu da tasarrufların artmasına neden olmaktadır<sup>11</sup>. 1981-1991 yılları arasında toplam tasarrufların finansal varlıklar aracılığı ile finansal piyasaya yönelen kısmı, % 70-80 düzeyindedir. Konut yatırımlarına toplam tasarrufların % 15-25'i arasında dalgalandığı göz önünde tutulursa, toplam tasarrufların büyük bir bölümünün finansal varlıklara kaydığı sonucuna varılabilir<sup>12</sup>.

1991 yılı itibariyle finansal tasarrufların GSMH'ya oranı % 36 iken; 1995 yılı Eylül ayı itibariyle % 62.2'dir. Aynı dönemlere ait finansal tasarrufların bankacılık kesimine yönelen kısmı, sırasıyla % 64.7 ve % 58.5 olarak gerçekleşmiştir. Sermaye piyasasına yönelen finansal tasarrufların oranı ise, sırasıyla % 35.3 ve % 41.5'tir. Bu veriler de açıkça göstermektedir ki; her ne kadar mali sistem içerisinde bankacılık kesiminin ağırlığı olsa da, finansal tasarruflar gün geçtikçe bankacılık kesiminin aleyhine olarak sermaye piyasasına yönelmektedir.

#### **A- EKONOMİDE PARA VE SERMAYE PİYASALARININ YERİ**

“Ülkemizde finansal sistemin gelişmesine en önemli katkı, bankacılık sistemi tarafından gerçekleştirilirken; finansal mekanizmanın uzun vadeli ve sermaye kaynağı olarak ekonomiye yön vermesi beklenen sermaye piyasası ise, kendisinden beklenen işlevi yerine getirememiştir”<sup>13</sup>.

1981 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması, finansal varlıkların dağılımını, sermaye piyasası lehine değiştirmiştir. Finansal varlıklar; bankalardaki mevduatlar (M2Y) toplamı ve sermaye piyasası araçlarıdır.

<sup>11</sup> Abaç, s. 317.

<sup>12</sup> Toprak, 1996, s. 90.

<sup>13</sup> Ahmet Demir, Oktay Küçükiremitçi, Semra Pekmaya, Aykan Üreten, “İMKB'de Sanayi Şirketlerinin Hisse Senedi Getirileri İle Finansal Oranları Arasındaki İlişkilerin Belirlenmesi ve Bu İlişkilere Göre Şirketlerin Sıralandırılması”, Doç. Dr. Yaman Aşıkoğlu'na Armağan, SPK Yayınları, No: 56; Ankara, 1997, s. 283.

Tablo III.3'te Türkiye'de mali varlıkların dağılımı gösterilmiştir.

Tablo III. 3  
Toplam Mali Varlıkların Kompozisyonu (%)

Yıllar	1982	1984	1986	1988	1990
Bankacılık Sektörü (M2Y)	81,86	79,74	77,07	73,20	67,57
Toplam Menkul Kıymetler	18,14	20,26	22,93	26,80	32,43
Kamu	7,30	13,67	16,84	17,73	19,15
Özel	10,84	6,59	6,08	9,07	13,28

Kaynak: SPK, TCMB, HM.

Tablo III.3'den görüleceği gibi; 1982 yılında finansal varlıkların % 81,86'sını M2Y, % 18,14'ünü sermaye piyasası araçları (bu araçların %7,30'u kamu, % 10,84'ü özel kesime aittir) oluşturur. İlerleyen yıllarda sermaye piyasasının araçlarının, finansal varlıklar pastasından aldığı pay artmıştır. 1990 yılına gelindiğinde finansal varlıkların kompozisyonu şöyledir: % 67,57'lik kısmını M2Y, % 32,43'lük kısmını sermaye piyasası araçları oluşturur. M2Y'nin finansal varlıklar içindeki payının azalmasının nedeni; kamu sektörünün finansal açıklarını finanse etmek amacıyla, tahvil ve hazine bonosu ihraç etmesi yüzünden meydana gelmiştir.

Tablo III.4'de mali (finansal) tasarrufların GSMH içerisindeki payı, yıllar itibariyle gösterilmiştir.

Tablo III. 4  
Mali Tasarruflar (%)

Yıllar	1991	1992	1993	1994	1995 (*)
Fin. Tasarruflar / GSMH	36,0	41,9	44,7	50,1	62,2
Bankacılık Sekt. / Fin. Tas.	64,7	57,7	55,7	61,3	58,5
Ser. Piy. Araç. / Fin. Tas.	35,5	42,3	44,3	38,6	41,5

Kaynak: SPK, Yıllık Rapor, 1995.

(\*) Eylül ayı itibariyle.

Tablo III.4'e göre GSMH içerisinde mali tasarrufların payı 1991 yılında % 36 iken; bu payın % 64,5'i bankacılık sektörüne, % 35,5'i sermaye piyasası araçlarına aittir. Mali tasarruflar, GSMH içerisindeki payını 1992'de % 41,9'a, 1993'de % 44,7'ye, 1994'te % 50.1'e ve 1995 yılının Eylül ayı itibariyle % 62.2'ye yükseltmiştir. 1992 yılının Eylül ayı itibariyle sermaye piyasası araçlarının GSMH içerisindeki payı, % 26'dır<sup>14</sup>.

Tablo III.4'e göre Türkiye'de, tasarruf oranı armaktadır. Bu arada mali

<sup>14</sup> Sermaye piyasası araçları/GSMH = Sermaye piyasası araçları/Mali tasarruflar x Mali tasarruflar/GSMH = 41,5 x 62,2 / 100 = 25,8/100

tasarruflar içerisinde sermaye piyasası araçlarının payı, bankacılık sektörünün - dolayısı ile para piyasasının- aleyhine olarak, bir artma eğilimi göstermiştir ve 1995 yılı Eylül ayı itibariyle payı, % 41,5'e yükselmiştir. Sermaye piyasasına bu yönelişin nedenleri arasında; banka kredilerinin maliyetinin yüksek ve vadelerinin düşük olması, işletmelerin halka açılması, sermaye piyasasının daha elastik bir yapıya sahip olması sayılabilir.

Türkiye ve diğer az gelişmiş ülkelerde para piyasasının, sermaye piyasasına görece bir üstünlüğü vardır. Bu üstünlüğün nedenleri aşağıda açıklanmıştır.

### **B- TÜRKİYE'DE PARA PİYASASININ ÜSTÜNLÜKLERİ**

Türkiye'de para piyasası, sermaye piyasasına oranla bir üstünlüğe sahiptir. Bunun nedenleri şunlardır;

1- Türkiye'de para piyasası, sermaye piyasasına göre, ülke çapında örgütlenmesi ve yaygınlaşması daha ileridir. İlçelere ve beldelere varıncaya kadar, ticari bankaların şubeleri vardır. Türkiye'de tasarrufçu kitlenin çok sayıda kişi ve bölgelere bölüdüğü düşünülürse, para piyasası kurumlarının sermaye piyasasına göre, bu kişi ve bölgelere daha kolay ulaşma olanağı vardır.

2- Monetizasyon denilen para ekonomisine geçiş, para piyasasına güç kazandırmıştır. Daha önceleri trampa şeklinde yapılan alışverişler, giderek para ile yapılmaya başlanmıştır. Bu durum ise, halkın bankalara yaklaşımını kolaylaştırıcı ve para piyasasını destekleyici bir gelişmedir.

3- Para piyasasının sermaye piyasasına üstünlüğünün bir diğer nedeni de, yatırılan tasarrufların geri dönüş süresi ile ilgilidir. Sermaye piyasası yoluyla yatırımlara giden tasarrufların geri dönüşü, uzun bir süre ister. Örneğin; hisse senetlerinde vade, sonsuzdur. Tahvillerde ise, vade süresi 1 yıldan yukarıdır. Oysa para piyasasına yatırılan tasarrufların getirisini, tasarrufçu kendisi belirleyebilir.

4- Sermaye piyasasındaki bazı menkul kıymetler için risk faktörü önemlidir. Örneğin; hisse senetlerinde getiri, iştirak olunan şirketin yıl sonunda elde edeceği kara bağlıdır. Kar edilmeyip, yıl sonu faaliyeti zarar ile kapanırsa, hisse senedi sahibi tasarrufunun getirisinden mahrum kalır. Halbuki para piyasasında, böyle bir risk yoktur. Tasarrufçu, tasarrufunu belirtilen faiz karşılığında yatırır ve vadesi gelince ana parası ile birlikte faizini de alır.

### III- TÜRKİYE'DE TASARRUFLARIN DURUMU

Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından 1988 yılında yapılan bir araştırma, Türkiye'deki tasarruflar hakkında oldukça ilginç sonuçlar vermektedir. Araştırma sonuçlarından bazıları şunlardır<sup>15</sup>;

- Halkın, sadece % 27'si tasarruf yapabilmektedir.

-Halkın büyük çoğunluğu tasarruflarını, altın, gayrimenkul, bankada mevduat ve döviz şeklinde değerlendirmektedirler.

- Sermaye piyasasına yatırılan tasarruflar, çok azdır.

- Gelir düzeyi arttıkça, gayrimenkul alımı da artmaktadır.

Türkiye'de mevcut tasarrufların durumuna geçmeden önce, hanehalklarının elde ettiği gelirlere ve dağılımına değinmekte yarar vardır. Çünkü; tasarruf, gelirin tüketilmeyen kısmı olup, gelire bağımlıdır. Dolayısıyla, gelirlerin nerelerden ve ne kadar elde edildiği konusu, tasarruflar açısından önemlidir.

#### A- GELİR DAĞILIMI

Türkiye'de sermaye piyasası ile ilgili çalışmalara geç başlanılması, sermaye piyasası araçlarından elde edilen gelirlerin de düşük düzeylerde seyretmesinin başlıca nedenidir. Türkiye'de en önemli gelir kaynağı, girişimcilikten elde edilir.

Tablo III.5'te Türkiye'de hanehalklarının gelirlerinin, türlerine göre toplam gelir içindeki dağılımı gösterilmiştir.

Tablo III. 5  
Türkiye'de Hanehalklarının Elde Ettiği Gelirlerin Dağılımı

Gelir Türleri	Yüzdeleri
Maaş ve Ücret	24.07
<u>Müteşebbis</u>	51.45
-Tarım	22.83
-Ticaret	13.08
-Hizmet	7.30
-Tarım Dışı Üretim	8.24
Gayrimenkul	11.84
Menkul Kıymet	1.82
Karşılıksız	10.82
<b>Toplam Gelir</b>	<b>100</b>

Kaynak: İstatistiklerle Türkiye 1995, DİE, s. 118.

Girişimcilerin uğraşı alanlarına; tarım, ticaret, hizmet ve tarım dışı üretim

<sup>15</sup> Orhan Şener, *Türkiye'de Sermaye Piyasalarının Sanayileşme Üzerindeki Etkileri*, Friedrich Ebert Vakfı, İstanbul, 1988, s. 13.

girmektedir. Girişimcilikten elde edilen gelirlerin, toplam elde edilen gelirlerden aldıkları pay, % 41,45'tir. İkinci sırayı, % 24,07'lik payla, maaş ve ücretler alır. Gayrimenkullerden elde edilen gelirlerin payı, % 11,84'tür. Karşılıksız olarak elde edilen gelirlerin payı, % 10,82'dir. Sermaye piyasası araçları olan menkul kıymetlerden elde edilen gelirlerden elde edilen gelirler, % 1,82'lik payla, en son sırada yer alırlar.

Menkul kıymetlerden elde edilen gelirlerin, toplam gelirler içinde çok düşük pay almasının başlıca nedenleri şunlardır; sermaye piyasası ve menkul kıymetler ile ilgili kurumların kurulmasına ve yasal düzenlemelere gidilmesine geç başlanması, tasarrufların yetersizliği, halkın piyasa hakkında yeterince bilgi sahibi olmayışı, şirketlerin şeffaf olmayışları, kamuyu aydınlatıcı kuruluşların sayısının yetersiz oluşu ve alışkanlıklardır.

### **B- TASARRUF SAHİPLERİ VE YATIRIM ALANLARI**

Az gelişmiş ülkelerin tipik özelliği olan tasarruf yetersizliği, Türkiye'de de mevcuttur. Gelişmiş ülkelerde tasarrufların çoğunluğunu, kurumsal tasarruflar oluştururken; az gelişmiş ülkelerde gönüllü tasarruflar çoğunluğu oluşturur. Türkiye'de kişi başına düşen gelirin çok düşük olduğu göz önünde bulundurulursa, tasarrufların düşük düzeylerde gerçekleşeceği, açıktır.

Gelişmiş ülkelerin tasarruf ve tüketim yapıları, hemen hemen birbirleriyle benzerlikler arz eder. Bu ülkelerde gelirin yaklaşık % 25'i konut giderine, % 20-25'i gıda harcamalarına, % 20-25'lik kısmı giyecek, tatil gibi harcamalara ayrıldıktan sonra, geriye kalan % 20-25'lik kısmı tasarruf edilmektedir. Fakat Türkiye'de gelirin yaklaşık olarak % 50'si konut giderine harcandığı için; geriye kalan miktar, gıda, giyecek, sağlık, eğitim, su, elektrik, yakacak gibi zorunlu harcamalara ancak yetebilmektedir<sup>16</sup>.

Tablo III.6'da, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bazı Avrupa ülkelerinin tasarruflarının, GSMH'ları içerisindeki payları görülmektedir.

---

<sup>16</sup> Şener, s. 19.

Tablo III. 6  
Bazı Ülkelerin ve Türkiye'nin Tasarruf / GSMH Oranları

Ülkeler	Tasarruf / GSMH (%)
Fransa	21.6
Batı Almanya	23.1
Yunanistan	25.6
İtalya	22.6
Japonya	30.7
Hollanda	20.1
Norveç	29.9
Portekiz	20.5
İspanya	18.9
İsviçre	26.7
Türkiye	16.6
İngiltere	19.3
Yugoslavya	37.0

Kaynak: Orhan Şener, Türkiye'de Sermaye Piyasalarının Sanayileşme Üzerindeki Etkileri, Friedrich Ebert Vakfı, İstanbul, 1988, s. 18.

Tablo III.6'ya göre, Türkiye'de oluşan tasarrufların GSMH'ya oranı, % 16,6'dır. Bu oran, tabloda yer alan diğer ülkeler içerisinde en düşük olanıdır. Bunun nedeni de, gelirin düşük düzeylerde gerçekleşmesidir. Türkiye'de tasarruf oranının böyle düşük gerçekleşmesi yanı sıra, mevcut tasarruflar da etkin olarak ve yatırımlara dönüştürülecek şekilde yönlendirilememektedir. Genellikle, üretken ve verimli olmayan alanlara yatırım yapılmaktadır. Altın, hala en başta gelen yatırım aracı olma özelliğini korumaktadır.

Tablo III.7'de, Türkiye'de tasarruf yapanların yatırım alanlarının dağılımı gösterilmiştir.

Tablo III. 7  
Türkiye'de Tasarruf Yapanların Yatırım Alanları

Yatırım Alanları	Yüzdesi
1- Altın	23.8
2- Banka Mevduatı	21.4
3- Gayrimenkul	17.6
4- Döviz	9.4
5- Özel Şirket Tahvili	5.1
6- Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu	5.1
7- Gelir Ortaklığı Senedi	4.0
8- Özel Şirket Hisse Senedi	3.5
9- Menkul Kıymet Yatırım Fonu	3.2
10- Diğer Alanlara	5.6
11- Yanıt Vermeyenler	1.3
<b>Toplam</b>	<b>100</b>

Kaynak: Orhan Şener, Türkiye'de Sermaye Piyasalarının Sanayileşme Üzerindeki Etkileri, Friedrich Ebert Vakfı, İstanbul, 1988, s. 15.



Tablo III.7'ye göre altına yatırım yapanlar, tasarruf yapanlar içerisinde % 23,8'lik bir payla, birinci sırada yer alırlar. Banka mevduatına % 21,4 , gayrimenkullere % 17,6, dövize % 9,4 oranında kişi yatırım yapmıştır. Sermaye piyasası araçlarına yatırım yapanların payı ise yaklaşık olarak, % 21 civarındadır.

Türkiye'deki tasarruf sahipleri, tasarruflarının yarısından daha fazlasını, ekonomik yönden verimli sayılmayan altın, döviz, gayrimenkul gibi alanlara yatırmaktadırlar. Tasarrufların büyük bir bölümü sanayi alanına gitmediği için bu tasarruflar, ekonomik kalkınma açısından bir anlam ifade etmemektedirler.

“Kamu menkul kıymetlerine olan istemin bankalarla sınırlı kalmasının temel sakıncası, bunların bankalar tarafından krediye alması bir yatırım biçiminde algılanmalarıdır. Bu da bankaları, kamu menkul kıymet ihalelerinde belli bir fiyat teklif etme davranışına yöneltmekte, bu da kamu borçlanması maliyetinin düşürülmesini zorlaştırmaktadır. Öte yandan, böyle bir alması yatırım aracına sahip olmaları, bir dereceye kadar kredi açmakta isteksiz davranmalarına yol açabilecek bir rahatlık ta sağlamaktadır<sup>17</sup>.”

“Enflasyonun hakim olduğu dönemlerde, spekülasyon ile enflasyon arasında doğrudan bir nedensellik ilişkisi söz konusu olmaktadır. Enflasyonist dönemde, yatırım vadelerinin kısalması sonucu, yatırımcılar sermaye piyasasından ve borsadan çekilmekte, piyasada sadece spekülasyoncular kalmaktadır. Türkiye'de kitle psikolojisi yanında enflasyon olgusu nedeniyle de, borsa sürekli spekülasyon yükseliş ve inişlere konu olması kaçınılmazdır<sup>18</sup>.”

Tablo III.8'de Türkiye nüfusu, gelir gruplarına göre sınıflandırılmıştır. Bu sınıflandırmaya göre nüfus; üst, orta, alt orta, düşük orta ve düşük gelir gruplarına ayrılmıştır.

<sup>17</sup> DPT, Sermaye Piyasası, VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara, 1989, s. 91.

<sup>18</sup> Remzi Özbay, “Hisse Senetleri Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler, Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon”, Doç. Dr. Yaman Aşıkoğlu'na Armağan, SPK Yayınları, No: 56, Ankara, ss. 469, 470.

Tablo III. 8  
Türkiye Nüfusunun Gelir Gruplarına Göre Tasarruf Yapabilenler

Sosyo-Ekonomik Gelir Grubu	Toplam Nüfusa Oranı (%)	Tasarruf Yapabilenler (%)
Üst Gelir	2.2	67.8
Orta Gelir	13.1	52.8
Alt - Orta Gelir	28.1	27.9
Düşük - Orta Gelir	48.2	20.0
Düşük Gelir	8.4	9.4

Kaynak: Orhan Şener, Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Sanayileşme Üzerindeki Etkileri, Friedrich Ebert Vakfı, İstanbul, 1988, s. 14.

Toplam nüfusun % 2,2’lik bir kısmını oluşturan üst gelir grubuna girenlerin % 67,8 kadarı, tasarruf yapabilmektedir. Daha düşük gelir seviyesini temsil eden gruplara geçildikçe, nüfusun büyük çoğunluğunu oluşturmalarına rağmen, tasarruf yapabilenlerin yüzdesi, oldukça düşüktür. Bu da, gelir ile tasarruf yapabilme arasında, doğru bir orantının varlığını kanıtlar.

### C- KALKINMA PLANLARI VE TASARRUFLAR

Bir ülkede istenilen yatırım düzeyi ne olursa olsun, toplam yatırımların büyüklüğünü belirleyen en önemli faktör, o ülkenin iç tasarruf yeteneğidir. İç tasarruf yeteneği; bir yılda yapılan yatırımların, GSMH’ya oranını ifade eder. İç tasarruflar üç kesimden oluşur; 1-Kişisel tasarruflar, 2-Ortaklık şeklindeki girişimlerin tasarrufları, 3-Kamunun tasarrufları<sup>19</sup>.

Türkiye’de planlı kalkınmayı sağlamak üzere, 30.09.1960 yılında Devlet Planlama Teşkilatı kurulmuştur. II. Dünya Savaşı sonrasında az gelişmiş ülkeler arasında planlı kalkınma uygulamaları yaygınlık kazanmıştır. 1961 Anayasası’nda da planlı kalkınma modeli benimsenmiş ve emredici bir hüküm olarak yer almıştır. Türkiye’de uzun çalışmalar sonucunda 1963 yılında planlı kalkınma dönemine girilmiştir. Planlar beşer yıllık süreler için hazırlanmış ve yıllık programlar çerçevesinde yürütülmüştür.

Türkiye’de planlı kalkınma dönemleri şunlardır;

-I. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1963-1967)

-II. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1968-1972)

<sup>19</sup> Sadi Özer, “ Para ve Sermaye Piyasasının Kalkınmanın Finansmanına Katkısı”, II. Türkiye İktisat Kongresi, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, 2-7 Kasım 1981, İzmir, s. 269.

- III. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1973-1977)
- IV. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1978-1982)
- V. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1984-1988)
- VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1990-1994)
- VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1996-2000)

1980 öncesi kalkınma planlarında, ithal-ikameci bir strateji benimsenmiştir. Ki; bu anlayış o dönemlerde az gelişmiş ülkeler arasında oldukça yaygındır. 1980 sonrasında ise ihracaata yönelik sanayileşme stratejisi benimsenmiştir<sup>20</sup>. 24 Ocak 1980 kararları ile IMF ve Dünya Bankası'nın önerileri çerçevesinde Türkiye, ithal ikameci stratejiden ihracata yönelik stratejiye geçmiştir<sup>21</sup>.

Gelişmiş ülkelerde ithal ikamesi politikası, ekonomik kalkınmayı kamçılayıcı bir rol oynamıştır. Doğal kaynakların genişliği ölçüsünde bu rol, geçerliliğini sürdürmektedir. Kalkınmanın başlangıcında bu politikanın sanayileşme aşaması için gerekli olduğu, fakat ileriki aşamalarda sanayileşme modelini engellediği gerçeği ortaya çıkmıştır. Gelişen ekonomilerin çoğu, ekonomik kalkınmalarında ithal ikamesi politikası uygulamıştır. Uzun süreli dönemler sonunda bu politikanın, amaçlanan uygun büyüme oranını tam olarak gerçekleştirememesi nedeniyle, birçok ülke tarafından ekonomik gelişme için daha kalıcı bir politika olarak, ihracatın genişletilmesi politikasının benimsendiği ve giderek artan bir oranda uygulandığı, somut bir gerçektir.

İhracata yönelik kalkınma modelinin gerçekleşmesi için birinci koşul; dış ticaret rejiminde aksaklıkların bulunmamasıdır. Halbuki Türkiye'de dış ticaret rejimi, rasyonel ve sistematik olmaktan çok, pragmatik bir karakter taşır. İkinci koşul; etkin örgütlenmelere gidilmesi ve özendirici tedbirlerin alınmasıdır.

“Bilindiği gibi Türkiye'nin de Güney Kore gibi beşinci beş yıllık kalkınma planlarını yürürlüğe koyması aynı tarihlere rastlamaktadır. Ancak geçen yıllar boyunca, beş yıllık planlardaki hedefler ile gerçekleşenler dikkate alınıp, Güney Kore ile karşılaştırıldığında, birçok alanda plan hedeflerinin gerisinde kaldığı

---

<sup>20</sup> Seyidoğlu, 1992, s. 695.

anlaşılmaktadır. Bu alanlardan birisi de ihracatın geliştirilmesidir. Güney Kore ihracat pazarlaması programlarını titizlikle uygulamaya başlamış ve 1965 yılında tüm ülke çapında ihracat firmalarına uluslararası ticaret alanında uzman yetiştirmeyi amaçlayan ‘İhracat Okulu’ açmıştır<sup>22</sup>.”

Planlı dönemin ilk iki planında, tasarruflar önemli ölçüde artmıştır. I. Plan döneminde GSMH’nın % 14.2’si olan iç tasarruflar, II. Plan döneminde % 18’e yükselmiştir. III. Plan döneminde iç tasarrufların şiddetli bir düşme gösterdiği dönem olmuş ve iç tasarruflar/GSMH oranı, % 16’ya düşmüştür. Yatırımlar ise II. Plan döneminde GSMH’nın % 19.4’üne, III. Plan döneminde % 21.9’una yükselmiştir. Yatırımlar ile tasarruflar arasındaki fark, dış tasarruflar ile finanse edilmiştir. Yatırımların artırılması, yurt içi tasarrufların artırılmasına bağlıdır. Fakat tasarrufların Türkiye’de hızla yükselmesini sınırlandıran bazı faktörler vardır. Kişi başına düşen milli gelirin, kalkınma çabalarına rağmen düşük olması, tasarrufların istenilen düzeye yükselmesini engelleyen en önemli faktördür.

Tasarrufların düşük düzeylerde gerçekleşmesine neden bir diğer faktör, enflasyondur. 1971 yılında başlayan ve giderek artan bir seyir izleyen enflasyon, finansal tasarruflara katılması beklenen meblağların, enflasyondan zarar görmeyen veya en az zarar gören mallara yatırılmasına neden olmaktadır. Bunlar ise; arsa, arazi, döviz, altın, dayanıklı tüketim malları gibi verimsiz alanlar olmaktadır.

İlk dört kalkınma planında sermaye piyasasının kurulma gereğine değinilmesine rağmen, bir türlü kurulamaması ve etkin bir şekilde işlememesi, tasarrufların sınırlı kalmasına neden olan bir diğer etkendir<sup>23</sup>.

1980 yılından itibaren başlayan piyasa ekonomisine geçiş sürecinde, finans kesiminin serbestleşmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır. 1980’li yılların ilk yarısında yurt içi finansal hareketlerin serbestleştirilmesi, ikinci yarısında ise uluslararası finans kesimi ile bütünleşmesi yönünde yasal ve kurumsal düzenlemelere

<sup>21</sup> Sevgi Gerek, “Türkiye’de Parasallaşma Sürecinde Mali Piyasalara Yöneliş”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, SPK Yayınları, No. 54, Ankara, s. 155.

<sup>22</sup> Mete Oktav, Alican Kavas, Mustafa Tanyeri, **İhracatın Geliştirilmesi ve Ortak Pazarlama Grupları**, TOBB, Ankara, 1992, s. 32.

<sup>23</sup> Demir Demirgil, “Kalkınmanın Finansmanında İç Tasarrufların Yatırımlara Dönüştürülmesi”, Türkiye’nin Ekonomik Kalkınma Süreci İçinde Sermaye Piyasasının Rolü Semineri, 1980, ss. 12,13.

gidilmiş ve 1989 yılı Ağustos ayında uluslararası sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Bu düzenlemelerin etkisiyle finansal piyasalarda araçlar artmış, ancak bu gelişmeye paralel bir finansal derinleşme sağlanamamıştır<sup>24</sup>.

1980 yılından sonra para ve sermaye piyasası varlıklarından oluşan finansal varlıklar, hem bileşimleri itibariyle önemli gelişmeler göstermiş, hem de GSMH'ya oranla önemli artışlar kaydetmiştir. 1987 yılından itibaren sermaye piyasası varlıklarının payındaki görece artış nedeniyle payı bir miktar düşse de, bankacılık kesimi varlıklarının, toplam finansal varlıklar içindeki payı, değişmemiştir.

1980-1993 aralığının ilk yarısında toplam finansal varlıkların % 70'ine varan bankacılık kesimi varlıklarının, aralığın ikinci yarısında payının düştüğü ve % 50'lere indiği gözlenmiştir. Buna karşı sermaye piyasası varlıkları da sürekli artış göstermiştir<sup>25</sup>.

1984-1988 yıllarını kapsayan V. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda, kalkınmanın artan bir oranda yurt içi tasarruflar ile sağlanması hedef alınmıştır. Gönüllü tasarrufların artırılması teşvik edilmiştir. Diğer taraftan gerçekçi faiz uygulaması ile gönüllü tasarrufların artırılması yanında, bunların bankacılık ve finansal kurumlarda toplanması özendirilmiştir. Bu bağlamda gelir ortaklığı senedi, finansman bonusu, kar ve zarar ortaklığı belgesi, menkul kıymet yatırım ortaklığı ile fonu ve benzeri tasarruf araçları zenginleştirilmiş, böylece sermaye piyasasının güçlenmesine önem verilmiştir. Bu uygulamalar sonucunda V. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nın başında 1984 yılında iç tasarruflar/GSMH oranı, % 16.5 iken; 1988 yılında bu oran % 27.2'ye yükselmiştir. Bu gelişme, özellikle özel tasarruflardaki artışlardan kaynaklanmıştır.

Özel tasarruflardaki artışların yanında, kurum tasarruflarında da iç ve dış talepteki canlılıktan, nispi fiyat yapısının değişmesinden ve kurumlar lehine muafiyet ve istisnalardan oluşan vergi uygulamalarından kaynaklanan önemli artışlar kaydedilmiştir<sup>26</sup>.

<sup>24</sup> VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1996-2000), DPT, s. 100.

<sup>25</sup> Toprak, 1996, s. 87.

<sup>26</sup> VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Gelişmeler 1984-1988, DPT, 1990, s. 12;  
Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-1995, DPT, 1996, s. 19.

#### IV- FİRMALARIN FİNANSMAN EĞİLİMLERİ

Gerek kamunun, gerekse firmaların her zaman için nakit giriş ve çıkışları arasında tam bir uyum sağlamaları söz konusu olmayabilir. Bu durumda bu ekonomik birimler, mali piyasaya bazen alacaklı, bazen de borçlu olarak girerler. Böylece fon fazlalarını yatırıma dönüştürecek veya nakit sıkıntılarını azaltmaya çalışacaklardır<sup>27</sup>.

“Türkiye’de bankacılık sektörü, mali sistemin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Gerek para ve gerekse sermaye piyasasındaki faaliyetlerin tamamına yakın kısmı bankalar aracılığıyla yürütülmektedir. Mevcut düzenlemelere göre bankaların yapabilecekleri bazı işlemlere kısıtlama konulmakla birlikte; faaliyet gösterebilecekleri mali piyasalar sınırlandırılmamıştır. Para piyasası politikalarının net bir şekilde belirlenmesi, serbest faiz uygulamasının bankalararası rekabeti hızlandırarak, bankaları daha etkin ve verimli çalışmaya yöneltmesi ve yurt dışından kaynak temin etme olanaklarının artması sonucu, bankacılık sektörü uluslararası piyasalarda yaygın olarak kullanılan karlılık artırıcı finansal araçları da tanıma ve kullanma olanağını elde etmiştir”<sup>28</sup>.

Firmalar, yatırım yaptıklarında ve teknolojik yeniliğe gittiklerinde maliyetleri düşecektir. Yatırımların yapılması, mali kaynakların varlığına bağlıdır. Mali kaynaklar ise ya öz sermayeden veya mali sistemden veya her iki kaynaktan oluşmaktadır. Türkiye’nin finansal sistemi rekabeti kısıtlayan bir unsurdur. Keza yeni firmalar, mali kaynak sağladıkları ölçüde yatırım yapıp, üretime geçeceklerdir<sup>29</sup>.

Kamu kesiminin yurt içi kaynakların giderek artan bir bölümünü kullanmasının nedeni; bu kesimin mali dengelerindeki bozulmadır. 1987 yılı sonrasında kamu harcamalarının, harcanabilir gelirden giderek artan bir seyir izlediği görülmektedir. Diğer yandan kamunun tasarrufu/GSMH oranı, 1990 yılından sonra hızla düşmüş ve negatif olmuştur. Kamu tasarruf-yatırım farkı da 1987-1990 dönemi boyunca, sürekli negatif olmuştur.

<sup>27</sup> Aleeddin Tileylioğlu, “Para Piyasaları”, **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Nisan 1992, s. 61.

<sup>28</sup> Kırdaloğlu ve Saklar, s. 53.

<sup>29</sup> Gökhan Çapoğlu, “Rekabet Kavramı ve Rekabeti Koruma Yasa Tasarısı”, **Türkiye İktisat Dergisi**, TOBB Yayını, Mayıs 1993, ss. 8,10.



Özel kesimde ise durum aksinedir. 1987 yılından itibaren özel tasarruflar/GSMH oranı sürekli artmış ve 1987'de % 15,8 iken, 1994'te % 24'e ulaşmıştır. 1993'te kamunun tasarruf-yatırım farkının GSMH'ya oranı %-10,1 olarak gerçekleşirken, özel kesimde % 5,1'lik bir fazla oluşturulmuştur. Bir nebze de olsa ekonominin tümü için tasarruf-yatırım farkı, özel kesim tarafından azaltılmıştır<sup>30</sup>.

Mali derinleşme, M<sub>2</sub>Y'nin GSMH içerisindeki payı ile ölçülür. M<sub>2</sub>Y, yurt içinde yerleşiklerin yabancı para mevduatları ile birlikte diğer mevduatlar ve dolaşımdaki para toplamıdır. Türkiye'deki mali derinleşmi incelenirken, diğer ülkelerle karşılaştırılması, konunun daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacaktır. IMF tarafından tanımlanan ve hemen hemen M<sub>2</sub>Y'ye karşılık gelen 'para +para benzeri' değişkeni ile GSMH verileri alındığında; Türkiye'nin henüz mali derinleşmede diğer ülkelerden çok geride olduğu anlaşılır.

1992 yılına göre para+para benzeri/GSMH oranı ile ülkelerin mali derinleşme karşılaştırması (% olarak) şöyledir<sup>31</sup>; Almanya 66, İngiltere 95, Fransa 60, Danimarka 59, İspanya 77, Yunanistan 56, İtalya 62, Portekiz 84, Türkiye 28'dir.

“1980 sonrası dönemde Türkiye'de mali sistemin görece büyüklüğünde artış olmakla birlikte, varılmış bulunan noktanın diğer ülkelere göre daha alt düzeylerde olması, çalışmanın konusu açısından son derece önemlidir. Kamu kesiminin mali dengesinin son yıllarda gittikçe bozulmasına ve iç borçlanmaya giderek daha fazla ağırlık verilmesine paralel olarak, kamu kesiminin iç borç stokunun GSMH'ya oranının da arttığı görülmektedir”<sup>32</sup>.

Şirketler kesiminin yabancı kaynaklar boyutunu gösteren 'bor/özsermaye' oranının 1982-1994 dönemi boyunca azaldığı göze çarpar. Bir diğer özellik ise yabancı kaynaklar içerisinde, ağırlıklı olarak bankalar sisteminin kullanılmasıdır.

Tablo III. 9'da şirketler kesiminin borç/özsermaye oranları verilmiştir.

<sup>30</sup> Özatay, s. 29.

<sup>31</sup> Özatay, sz. 18, 23.

<sup>32</sup> Fatih Özatay, Emin Öztürk, Güven Sak, **1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları**, Tüsiad Yayınları, No: Tüsiad-T/96-1/189, İstanbul, Ocak 1996, s. 23.



Tablo III. 9  
Şirketlerin Borç/özsermaye Oranları

Yıllar	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Borç/özsermaye	1,85	1,50	1,33	1,17	1,18	1,04	0,89	0,92	0,79	0,85	0,89	0,92	1,28

**Kaynak:** Fatih Özatay, Emin Öztürk, Güven Sak, 1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları, Tüsiad Yayınları, No: Tüsiad-T/96-1/189, İstanbul, 1996, s. 24.

Borç/özsermaye oranı 1982 yılında 1,85 olarak gerçekleşirken; 1990 yılında en düşük değer olan 0,79'a inmiş, 1993'te 0,92, 1994'te 1,28 olmuştur. Oranın 1990'dan sonra artmasının nedeni; bankaların kredilerini geri ödeyemeyen şirketlere sağladıkları kolaylıklardan kaynaklanmaktadır<sup>33</sup>.

Şirketler kesiminin özsermaye bileşenleri Tablo III.10'da verilmiştir.

Tablo III. 10  
Şirketlerin Özsermaye Bileşenleri

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994
Ödenmiş Sermaye	40,03	41,00	38,15	32,39	36,41
Yedek Akçeler	15,40	14,09	12,62	13,86	8,28
Kar	20,43	19,63	24,54	31,46	25,43
Yeniden Değerleme Fonu	20,00	21,34	22,12	20,77	27,95
Emisyon Primi	4,14	3,94	2,57	1,52	1,93

**Kaynak.** Emin Öztürk, Fatih Özatay, Güven sak, Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları, Tüsiad Yayını, No: Tüsiad-T/96-1/192, İstanbul, 1996, s. 24.

Şirketler kesiminin özsermaye bileşenlerini gösteren Tablo III.10'a göre, özsermayedeki artış, tamamen şirket finansman olanaklarındaki bir genişlemeyle ilgilidir. 1990 yılında şirketler karının özsermaye içerisindeki payı % 20,49 iken; 1994 yılında bu oran % 25,43 olmuştur. Sözkonusu yıllarda yeniden değerlendirme fonunda % 20,00'dan % 27,95'e bir artış gerçekleşmiştir. O halde şirketler kesiminin finansman yönünden içsel fon yaratma kapasitesi olan kar kaleminin payı, gittikçe arttığı söylenebilir.

Şirketler kesiminin liberalizasyon uygulamalarının başladığı 1980'li yılların bu yana, mali piyasalara daha az başvurmaları ve kendi içsel fonlarına yönelmeleri ve bu arada mali piyasalar içinde de bankalar sistemine yönelmeleri, üzerinde durulması gereken önemli konulardır. Öncelikle kamu kesiminin mali piyasalar -özellikle sermaye piyasası- üzerindeki ağırlığı nedeniyle, faiz oranları yükselmekte ve özel kesimin mali piyasalardan fonlama olanakları kısıtlanmaktadır. Bu arada sermaye piyasasından finansman sağlamanın maliyeti de ciddi bir şekilde artmaktadır.

<sup>33</sup> Emin Öztürk, Fatih Özatay, Güven sak, Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları, Tüsiad Yayını, No: Tüsiad-T/96-1/192, İstanbul, 1996, s. 22.

Kamu kesiminin gelir ve giderleri arasındaki, giderler lehine gerçekleşen dengesizlik, finansman ihtiyacının artması dolayısı ile, mali piyasalara yansımaktadır. Kamu kesimi finansman gereği artışı, mali piyasaların boyutlarının artışından daha hızlı olması, yurt içi faiz oranlarının artmasını doğurur. Finansman maliyetlerinin yükselmesi ve kamunun özel kesimi mali piyasalardan dışlaması, özel kesimin içsel kaynaklara ve ticari kredi benzeri alternatif kaynaklara doğru yönelmeye zorlamıştır.

Türkiye ekonomisinde faiz ve enflasyon oranlarının yüksek olmasının yanı sıra, temel makro göstergelerdeki şiddetli dalgalanmalar da, özel kesimin finansman eğilimlerinde belirleyici rol oynar. Örneğin; 1990 yılında ekonomi reel olarak % 9,4 gibi çok yüksek bir büyüme hızına ulaşmıştır. Daha sonraki yıllarda % 6,2 oranına inmiştir. 1994'te yaşanan krizde bankalararası piyasada gecelik faiz oranları, % 100'lerden, % 700'lere yükselmiştir. Aylık enflasyon oranı ortalama % 4-5 gibi gerçekleşirken, Bazı aylarda % 30'lara yükselmiştir. Türk Lirası'nın değerinde yaşanan dalgalanmalar da, ekonomideki istikrarsızlıklardan biridir. Dış ticarete cari işlemler 1993'te 6,4 milyar \$ açık vermiş, bir sonraki yıl 2,6 milyar \$ fazla vermiştir<sup>34</sup>.

1980'li yılların ikinci yarısından itibaren artan makro ekonomik istikrarsızlık hali ve büyüme oranlarında görülen dalgalanmalar, şirketler kesimi için, önemli olan risk unsurunu ön plana atmıştır. Bu nedenlerden dolayı şirketler kesimi, mali piyasaların özellikle de sermaye piyasasının dışında kalmıştır.

Bütün bu istikrarsızlık halleri, ileride olabileceklerin öngörülmesini, son derece zorlaştırır. Halbuki özel kesimin üretim, yatırım gibi ekonomik kararları, doğrudan gelecek ile ilgilidir. Geleceğin belirsizliği, ekonomik birimleri uzun vadeli değil, kısa vadeli düşünmeye itmektedir.

“Bor/özsermaye oranlarındaki azalmanın mantığını, şirketler kesiminin finansman eğilimlerini değerlendirmek üzere 1991 yılında SPK tarafından DİE'ye yaptırılan anketin sonuçlarından da izlemek mümkündür. Burada genellikle yüksek maliyetlerden yakınılmaktadır. Şirketler verdikleri yanıtlarda, faaliyetlerinin finanse etmek için, öncelikle içsel kaynaklara başvurmayı tercih ettiklerinin, bu olmadığı takdirde, banka kredilerine başvurduklarını ifade etmektedirler. Sermaye piyasası araçları ise, sıralamanın sonunda yer almaktadır”<sup>35</sup>.

<sup>34</sup> Öztürk, s. 26.

<sup>35</sup> Öztürk, s. 29.

## **V- SERMAYE PİYASASININ SORUNLARI**

Bugün Türkiye'de sermaye piyasasının karşılaştığı birçok sorun vardır. Bu sorunların başında, piyasa ile ilgili kurumsallaşma ve yasal düzenlemelerde geç kalınması gelmektedir. Diğer sorunlar ise; tasarrufların yetersiz düzeyde olması, kamunun ve bankaların piyasadaki ağırlığı, tasarruf yapacak kişilerin piyasa hakkında yeterli bilgiye sahip olmayışları ve tasarruf sahipleri ile fon ihtiyacı olan kişilerin alışkanlıklarıdır.

### **A- PİYASANIN GEÇ KURULMASI**

Türkiye'de sermaye piyasasının tarihi oldukça eski olup; Osmanlı Devletine kadar uzanır. Osmanlı borsası, dünyada sayılı borsalar içine girmektedir. Cumhuriyet döneminde sermaye piyasası ile ilgili çalışmalar 1960'lı yıllara rastlar. Bu çalışmaların sonuçları yaklaşık 20 yıl sonra alınmıştır. Zamanın askeri yönetimince Sermaye Piyasası Kurulu 1981 yılında kurulmuştur. İkinci el piyasa işlemlerini sağlamak için 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur.

### **B- TASARRUFLARIN YETERSİZLİĞİ**

Ekonomik kalkınma sürecinin başlatılması ve devam ettirilmesi, üretken yatırımlarla mümkündür. Yatırımların artırılması, yatırıma aktarılacak kaynaklara ya da diğer bir deyişle yeterli tasarrufa bağlıdır. Oysa Türkiye'de 1960-1980 yılları arasında marjinal tasarruf meyli yüzde onlar seviyesindedir. Bu dönemde diğer az gelişmiş ülkelerde bu oran yüzde beş ile yüzde onbeş arasında değişmektedir. 1960'lı yılların başında tasarrufların, diğer yıllara oranla düşük düzeyde kaldığı görülmektedir.

Tasarrufların yetersiz olması, yatırımların da düşük düzeyde gerçekleşmesine neden olmuştur. Bu durum Türkiye'nin kalkınmasının önündeki en önemli engellerden biridir. Tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde sermaye piyasasının ne kadar önemli bir rol oynadığı bilinen bir gerçektir. Ancak bu dönemde sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesine engel teşkil etmiştir.

Türkiye'de gelir seviyesi, gelişmekte olan bir ülke olması nedeniyle düşüktür. Buna karşılık tüketim meyli yüksektir. Gelişmiş ülkelerle yoğun ilişkiler içinde bulunmasının bir sonucu olarak, onların tüketim kalıplarından etkilenmiştir. Gelirlerinde küçük bir artış olan kesimlerin bu artan gelirlerine oranla daha yüksek tüketim kalıpları ile harcama eğilimine girmelerine gösteriş etkisi (demonstration effect) denir<sup>36</sup>.

Yüksek enflasyonun hakim olduğu ekonomilerde tasarruflar reel değerlerini koruyamazlar. Bunu gören tasarrufların tasarrufları yatırıma değil, iddihara gider. Türkiye'de tasarrufların büyük kısmının Tablo III.7'de görüldüğü gibi altın, gayrimenkul ve dövize yönelmekte olması bu durumun bir sonucudur. Verimli yatırımlara yönelmeyen kişisel tasarruflar ülke kalkınmasına yeterli katkıda bulunamaz. Bu durum Türkiye'deki sorunun tasarruf yetersizliği mi, yoksa tasarrufların üretimde kullanılamamasından kaynaklandığı sorunları gündeme gelmiştir<sup>37</sup>.

Tablo III.11'de yatırımlar ile yurt içi tasarrufların GSMH içerisindeki payları yer almaktadır.

Tablo III. 11  
1960 ve 1980 Arasında Tasarruf ve Yatırımlar (%)

Yıllar	Yatırım/GSMH	Yurtiçi Tasarruf/GSMH
1963	17.07	12.66
1964	16.58	15.20
1965	16.57	15.68
1966	18.83	17.82
1967	18.84	17.06
1968	19.96	18.18
1969	20.14	18.60
1970	19.91	18.58
1971	18.74	17.89
1972	16.95	16.90
1973	18.05	21.87
1974	19.80	17.44
1975	22.93	17.75
1976	23.28	17.62
1977	25.24	18.21
1978	21.73	20.04
1979	21.95	19.95
1980	21.30	16.30

Kaynak: Nihal Tuncer, "Tasarruf Sorunu", Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ansiklopedisi, İletişim Yayınları, Cilt: 4, s. 1139.

Yatırımların kaynağını oluşturan tasarruflar, 1980 öncesi olduğu gibi, daha sonraki yıllarda da istenilen seviyeye ulaşamamıştır. Nitekim 1985 yılında yurt içi

<sup>36</sup> Ülgener, s. 176.

tasarruflar, GSMH içerisinde % 18.9 bir pay alırken; aynı yıl sabit sermaye yatırımlarının GSMH içerisindeki payı % 20'dir<sup>38</sup>. 1994 yılında tasarrufların oranı % 22.9, yatırımların payı % 24.3'tür. Bu rakamlar ise, Türkiye'de tasarruf açığının varlığını kanıtlamaktadır.

### C- KAMUNUN AĞIRLIĞI

Sermaye piyasasından menkul kıymet ihracı yolu ile en fazla yararlanan sektör, kamudur. Menkul kıymet stokları ve ihracı içinde kamunun, özel sektöre oranla büyük bir paya sahip olması, Tablo III.12 ve Tablo III.13'de görülmektedir.

Tablo III.12'de, kamu kesiminin ihraç ettiği menkul kıymetlerin tutarları yer almaktadır.

Tablo III. 12  
Kamu Kesimi Menkul Kıymet İhraçları (Milyar TL)

Yıllar	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Gelir Ort.Sen.	Özelleştirm e Tahvili	Döv. End. Senet	Toplam
1991	12.291,9	34.277,3	-	-	1.363,4	47.932,6
1992	61.845,4	75.926,1	-	-	4.576,5	142.348,0
1993	150.090,2	179.150,9	-	-	9.646,2	338.687,3
1994	186.593,0	647.752,1	20.380,2	-	18.387,6	873.112,9
1995	366.873,0	1.298.630	-	25.000,0	-	1.685.883,6

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Kamu kesimi 1995 yılında 1.685.883,6 milyar TL. menkul kıymet ihraç etmiştir. İhraçlar içerisinde 1.298.630 milyar TL. ile Hazine Bonosu birinci sırada yer almaktadır. 366.873,0 milyar TL ile Devlet Tahvili , ikinci sırada yer almaktadır.

Tablo III.12'de görüleceği gibi kamu menkul kıymet ihracı, hazine bonusu ve devlet tahvili ağırlıklı olmuştur. Hazine bonoları; 1994 yılında bir önceki yıla göre % 261,6 oranında artmıştır. 1995 yılında ise, artış oranı düşmesine rağmen bir önceki yıla göre % 100,5 oranında artmıştır.

Devlet tahvili, 1995 yılında bir önceki yıla göre % 96,6 oranında bir artış kaydetmiştir. 1995 yılında gelir ortaklığı senedi (GOS), dövize endeksli senet ihracı yapılmamakla birlikte; özelleştirme idaresi tarafından, özelleştirme kapsamındaki kuruluşların bankacılık sektörüne olan borçlarının tasfiyesi için, yıl içerisinde

<sup>37</sup> Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, Türkiye Ekonomisi, Remzi Kitabevi, Geliştirilmiş 6. Baskı, İstanbul, 1994, s. 137.

25.000,0 milyar TL'lik özelleştirme tahvili ihraç edilmiştir.

Tablo III.13'te kamunun ihraç ettiği menkel kıymetlerin, toplam ihraçlar içindeki oransal değerleri gösterilmiştir.

Tablo III. 13  
Menkul Kıymetlerin Sektörlerarası Stok Dağılımı (%)

	1986	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996/2
<b>ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYM.</b>	23.2	31.1	38.9	43.9	31.0	29.3	18.0	19.7	19.5
Hisse Senedi	19.7	25.7	34.9	40.6	25.1	18.7	15.0	14.9	15.9
Tahvil	3.2	4.4	3.4	2.1	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2
Finansman Bonusu	-	1.0	0.5	0.7	0.4	0.3	0.0	0.1	0.1
VDMK	-	-	-	-	4.6	9.6	2.7	4.5	3.3
Banka Bon-Banka Gar. Bon.	0.3	0.1	0.2	0.6	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1
Kar-Zarar Ort. Belgesi	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>KAMU KESİMİ MENKUL KIYM.</b>	76.8	68.9	61.1	56.1	69.0	70.7	82.0	80.3	80.5
Devlet Tahvili	37.4	40.0	45.3	31.0	44.2	49.6	31.9	34.2	34.6
Hazine Bonusu	20.4	20.8	13.2	22.9	21.6	16.9	41.7	42.1	42.7
GOS	9.2	4.8	1.9	0.1	-	-	2.8	0.8	0.8
Döviz Endekli Senetler	9.9	3.3	0.7	2.1	3.2	4.2	5.6	1.5	0.5
Özelleştirme Tahvili	-	-	-	-	-	-	-	1.7	1.8

Kaynak: SPK, Aylık Bülten, Mart 1996, s. 17.

Hazine Bonusu'nun toplam ihraçlar içindeki almış olduğu pay % 42.1; Devlet Tahvili'nin ise % 34.2'dir. Menkul kıymetler içerisinde hisse senedinin oranı % 14.9 olup, üçüncü sırada yer alır.

Kamu menkul kıymet ihraçları, bir önceki yıla göre % 93,1 oranında bir artış göstermiştir. 1994 yılında 873.111 milyar TL olan menkul kıymet ihraçları, 1995 yılında 1.685,883 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo III.13'te menkul kıymet ihraçlarına bağlı olarak, stoklarda da kamunun artan bir ağırlığı göze çarpar. 1986 yılında kamu sektörünün menkul kıymet stokunun, toplamdan aldığı pay, %76 iken; 1995 yılına gelindiğinde %80,3'e ulaşmıştır. Kamunun ihraç ve stoklardan aldığı payın gittikçe artış kaydederken, doğal olarak özel sektörün payı da azalmaktadır. Bu olay crowding-out diye bilinen dışlama etkisini doğurur.

“Menkul kıymet stokunun bileşiminden görüldüğü üzere, kamu kesiminin mali disiplini sağlayamaması nedeniyle, finansal piyasaların üretebildiği fonların hemen hemen tamamı, kamu kesimi açıklarının finansmanı için massedilmektedir”<sup>39</sup>.

<sup>38</sup> DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-1995), s. 19.

<sup>39</sup> İbrahim Turhan, “Türkiye Ekonomisi'nin 1996 Yılındaki Genel Durumu”, Çerçeve, MÜSİAD Yayını, Mayıs-Temmuz 1996, s. 17.



Tablo III.14'de kamu ve özel sektörün gerçekleştirdiği sabit sermaye yatırımlarının dağılımı gösterilmiştir.

Tablo III. 14  
Sabit Sermaye Yatırımları (Milyar TL)

	1990	1991	1992	1993	1994(*)
<b>KAMU</b>	27.649 (30.8)	46.822 (31.4)	80.069 (31.8)	137.965 (27.3)	188.767 (20.0)
<b>ÖZEL</b>	62.243 (69.2)	102.450 (68.6)	171.367 (68.2)	367.902 (72.7)	757.419 (80.0)
<b>TOPLAM</b>	89.892 (100)	149.272 (100)	251.435 (100)	505.867 (100)	946.186 (100)

Kaynak: DPT.

(\*) Geçici.

(\*\*) Parantez içindeki rakamlar, yüzde dağılımını gösterir.

Tablo III. 14' e göre, kamunun sabit sermaye yatırımları içerisindeki payı, 1990 yılında %30 iken; 1994 yılına gelindiğinde %20'lere kadar düşmüştür. Kamunun yapmış olduğu sabit sermaye yatırımlarının %39'luk payını ulaştırma-haberleşme alanı oluşturur. %15'lik payı diğer hizmetler, %13.5'lik payı enerji alanı oluşturur. Özel sektör; %47 payla konut alanına, %24.5 payla imalat alanına, %14 payla ulaştırma alanına sabit sermaye yatırımı yapmıştır<sup>40</sup>.

Kamunun menkul kıymet ihracı yoluyla, sermaye piyasasından en fazla fon toplayan kesim olmasına rağmen, sabit sermaye yatırımları içindeki payının aynı paralellikte olmamasının nedeni; toplanan bu fonların yatırımlarda değil, borç ana para ve faizlerinin ödenmesinde kullanılmalarıdır.

Türkiye'de iç borçlanma ve bunların ödemeleri Tablo III. 15'te gösterilmiştir.

Tablo III. 15  
Türkiye'de İç Borçların Dağılımı (Milyar TL)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Borçlanma</b>	20.901	45.787	157.884	330.939	844.802	1.665.503
Tahvil	12.458	11.510	81.958	151.788	206.124	366.873
Bono	8.443	34.277	75.926	179.151	638.678	1.298.630
<b>Ödemeler</b>	19.079	43.058	102.410	289.303	781.543	1.212.422
<i>Anapara</i>	11.031	27.884	71.480	205.372	556.182	1.066.051
Tahvil	4.520	6.396	19.543	48.463	157.245	94.489
Bono	6.511	21.488	51.937	151.909	398.937	971.562
<i>Faiz</i>	8.048	15.174	30.931	83.931	225.361	146.371
Tahvil	6.302	10.221	15.898	42.319	111.345	110.705
Bono	1.746	4.953	15.033	41.612	114.016	356.466

Kaynak: DPT.

<sup>40</sup> Temel Ekonomik Göstergeler, DPT, Mart 1995, s. 33.



Tablo III.15'e göre, kamu 1995 yılında 1.665.503 milyar TL iç borçlanma yoluyla fon toplamıştır. Toplanan bu fonun 1.212.422 milyar TL'si borç anapara ve faiz ödemelerinde kullanılmıştır.

Türkiye'de Cumhuriyet'in ilk yıllarında denk bütçe uygulamaları sonucunda, bütçe açıklarına pek rastlanmamaktadır. Ancak 1950'li yıllara gelindiğinde, devlet harcamalarının artışı oranında gelirlerinde bir artış olmadığından, bütçe açıkları ile karşılaşılmıştır.

1975 yılı ile 1993 yılının kamu gelir, gider ve açıklarına ait veriler şöyledir;

1975 yılında

Kamu Harcamaları: 149 milyar TL.

Kamu Gelirleri : 116.3 milyar TL.

Kamu Açığı: 32.7 milyar TL.

Kamu Açığı / GSMH oranı: % 6.1.

1993 yılında

Kamu Harcamaları: 575.933 milyar TL.

Kamu Gelirleri: 359.985 milyar TL.

Kamu Açığı: 215.948 milyar TL,

Kamu Açığı / GSMH oranı: % 16.3'tür<sup>41</sup>.

“Kamu kesiminin yerine getirmek zorunda olduğu kamusal görevlerin ve üretime öncülük edecek yatırımların yapılabilmesi için, bütçeden ayrılan paylar azalırken; faiz ve benzeri ödemelerin, bütçe harcamaları içerisindeki payı, giderek artmaktadır”<sup>42</sup>.

Konsolide bütçe faiz ödemesi ile GSMH arasındaki ilişki yıllar itibariyle şöyledir;

Konsolide bütçe faiz ödemesi / GSMH oranı

1987'de % 19.4

1989'da % 14.9

1991'de % 17.1

1993'te % 27.7

olarak gerçekleşmiştir.

<sup>41</sup> Veysi Seviğ, “Kaynağı Borçlanma Olan Bütçeler”, Çerçeve, MÜSİAD Yayını, Kasım-Aralık 1994, s. 32.

<sup>42</sup> Seviğ, s. 34.

“Artan kamu harcamalarına karşılık kamu gelirlerinin aynı oranda artmaması; kamu kesimini açığını kapatmak amacıyla emisyon artışına, iç ve dış borçlanmaya başvurmak zorunda bırakılmaktadır. Bu üç araç ta fiatları etkilemektedir. İç borçlanma kredi faizlerini artırarak, yeni bir enflasyon etkisine daha yol açmaktadır. Para ve sermaye piyasasında kamunun ağırlığı ve bunun arkasında yer alan kamunun finansman açıkları; fiatların yükselmesine, işletme sermayesi ve yatırım sermayesi için gerekli fonların kısıtlanmasına, enflasyonun şiddetlenmesine, işletme sermayesi ihtiyacının artmasına ve yüksek faizler karşısında karşılanmasına yol açmaktadır<sup>43</sup>.”

Kamu açıklarının yıllar itibariyle artması, borçlanma ile finansman yolunu genişletmiştir. Alınan borçların yatırım harcamalarında değil (Tablo III.12 ve Tablo III.13'te görüldüğü gibi), cari harcamalarda kullanılması, bu borçlara ait faiz ödemeleri nedeniyle kamu açığının daha da artması sonucunu doğurmuştur.

1987 yılında kamu açığının % 44.2'si dış borçlanma ile, % 55.8'i ( % 7.8'i Hazine kısa vadeli avansdır) iç borçlanma ile karşılanmıştır. 1993 yılında dış borçlanma oranı % 12.9'a inerken; iç borçlanma oranı, % 87.1'e ( %22.7'si Hazine kısa vadeli avansdır) yükselmiştir. “Kamu açıklarının finansmanında iç borçlanmaya ağırlık verilmesinin en önemli olumsuz etkileri ise; faizlerin aşırı yükselmesi, iç borç vadelerinin kısalması ve TL'nin aşırı değerlenmesidir”<sup>44</sup>.

Tablo III.16' da sektörlere göre menkul kıymet stoklarının GSMH'ya oranları gösterilmiştir.

Tablo III. 16

Menkul Kıymet Stoklarının GSMH'ya Oranları (%)

Yıllar	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994/9
<b>Özel Sektör</b>	2,4	2,7	2,9	3,4	4,0	5,5	5,8	6,0	6,0
<b>Kamu Sektörü</b>	7,9	7,0	6,3	6,6	7,2	7,2	11,0	13,8	26,8
<b>Toplam</b>	10,3	9,7	9,2	10,0	11,2	12,7	16,8	19,8	32,8

Kaynak: SPK, Aylık Bülten, Ekim 1994, s. 15.  
1993 GSMH rakamı kullanılmıştır.

Stokların GSMH'ya oranı, 1986 yılında %10'lar civarında iken; 1993 yılında bu oran %20'lere yaklaşmıştır. 1994 yılının ilk dokuz ayına ait verilere göre menkul

<sup>43</sup> TÜSİAD, İstikrarlı Kalkınma ve Yeniden Sanayileşme İçin Ekonomik Çözümler, Yayın No: TÜSİAD-T/89/7/129, İstanbul, 1989, s. 50.

kıymet stoklarının GSMH'ya oranında bir önceki yıla göre %50'den fazla bir artış olmuştur ve bu oran %30'u geçmiştir.

Ülke ekonomileri gelişirken; yatırımların bankalar aracılığı ile finansmanı yoluna daha az başvurulmakta ve artan dışsal fonlar için ek bir enstrüman olan sermaye piyasasının doğmasına neden olmaktadır<sup>45</sup>. Türkiye'de kamu açıklarının finansmanında özellikle 1985 sonrası dönemde iç ve dış borçlanma, boyut ve nitelikleri itibariyle bugün ekonominin karşı karşıya bulunduğu en önemli sorunlardan birisi olarak ağırlık kazanmıştır<sup>46</sup>.

Türkiye'de kamu bütçe açıkları, artan ve süreklilik arz eden bir seyir izlemektedir. Kamu açıklarının geçici bir olgu olmayıp, süreklilik arz etmesi, kamu borçlarının büyümesine ve borç ana para ve faiz ödemelerinin bütçe açıklarına katkıda bulunmasına neden olmuştur. Ayrıca bu süreklilik nedeniyle, özel sektör yatırımları olumsuz yönde etkilenmektedir.

Özel sektöre aktarılacak kaynakların giderek azalması ve maliyet artışına neden olan yüksek faiz oranları, finansman giderlerini yükselterek, özel yatırımlara olumsuz yönde etkide bulunmaktadır.

Tablo III.17'de kamunun açıkları ve bunların finansman şekilleri gösterilmiştir.

Tablo III. 17  
Kamu Açıkları ve Finansman Şekilleri (%)

Yıllar	1981	1985	1990	1991	1992
Kamu Borçlanma Gereği/GSMH	-4.9	-4.8	-10.5	-14.4	-12.6
Kamu yönetimi (*)	-2.0	-2.1	-5.3	-10.0	-9.7
KİT	-2.9	-2.7	-5.2	-4.4	-3.0
Açığın Finansmanı (%)					
TCMB	12	27	1	16	20
Dış Borçlanma (Net)	62	2	12	4	2
İç Borçlanma (Net)	26	75	87	80	78

**Kaynak:** İzzettin Önder ve diğerleri, **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim 1993, İstanbul, s. 158.

(\*) Genel ve katma bütçeli idareler, mahalli idareler, döner sermayeler ve bütçe dışı fonlar.

<sup>44</sup> Genç Osman Yaraşlı, "Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı ve Kamu Maliyesi", **Çerçeve**, MÜSİAD Yayını, Ocak-Nisan 1996, s. 94.

<sup>45</sup> Aslı Demirgüç-Kunt and Ross Levine, "Stock Markets, corporate Finance and Economic Growth: An Overview", **The World Bank Economic Review**, Volume: 10, Number: 2, May 1996, p. 225.

<sup>46</sup> Müsiad, **Devletin Borç Krizi**, Müsiad Araştırma Raporları, No: 6, Ekim 1994, s. 35.

Kamunun borçlanma gereği / GSMH değeri 1981 yılında -4.9 iken; 1992 yılına gelindiğinde bu oran -12.6'ya yükselmiştir. Bu açığın finansmanında iç borçlanma 1981 yılında % 26'lık bir pay almakta iken; 1990 yılında % 87, 1991 yılında % 80 ve 1992 yılında % 78'lik bir pay almaktadır.

“Enflasyonun bozucu etkileri bir yana, enflasyonda meydana gelecek bir artış, kamu borçlarının reel değerinde bir azalışa yol açabilir. Bu gerçek kimi zaman enflasyonda meydana gelecek ani bir artışla, kamu borç stokunun reel değerinin azaltılması yönünde bir politikanın çözüm önerisi olarak öne sürülmesine neden olabilmektedir”<sup>47</sup>.

“Kamunun finansman gereğinin, finansal sistem karşısındaki görece büyüklüğü, finansal piyasalardaki baskının bir göstergesidir ve faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır”<sup>48</sup>.

Türkiye’de kamu açıklarının başlıca nedenleri şunlardır; konsolide bütçe giderlerinin gelirlerden fazla olması, giderlerin azaltılamaması, gelirlerin artırılmaması, KİT, belediye, sosyal güvenlik kurumları, döner sermaye işletmeleri ve bütçe dışı fonlardır. Türkiye’de özellikle 1980 sonrası kamu kesimi gelir-harcama dengesinde görülen bozulma, esasen konjonktürel etmenlerden değil, siyasi karar alma sürecinin bu sonuca yönelmeyi özendirici özellikler taşımasından kaynaklanmaktadır. Gelirlerin yetersizliği ve harcamaların disiplinsizliği, kamu kesiminin finansman açığını finanse edilemeyecek boyutlara getirmiştir.

Her ne kadar Türkiye’nin dış borçlarının GSMH’ya oranı yaklaşık olarak % 50 olması (kamu kesiminin dış borcu GSMH’nın % 35’i) ve kamunun iç borcu GSMH’nın yaklaşık olarak % 25’i olması, dünya ortalamasının altında ise de, finansal piyasaların dünya ortalamasından oldukça küçük olması, borçların idaresinin zorlaştırmaktadır<sup>49</sup>.

<sup>47</sup> Faruk Selçuk ve Anjariitta Rantanen, **Türkiye’de Kamu Harcamaları ve Kamu Borçlanması**, Tüsiad Yayını, No: Tüsiad-T/96-1/190, Ocak 1996, s. 53.

<sup>48</sup> Güven Sak, “Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerine Etkileri”, **İşletme ve Finans**, Mayıs 1995, s. 37.

<sup>49</sup> Hasan Ersel ve Ercan Kumru, **Türkiye İçin Yeni Bir Orta Vadeli İstikrar Programına Doğru**, Tüsiad Yayınları, No: Tüsiad-T/95-6/180, 1995, ss. 178,183.

### D- BANKALARIN AĞIRLIĞI

Türkiye’de bankacılık sektörünün kartel yapısı gün geçtikçe zayıflamaktadır. Bunun sebebi de sermaye piyasası olarak gösterilmektedir. Sermaye piyasasının, toplam finansal kaynaklar pastasından aldığı pay arttıkça; bankalar, monopol (tek satıcı) ve monopson (tek alıcı) özelliklerini yitireceklerdir.

İşletmelerin halka açılarak, finans sağlamaları ve böylece küçük tasarrufçu ile arasındaki araçların ortadan kalkması sonucu, bankalara olan bağımlılık azalacak ve kredi piyasası elastik bir yapıya kavuşacaktır<sup>50</sup>. İşletmelerin, bankalar sektöründen kredi temin ederek, finansman ihtiyaçlarını sağlamaları yerine, halka açılarak bu ihtiyaçlarını karşılamalarının bir takım avantajları vardır. Bu avantajların başlıcaları şunlardır<sup>51</sup>;

- Halka açılma ile, hisse senetlerine borsada işlem görme olanağı doğar,
- Daha sonraları sermaye ihtiyacının daha kolay sağlanmasına yardımcı olur,
- Yatırımcıya likidite olanağı sağlar,
- Pazarlık özelliği olan enstrümanlar oluşturur,
- Özsermaye finansmanına esneklik kazandırır,
- Firma tanınır ve imajı artar.

Tablo III.18’de 1980 ile 1990 yılları arasında ihraç edilen hazine bonusu ve devlet tahvillerinin dağılımı gösterilmiştir.

Tablo III. 18  
Hazine Bonoları ve Devlet Tahvillerinin Satın Alanlara Göre Dağılımı (MilyarTL)

Yıllar	1980	1982	1984	1986	1988	1990
<b>Bankalar</b>	3,1 (5,2)	17,4 (29,1)	301,3 (43,4)	2.135,5 (69,9)	8.083,7 (90,5)	17.963,1 (85,9)
<b>Özel Kuruluşlar</b>	6,2 (10,3)	1,8 (2,9)	181,8 (26,2)	81,6 (2,7)	248,8 (2,8)	238,4 (1,1)
<b>Tasarruflar</b>	15,5 (25,9)	13,0 (21,7)	24,6 (3,5)	33,0 (1,1)	4,2 (0,0)	0,0 (0,0)
<b>Diğer</b>	35,2 (58,7)	27,8 (46,3)	186,9 (26,9)	806,2 (26,4)	594,3 (6,7)	2.699,6 (12,9)
<b>Toplam</b>	60,0	60,0	694,5	3.057,3	8.931,1	20.901,1

Kaynak: SPK.

(\*) Parantez içindeki rakamlar, yüzde dağılımı temsil etmektedir.

<sup>50</sup> İbrahim Aydın, Türk Bankacılık Sistemi Piyasa Yapısı (1991-1994), SPK, Yayın No: 40, Ankara, 1996, s. 56.

<sup>51</sup> Kürşat Tuncel, Risk Sermayesi Finansman Modeli, SPK, Yayın No: 37, Ankara, 1996, s. 87.

1980 yılında ihraç edilen bono ve tahvilleri satın alanlar içinde en büyük payı, diğer alıcılar grubu oluşturur. Diğer alıcılar içinde çoğunluk, yabancı banka ve tasarruf sahiplerine aittir.

1990 yılına gelene kadar, alıcılar grubunda herhangi bir değişiklik olmamasına rağmen, dağılımda çok büyük değişiklikler olmuştur. 1990 yılında ihraç edilen hazine bonusu ve devlet tahvillerinin % 85,9'unu satın almışlardır.

Burada dikkat edilecek nokta; kişisel tasarrufların bu menkul kıymetlere kanalize olamamasıdır. Bu ise, sermaye piyasasının gelir ve servet dağılımında adaleti sağlama gibi ekonomik işlevlerini, yerine getiremediği sonucunu verir. Yüksek enflasyonun yaşandığı Türkiye'de, olması gereken bankalardan değil, gerçek kişilerden borçlanmasıdır.

Sermaye Piyasası Kurulu kaydında bulunan 214 şirketin nerelerden fon sağladığı ve bunları nerelerde kullandığı Tablo III.19'da gösterilmiştir.

Tablo III. 19  
SPK Kaydında Bulunan 214 Şirketin Fon Kaynakları ve  
Kullanım Yerlerinin Dağılımı (%)

Yıllar	1983	1985	1987	1989
<b>Kaynak</b>				
-Yabancı Kaynak	0,45	0,49	0,51	0,44
Kısa vadeli	0,25	0,34	0,38	0,26
Uzun vadeli	0,20	0,15	0,13	0,18
-Özkaynak	0,55	0,51	0,49	0,56
<b>Kullanım</b>				
-Dönen Varlık	0,49	0,57	0,65	0,55
-Duran Varlık	0,51	0,43	0,35	0,45

Kaynak: SPK.

SPK kaydına alınan 214 şirket, 1982-1989 yılları arasında elde ettikleri kaynakların önemli bir kısmını (ortalama olarak % 56,1), dönen varlıkların finansmanında kullanmışlardır.

Tablo III.19'a göre, şirketler kaynaklarını öncelikle satışlarının ve stoklarının, daha sonra sabit değerlerinin finansmanında kullanmışlardır. Şirketlerin fon kaynakları; yabancı kaynaklardan ve özkaynaklardır.

Özkaynaklar; öz sermaye, yedek akçeler, yeniden değerlendirme değer artışı fonu, dönem karı ve diğer kaynaklardan oluşur. Şirketlerin yabancı kaynakları içinde ağırlık, kısa vadeli olanlardadır. 1989 yılında yabancı kaynakların 2/3'ü kısa vadeli

(dolayısı ile bankalardan sağlanan krediler) dir. Ayrıca uzun vadeli kaynaklar içerisinde banka kredilerinin de payı, azımsanmayacak kadar yüksektir.

1989 yılında sağlanan uzun vadeli yabancı kaynakların, toplam kaynaklar içindeki payı, % 18'dir. Fakat orta ve uzun vadeli banka kredilerinin, toplam kaynaklar içindeki payı, % 5'tir. Bu da gösteriyor ki; bankalar, kısa vadeli kredi yanında, orta ve uzun vadeli kredi de vererek, mali piyasada önemli bir yere sahiptirler.

Tablo III.20'de menkul kıymetler satışlarının bankalar ile aracı kurum ve komisyoncular arasında dağılımı gösterilmiştir.

Tablo III. 20  
Kesimlere Göre Satışların Dağılımı (%)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>BANKALAR</b>	91.2	88.6	87.1	85.6	78.7	85.1
<b>AR. K. VE KOM.</b>	8.8	11.4	12.9	14.4	21.3	14.9

Kaynak: DPT.

Bankalar menkul kıymet satışları, aracı kurum ve komisyonculara göre fazladır. 1995 yılı itibariyle bankalar, menkul kıymetlerin % 85' ini satmışlardır. Aracı kurum ve komisyoncular ise % 14.9 oranında bir payın satışını gerçekleştirmişlerdir.

“Devletin şu anda yaptığı, bankacılık sisteminin kendi kaynaklarına ilave olarak yeni kaynaklar temin etmek ve maliyetinin üzerinde bir bankacılık komisyonu bırakarak, tekrar geriye almaktan (hazine bonoları karşılığında) ibarettir. Bu yolla piyasaların stabilize olabileceği gibi bir kanaat hakimdir. Fakat burada dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, özellikle spekülasyon piyasalarının (borsa, altın, döviz ve diğer para piyasaları) kimin kontrolünde olduğu ya da devletin piyasaları kontrol edip etmediğidir”<sup>52</sup>.

Tablo III.21'de kesimlere göre menkul kıymet satışları yer almaktadır. Bir başka ifadeyle menkul kıymetlerin talep yönünde yer alan bankalar ile aracı kurumlar ve komisyoncuların, yıllar itibariyle satın aldıkları menkul kıymetlerin tutarları gösterilmiştir.

<sup>52</sup> Mustafa Büyükbacı, “Tefeci Devlet, Tefeci Banka”, Çerçeve, Müsiad Yayını, Temmuz-Ağustos 1994, s. 8.



Tablo III. 21  
Kesimlere Göre Menkul Kıymet Satışları

Yıllar	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>BANKALAR</b>	<b>3.379.9</b>	<b>106.352</b>	<b>290.315</b>	<b>593.909</b>	<b>173.872.4</b>	<b>3.991.791.4</b>	<b>17.985.296</b>
Hisse Senedi	697	7191	9.114	9.497	56.392	158.323	565.077
Özel Sektör Tahvili	1.351	2914	12.236	11.010	7.441	8.855	42.650
Devlet Tahvili	10.801	61449	139.918	199.223	626.885	1.463.672	3.959.390
Hazine Bonosu	17.441	31.320	123.833	345.037	967.402	2.097.130	13.060.434
Banka Bonosu	130	92	53	337	246	27.666	84.434
Finansman Bonosu	738	627	399	1.068	720	694	11
Döviz Endeksli Bono	1.555	1.632	2818	24.491	48.750	131.297	133.264
Gelir Ortaklığı Senedi	1.071	911	1898	250	0	0	0
Varlığa Dayalı M. K.	0	0	0	2.963	31.886	103.614	140.030
Diğer	16	168	46	34	2	537	0
<b>AR. KUR. VE KOMİSY.</b>	<b>2.711</b>	<b>10.237</b>	<b>37.343</b>	<b>88.002</b>	<b>291.815</b>	<b>1.079.980</b>	<b>3.157.707</b>
Hisse Senedi	1.058	8.958	26.661	46.906	199.263	493.466	1.809.718
Özel Sektör Tahvili	112	92	193	292	417	235	0
Devlet Tahvili	27	304	2.275	9.487	31.755	215059	213.843
Hazine Bonosu	1.322	725	7.992	30.936	60.059	290401	1.109.190
Banka Bonosu	58	106	94	80	101	5.571	6.864
Finansman Bonosu	119	44	114	82	41	25	0
Döviz Endeksli Bono	4	0	10	208	179	75.120	17.718
Gelir Ortaklığı Senedi	11	8	4	12	0	0	0
Varlığa Dayalı M. K.	0	0	0	0	1	100	372
Diğer	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOPLAM</b>	<b>36.510</b>	<b>116.589</b>	<b>327.657</b>	<b>681.911</b>	<b>2.030.538</b>	<b>5.071.772</b>	<b>21.143.003</b>

Kaynak: SPK ve DTM

1995 yılında 21.143.003 milyar TL'lik menkul kıymet satışının, 17.985.296 milyar TL'lik kısmını bankalar, 3.157.707 milyar TL'lik kısmını aracı kurumlar ve komisyoncular gerçekleştirmişlerdir. Tablo III. 20 ve 21'e göre menkul kıymetlerin satışlarının büyük bir çoğunluğunu, bankalar gerçekleştirmektedir.

Tablo III.22'de, Tablo III.10'da yer alan kesimlere göre menkul kıymet ihraçlarının dağılımı gösterilmiştir.

Tablo III. 22  
Menkul Kıymet İhraçlarının Kesimlere Göre Dağılımı (%)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Kamu Kesimi</b>	<b>77.2</b>	<b>87.7</b>	<b>90.4</b>	<b>81.4</b>	<b>91.5</b>	<b>89.0</b>
<b>Özel S. Kesimi</b>	<b>22.8</b>	<b>12.3</b>	<b>9.6</b>	<b>18.6</b>	<b>8.5</b>	<b>11.0</b>

Kaynak: DPT.

Kamu kesimi 1990 yılında ihraçların %77'sine sahiptir. 1995 yılında toplam ihraçlar içinde kamunun payı %89'a yükselmiştir. Bu tablodan da kamunun özel sektörü dışlama etkisinin boyutu anlaşılmaktadır.

Tablo III.23'de, ihraç edilen menkul kıymetlerin ne kadarının bankacılık sektörü tarafından satın alındığı yer almaktadır. 1992 yılında kamu ve özel sektöre ait menkul kıymetler ihracı, 195,568 milyar TL'dir. Bu kıymetlerin, 60,125 milyar

TL'si, bankalar tarafından satın alınmıştır. Bu değer, menkul kıymetlerin %30'u demektir. 1994 yılında ihraç edilen kıymetler, 728,796 milyar TL. değerindedir. İhraç edilen bu kıymetlerin 220,477 milyar TL'sini, bankalar portföylerine katmışlardır. Bu da yaklaşık olarak toplam kıymetlerin % 30'u yapmaktadır.

Bankacılık sektörü, Tablo III.4'te görüleceği gibi, zaten mali tasarrufların yaklaşık olarak % 60'ına sahiptir. Bunun yanı sıra bir de sermaye piyasası araçlarının yaklaşık olarak % 30'una sahip olması, bankaların sermaye piyasasında da bir üstünlüğünün varlığını kanıtlar.

Bankalar, portföylerine kattıkları menkul kıymetleri, bizzat kendilerinin yapmış oldukları tasarruflar ile satın almamakta; halkın, faiz getirisi karşılığında kendilerine vermiş oldukları tasarruflarla satın almaktadırlar. Hatırlanacağı üzere sermaye piyasasının ekonomik işlevleri ve amaçları; tasarrufları teşvik edip, artırmak, bu tasarrufların doğrudan yatırımcılara aracısız ve en az maliyet ile akmasını sağlamak ve böylece ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmektir.

Fakat bankalar, halkın tasarruflarını doğrudan yatırımlarda kullanmayıp, bir bakıma kendi tasarrufları gibi, üzerinden gelir elde etmek kastıyla, (bir anlamda) başkalarına borç vermesi, sermaye piyasasının fonksiyonlarını -özellikle gelir ve servet dağılımında adaleti sağlamasını - gerçekleştirmesine engel olmaktadır. Zira, sermaye piyasasının, yurt içi tasarrufları oluşturan kişisel ve kurumsal (sosyal güvenlik kurumları, özel sigorta şirketleri gibi) tasarruflara yönelmesi, esastır.

### **E- ALIŞKANLIKLAR**

Nasıl ki herhangi bir mal veya hizmete olan talebi etkileyen unsurlar içinde alışkanlıklar yer alır; öyle de sermaye piyasası araçlarına karşı olan talebi de tasarruf sahiplerinin alışkanlıkları etkiler. Türkiye'de sermaye piyasası ile ilgili çalışmalara çok geç başlanılmış olması, talebi artırıcı şekilde alışkanlıkların oluşmamasında, belki de en etkili faktördür.

Eğer sermaye piyasasının kurulması ve çalışması çok eski tarihlere dayanmış olsaydı; halkın bu piyasa ile tanışması daha kolay olurdu. Türkiye'de sermaye piyasasının kurulmasından bu yana geçen 25 yılı aşkın zamana rağmen,

halkın para piyasası kurumları ile tanışması daha önceleri gerçekleştiği için, alışkanlıklar doğal olarak para piyasasından yana oluşmuştur.

Sermaye piyasası araçlarına karşı talep artırıcı yönde alışkanlıkların oluşmamasının bir diğer nedeni Türk toplumunda hakim olan inanç yapısıdır. Sermaye piyasası araçlarının çoğu faiz şeklinde getiri sağlamaktadır. Oysa toplumun büyük bir kesimi için faiz inançlarına aykırı düşen bir olgudur. Bu nedenle de bu piyasanın araçlarına olan talep sınırlı kalmaktadır.

Halkın piyasa hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması ve piyasayla ilgili kurumların para piyasası kurumları gibi yurdun hemen her yerinde faaliyette bulunmaması, sermaye piyasasına karşı alışkanlıklarının oluşmamasının bir diğer nedenidir.

Sermaye piyasası araçlarının arz yönünde yer alan girişimcilerin alışkanlıkları ekonomide sermaye piyasasının etkinliği üzerinde önemli rol oynar. Türkiye'deki şirketlerin büyük çoğunluğunun küçük sermayeli oluşu, büyük şirketlerin de aile şirketi şeklinde kurulmuş olması, sermaye piyasası araçlarını arz yönünden olumsuz etkilemektedir. Bunun yanısıra fon gereksinimlerinin banka kredileri ile giderilmesi, sermaye piyasasının gelişmesinin önündeki önemli bir engeldir.

Firma sahiplerinin yönetimi söz sahibi olmaları ve sermaye hakimiyetini ellerinde tutmaları, yönetici-sermayedar tipini ortaya çıkarmıştır. Yönetici-sermayedar tipi şirket sahipleri, halka açılarak küçük tasarruf sahiplerinin hem yönetimde söz sahibi olmalarını, hem de sermaye hakimiyetini ele geçirmelerini istememektedirler.

Tablo III. 23  
Türk Bankacılık Sisteminin Portföy Yapısı (Milyar TL)

MENKUL KIYMETLER	BANKALAR											
	KAMU BANKALARI			ÖZEL BANKALAR			YABANCI BANKALAR			TOPLAM		
	1993	1994	1995 (*)	1993	1994	1995 (*)	1993	1994	1995 (*)	1993	1994	1995 (*)
KAMUYA AİT	58,516 (93)	94,717 (87)	122,382	37,189 (82)	85,716 (83)	194,464	4,676 (93)	8,840 (87)	25,211	100,381 (89)	189,273 (85)	342,058
ÖZEL S. AİT	4,102 (7)	13,445 (13)	23,199	7,863 (18)	16,337 (17)	50,201	312 (7)	1,243 (13)	1,378	12,273 (11)	31,025 (15)	74,778
M. K. CÜZDANI	62,618 (100)	108,262 (100)	145,581	45,054 (100)	102,053 (100)	244,865	4,988 (100)	10,083 (100)	26,589	112,660 (100)	220,298 (100)	416,836

Kaynak: Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri, Hazine Müsteşarlığı, Eylül 1995, s.35

(\*): 1995 yılının ilk dokuz ayının verileridir

(\*\*): Parantez içindeki rakamlar, yüzde dağılımını ifade etmektedir.

## ÖNERİLER

Kamu kesiminde sürekli olarak ve artan bir şekilde gelir-giderleri arasında dengesizlik yaşanmaktadır. Giderlerin artışı oranında gelir artışı olmadığı için, borçlanma yoluna gidilmektedir. Finansman açığı mali piyasalardan borçlanarak giderilmektedir. Özellikle sermaye piyasasındaki ihraçların aşağı yukarı % 90'ı kamu kesimine aittir. Sermaye piyasasında kamunun bu ağırlığı, ekonomide özel kesim aleyhine sonuçlar doğurmaktadır.

Kamuya ait menkul kıymetlerin son yıllarda büyük bir kısmının tahvil ve bonodan oluşması ve bunların getirilerinin faiz olması, piyasa cari faiz haddinin belirlenmesinde etkili olmaktadır. Ayrıca bu menkul kıymetlerden azımsanmayacak bir kısmı, kısa vadeli. Yüksek enflasyonun yaşandığı Türkiye'de, enflasyonun aşağı çekilmesi politikaları ile çatışan bu gelişme, hem kamuyu hem de ekonomiyi olumsuz yönde etkilemektedir.

Kamunun sermaye piyasasından topladığı fonların, kalkınmayı hızlandıracak yatırım projelerinde kullanılmasını beklenirken, daha önceki yıllarda alınan borçların ana para ve faiz ödemelerinde kullanılmasını; sermaye piyasasının asıl işlevini yerine getirememesine neden olmaktadır. Sermaye piyasasından en az fon toplayan özel kesimin yapmış olduğu yatırımlar, toplam yatırımlar içinde % 80 olması, en fazla fon toplayan kamunun yapmış olduğu yatırımların ise, % 20 olması, kalkınmayı olumsuz yönde etkiler.

Sürekli bir tasarruf problemi yaşayan Türkiye ekonomisinde kamu harcamaları, özellikle de tüketim harcamaları, toplam tasarruflar üzerinde, ciddi şekilde olumsuz etkilerde bulunmaktadır. Harcamalar üzerinde sağlanacak disiplin ile, mali piyasalardaki kamunun tekelciliğinden de kurtulunmuş olunacaktır.

Bu durumda yapılması gereken, kamu gelir- gider dengesinin gerçekleştirilmesidir. Bunun için de kamunun tasarruflarının artırılması gerekir. Yapılacak vergi reformu, vergi kaçaklarının önlenmesi, harcama politikalarının gözden geçirilmesi ve gereksiz harcamaların asgariye indirilmesinin yanı sıra, parlamenter seçimlerine endeksli harcama politikalarından vazgeçilmesi gerekir.

Sermaye piyasasında menkul kıymetlerin talep yönünde bankaların ağırlığı, kalkınmanın önündeki bir başka engeldir. Gelir dağılımını daha da adaletsizleştiren bu mekanizmanın yerine, sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kurumların artırılması, bu kurumların halka tanıtımı ve yurt içinde yaygınlığının sağlanması gerekir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Az gelişmiş ülkelerin kalkınmalarında karşılaşılabilecekleri en büyük engel, tasarruf yetersizliğidir. Milli gelirin düşük olması, kişisel gelirin düşük düzeylerde gerçekleşmesine neden olur. Bu düşük gelir düzeyi de, zorunlu tüketim harcamalarını karşılamaya ancak yeter. Dolayısı ile de tasarruflar düşük düzeylerde gerçekleşir. Ragner Nurks'un ileri sürdüğü az gelişmiş ülkelere özgü kısır döngü, işte böyle gerçekleşir. Az gelişmiş ülkelerin bu kısır döngüden kurtulmaları, verimli alanlara yatırım yapmaları ve böylece ülke kaynaklarının rasyonel kullanımlarının sağlanması ile mümkündür.

Verimli alanlara yatırımların gerçekleşmesi için, her ne kadar dışarıdan sağlanan yardım ve borçlanma, alternatif kaynaklar arasında gösterilse de, en sağlam kaynaklar, ülke içi tasarruflardır. İç tasarrufların sanayiye kanalize edilmesi ile, hem bu tasarruflar değerlendirilerek sahiplerine getiri sağlanır, hem de ülke kaynakları kullanılarak, üretimde bulunulur. Böylece sermaye (dış borçlanmanın aksine) ülke içinde kalır.

Sermaye piyasası, tasarruflarını değerlendirmek isteyen kişiler ile, yatırım yapmak isteyip de, gerekli sermayesi olmayan kişileri karşılaştırır. Diğer bir deyişle, orta ve uzun vadeli fon arz eden ile talep edenleri karşılaştıran bir piyasadır.

Türkiye'nin kalkınmasında sermaye piyasasının önemli rolleri olmasına rağmen, bunları gerçekleştirilememektedir. Piyasa ile ilgili yasal düzenlemelere ve kurumsallaşmaya geç başlanmasının getirdiği birçok dezavantajlar olmuştur. Doğal olarak en büyük dezavantajı, mali piyasa içinde para piyasasının bir üstünlüğe sahip olmasıdır.

Türkiye'de 1981 yılından itibaren başlatılan liberalizasyon uygulamalarından, en çok kamu sektörü ile bankalar sektörü yararlanmıştı. 1980'lerin ikinci yarısından itibaren kamunun bütçe açıkları, açık piyasa işlemleri ile karşılanmaya başlanmıştır. Öyle ki; sermaye piyasasının henüz etkin bir şekilde işlemediği 1981 yılında kamu borç kaynaklarının % 80'ini uluslararası finans kurumları ile devletler oluştururken, 1992 yılında kamu borçlarının % 50'sini

sermaye piyasası oluşturmuştur. 1980 yılında bütçe açıklarının % 21.3'ü sermaye piyasasında menkul kıymet ihracı yolu ile karşılanırken, 1988 yılında bu oran % 80.1'e yükselmiştir. Son yıllarda ise % 90'ın üzerindedir. 1980 yılında açıkların yaklaşık olarak yarısı TCMB kaynaklarından karşılanırken, bu oran 1988 yılında % 20'lere düşmüştür. Burada dikkat edilecek nokta; açıkların geçici değil, sürekli oluşudur.

Türkiye'de Hazine, çok kısa vadeli kağıtlarla borçlanmaktadır. Özellikle 1981-1990 yıllarında TCMB kaynaklarına giderek daha az başvurulmuştur. İlk bakışta enflasyonist baskının kırılması için bu yöntem, rasyonel gibi gözükmemektedir. Fakat menkul kıymetler yoluyla borçlanmanın çoğunun kısa vadeli olması, nominal ve reel faizin yüksek düzeylerde gerçekleşmesi ve vergi dışı bırakılması, söz konusu araçların getirisini artırmaktadır.

Bankalar ve anonim şirketler, gelirlerini artırmak için, tahvil ve hazine bonusu almaktadırlar. Bu durum ekonomik kalkınmanın bir amacı olan gelir dağılımı adaletinin sağlanmasını, olumsuz etkilemektedir.

Bankalara ait menkul kıymetler cüzdanının bileşiminde, kamu kesiminin payı ortalama olarak % 90 dolayındadır. Bu oran, kamu menkul kıymetlerine başlıca talebin, bankalar tarafından geldiğini gösterir. Bunun yanı sıra bankaların portföy yapılarında, menkul kıymetler lehine bir gelişme gözlenmektedir. Bankacılık toplam varlıklarında menkul kıymetlerin payı % 3.7, 1987'de % 13.2, 1990'da % 11.2'dir. Varlık yapılarında görülen bu değişim, varlık gelirlerinde de görülmektedir. Kredi muamelelerinden elde edilen gelirin payı 1986'da % 61'den 1990'da % 54'e düşmüş, menkul kıymetlerden elde edilen gelirin payı ise 1986'da % 15'ten 1990'da % 21'e yükselmiştir.

1980 ile 1990 yılları arasında toplam yatırımlar içinde kamunun payı, giderek azalmıştır. Adı geçen dönemin başında kamu yatırımlarının payı, toplam yatırımlar içinde % 60 iken; dönem sonunda % 20 düzeyine inmiştir. Kamu sektörünün sermaye piyasasından sağladığı fonlar, sabit sermaye yatırımlarında kullanılması halinde ekonomik kalkınma gerçekleşir. Fakat sağlanan fonların yatırımlarda değil, daha önceki yıllarda alınan borçların ana para ve faiz



ödemelerinde kullanılmaları ve cari yıl bütçe açıklarının finansmanında kullanılmaları, gelir dağılımının büsbütün adaletsizleşmesine neden olur.

1995 yılı itibariyle İhraç edilen menkul kıymetler 1.617.913 milyar TL'dir. Aynı yılın gayri safi milli hasıla değeri 7.644.206 milyar TL'dir. GSMH içerisinde menkul kıymet ihraçlarının toplamı % 21'dir. Bu kadar büyük bir oran, açık piyasa işlemlerinin etkinliğini artırmaktadır.

Türk sermaye piyasasında menkul kıymet arz yönünde, kamu sektörünün ağırlığı vardır. İhraç edilen menkul kıymetlerin yaklaşık olarak %80-90'ı kamu sektörüne aittir. Bu ise "crowding-out" etkisi dolayısı ile, özel sektöre akacak fonları sınırlandırır. Halbuki kamu sektörü, toplamış olduğu bu fonları, yeni yatırımlarda değil, daha önce alınmış olan borçların ana para ve faiz ödemelerinde kullanmaktadır. Menkul kıymet arzı yönüyle sermaye piyasası, ekonomik kalkınmada etkili olamamaktadır.

Türk sermaye piyasasında menkul kıymet talebi yönünde, bankalar sektörünün büyük bir ağırlığı vardır. İhraç edilen menkul kıymetlerin %85'ini bankalar satın almaktadır. Oysa, bankaların sermaye piyasasında değerlendirdiği fonlar, doğrudan kendilerinin tasarrufu değil; kişilerin mevcut fonlarına belli bir getiri elde etmek için verdikleri ödünçlerdir. Dolayısıyla menkul kıymet getirisinden bankaların yararlanması, gelir dağılımının daha da adaletsizleşmesine neden olmaktadır. Yatırımların, tüketime dönük üretim alanlarına yönlendirilmesi kadar; bireylerin bilinçlenmesi için yapılacak yatırımlar da kalkınma açısından önemlidir. Eğitim ve öğretim alanına yapılan yatırımlar, sadece bilgi ve kültür düzeyini artırmakla kalmazlar; ülke kaynaklarının rasyonel kullanımını da gerçekleştirebilirler.

Açık piyasa işlemlerinin ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmede bir politika aracı olarak kullanılabilmesi, menkul kıymetlerin gerçek tasarruf sahiplerine ulaşması ile mümkündür. Mevcut durumda sermaye piyasasında menkul kıymet alıcıları, bankalar ve kamu kuruluşlarıdır. Bu ise bir taraftan para politikası aracı olarak açık piyasa işlemlerinin etkisini azaltır, bir taraftan doğrudan özel sektörün sermaye birikim sürecini olumsuz etkiler, bir diğer taraftan da gelir dağılımındaki adaletsizliği büsbütün artırır.

## KAYNAKÇA

### KİTAP VE TEZLER

- ABAÇ, Selçuk; **Türk Sermaye Piyasasının Ekonomik Analizi ve Hisse Senedi Fiatlarını Belirleyen Etkenler**, (Yayınlanmamış doktora tezi), İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 1985.
- ACAR, Tayfun; **Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi (1980 - 1987)**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1988.
- AKDOĞAN, Abdurrahman; **Kamu Maliyesi**, Gazi Üniversitesi Yayın No:135, 3. Baskı, Ankara, 1989.
- AKGÜÇ, Öztin; **Finansal Yönetim**, 5. Bası, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 56, İstanbul 1989.
- AKSOY, Ahmet; **İşletme Sermayesi Yönetimi**, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 1993.
- AKSOYLU Semra; **Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Sermaye Piyasasındaki Yeri, Önemi, Ekonomik Yararları ve Mevcut Durumları**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 1994.
- ALKİN, Erdoğan; **Gelir ve Büyüme Teorisi**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1992.
- ALTINTAŞ, Beyhan; **Sermaye Piyasasının Gelişmesinin Türk Ekonomisine Etkisi**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1990.
- ANSAY, Tuğrul; **Bankacılar İçin Şirketler Hukuku Bilgisi**, 14. Basım, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, T. İş Bankası A.Ş. Vakfı, Yayın No: 266, Ankara 1992.
- ATAÇ, Beyhan; **Maliye Politikası**, Anadolu Üniversitesi , Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, No: 86, Eskişehir, 1990.
- AYDINLI, İbrahim **Türk Bankacılık Sistemi Piyasa Yapısı (1991-1994)**, SPK, Yayın No: 40, Ankara, 1996.
- AYTAÇ, Zühtü; **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse senetleri**, T. İş Bankası Vakfı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No: 225, Ankara, 1988.
- AŞIKOĞLU, Rıza, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme**, Anadolu Üniversitesi Yayın No:35, Eskişehir, 1983.
- BAŞKAYA, Fikret; **Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü**, İmge Kitabevi, Ankara, 1994.
- BOLAK, Mehmet; **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basım-Yayın-Dağıtım A.Ş., 2. Baskı, İstanbul, 1994.

- CANBAŞ, Serpil ve DOĞUKANLI, Hatice; **Finansal Pazarlar (Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri)**, Ankara, 1995.
- CANOĞLU, Mehmet Ali; **Ortaklıklar Muhasebesi**, Marmara Üniversitesi, Yayın No:418, 4. Basım, İstanbul, 1985.
- ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol; **Türkiye’de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Basım-Yayım-Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1993.
- CİVAN, Mehmet, **Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler**, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994.
- ÇELİKOĞLU, İlyas; **Sosyal Güvenlik Sistemlerinin Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması**, DPT, Yayın No: 2355, Ankara, Eylül 1994.
- ÇIKRIKÇI, Mustafa; **Türk Banka Sistemi ve Endüstriyel Verimlilik**, Trabzon, Kasım 1989.
- ÇİVİ, Halil; **Türkiye’de Bankacılık (Teori, Uygulama ve Sonuç)**, Cumhuriyet Üniversitesi, Yardımcı Ders Kitabı, Yayın No: 1, Ankara, 1985.
- ÇONKAR, Kemalettin; **Kalınma Bankacılığı ve Türkiye’deki Uygulama**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 374, Eskişehir, 1988.
- DEMİRKAN, Uçar; **Sermaye Piyasaları ve Türkiye’deki Uygulamaları**, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu, Yayın No: 229, Başbakanlık Basımevi, Ankara, 1981.
- DEVLET İSTATİSTİK ENSTİTÜSÜ; **İstatistiklerle Türkiye 1995**.
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI; **Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-1995**, Ankara, 1996
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI; **Sermaye Piyasası, VI. Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Raporu**, Ankara, 1989.
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI; **Sosyal Güvenlik, Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 1995.
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI; **Temel Ekonomik Göstergeler**, Mart 1995.
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI; **VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1996-2000)**.
- DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI; **VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Gelişmeler (1984-1988)**, Ankara, 1990.
- DİKEÇ, Üstün; **Dış Yardımların Koordinasyonu ve Türkiye’ye Yardım Konsorsiyumu**, Gazi Üniversitesi, Yayın No: 40, Ankara 1984.
- DİLİK, Sait; **Servetin Geniş Kitlelere Yayılması**, Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, No: 391, Ankara, 1976.
- ERSEL, Hasan ve ERCAN, Kumru; **Türkiye İçin Yeni Bir Orta Vadeli İstikrar Programına Doğru**, Tüsiad Yayınları, No: Tüsiad-T/95-6/180, İstanbul, 1995.

- EŞ, Mecit; **Türkiye'de Vergilerin Sermaye Piyasasının Gelişmesine Etkileri (Gelir Ve Kurumlar Vergisi Açısından)**, Anadolu Üniversitesi Yayın No:227, Eskişehir, 1987.
- “FOREIGN AID”; **Encyclopedia Britannica Macropedia Knowledge in Depth**, Volume: 7, 15' th Edition, 1983.
- GÜLBAHAR, Yıldız Aylin; **Menkul Kıymet Borsaları ve Türkiye Uygulaması**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, SBE, İzmir, 1992.
- GÜRDOĞAN, Ersin; **Teknolojinin Ötesi**, İz yayıncılık, İstanbul, 1991.
- GÜZEL, Ali ve OKUR, Ali Rıza; **Sosyal Güvenlik Hukuku**, 4. Bası, Beta Basım, Yayım, Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1994.
- HAN, Ergül; **İktisadi Kalkınma**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 122, 1. Fasikül, Eskişehir, 1990.
- HAZINE MÜSTEŞARLIĞI; **Türk Bankacılık Sisteminin Mali Yapısı ve Gelişimi 1995/III**, Bankalar Yeminli Murakıplar Kurulu Başkanlığı, Aralık 1995.
- HAZINE MÜSTEŞARLIĞI; **Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri**, Eylül 1995.
- HAZINE MÜSTEŞARLIĞI; **Hazine Aylık Göstergeleri**, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Yayınları, Ankara, Eylül 1994.
- HİÇ, Mükerrerem; **Büyüme Teorileri ve Gelişen Ekonomiler**, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Yayın No: 372, İstanbul, 1976.
- İLKİN, Akın; **Kalkınma ve Sanayi Ötesi**, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Yayın No: 384, İstanbul, 1976.
- INGHAM, Barbara; **Economics and Development**, Mc Graw - Hill Company, London, 1995.
- İNCE, Macit; **Devlet Borçlanması (Kamu Kredisi)**, Seçkin Yayınevi, Ankara, 1996.
- İNCE, Macit; **Devlet Borçlanması-Kamu Kredisi**, 4. Baskı, AİTİA Yayını, Ankara, 1979.
- İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI; **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu**, İMKB Yayın No: 1, İstanbul Haziran 1994.
- İŞGÜDEN, Tamer vd.; **Gelişme İktisadı (Kuram, Eleştiri, Yorum)**, Beta Basım, Yayım, Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1995.
- KAMALAK, Mustafa; **Kamu Borçlanması**, Atatürk Üniversitesi, İİBF. Araştırma Merkezi Ders Notları No:130, Erzurum, 1987.
- KARSLI, Muharrem; **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 4. Baskı, İrfan Yayıncılık, İstanbul, 1994.

- KAYNAK, Muhteşem; **Ekonomik Kalkınma**, Gazi Üniversitesi, İ. İ. B. F., Ankara, 1990
- KAZGAN, Haydar; **Galata Bankerleri**, Türk Ekonomi Bankası, İstanbul, 1991.
- KEPENEK, Yakup ve YENTÜRK, Nurhan; **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, Geliştirilmiş 6. Baskı, İstanbul, 1994.
- KIDWELL, David S.; PETERSON, Richard L.; Blackwell, David W.; **Financial Institutions, Markets and Money**, Fifth Edition, The Dryden Press, Florida, 1993.
- KILIÇBAY, Ahmet; **Ekonometrik Metodlar ve Araştırma**, İstanbul Üniversitesi Yayınları, I. Baskı, İstanbul, 1975.
- KILINÇ, Kazım; **200 Soruda A'dan Z'ye Borsa**, 3. Baskı, Alfa Basım, Yayım, Dağıtım, İstanbul, 1995.
- KINDLEBERGER, Charles p.; **Uluslararası İktisat**. Cilt: 2, (Çeviren: Nejdet Serin), Doğan Yayınevi, Ankara 1970.
- KÖKLÜ, Aziz; **Makro İktisat**, "S" Yayınları, Ankara, 1984.
- KREGEL, J. A.; **İktisadi Büyüme Teorisi**, Macmillan İktisat Serisi, Çev: Ömer Gökay, Akbank Kültür Yayınları, İstanbul, 1982.
- LIPSEY ve diğerleri, **İktisat 2**, (Çevirenler: Ömer F. Batirel ve diğerleri), Bilim ve Teknik Yayınevi, İstanbul, 1984.
- MALİYE BAKANLIĞI; **Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası**, Tetkik Kurulu Başkanlığı, Yayın No: 237, Ankara, 1982.
- MANİSALI, Erol; **Gelişme Ekonomisi**, İstanbul Üniversitesi Yayın No. 2466, İkinci Baskı, 1978.
- MADURA, Jeff; **Financial Market and Institutions**, Second Edition, West Publishing Company, U.S.A., 1992, p. 139.
- MISHKIN, Frederic S.; **Money, Banking and Financial Markets**, Second Edition, Forsman and Company, 1989, p. 55.
- MÜSTAKİL SANAYİCİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ; **Devletin Borç Krizi (İflas-1999)**, Müsiad Araştırma Raporları, No: 6, Ekim 1994.
- NURKS, Ragner; **Az Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Teşekkülü**, (Çev: Şevki Adalı), Menteş Kitabevi, 1964, İstanbul.
- OKTAV, Mete; KAVAS, Alican; TANYERİ, Mustafa; **İhracatın Geliştirilmesi ve Ortak Pazarlama Grupları**, TOBB, Ankara, 1992.
- ÖÇAL Tezer ve ÇOLAK, Ö. Faruk; **Para-Banka**, İmge Kitabevi, I. Baskı, Ankara, 1988.
- ÖÇAL, Tezer; **Para Teorisi (Banka, Kredi, Para)**, Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F., Yayın No: 183, Ankara, 1990.

- ÖNCÜER Evin ve TEZER,Şahap; **Sermaye Piyasası**, T. İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü, Ankara, 1984.
- ÖNDER, İzzettin vd.; **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim 1993, İstanbul.
- ÖNEN, Z. Sacit; **Uluslararası Mali Kuruluşlar**, Gazi Üniversitesi, Yayın No: 136, İkinci Baskı, Ankara, 1990.
- ÖZER, Şadi; **Yatırımların Finansmanı ve Sermaye Piyasası**, Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği, Ankara, 1978.
- ÖZKÖK, İbrahim Cem; **Tasarrufların Yönlendirilmesinde ve Geliştirilmesinde Sermaye Piyasasının Rolü**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, SBE, İzmir, 1990.
- ÖZMEN, Tahsin; **Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Avantaj ve Dezavantajları**, SPK, 1992
- ÖZTANGUT (KOÇTAŞ), Asuman; **Sermaye Piyasasının Ekonomideki Rolü ve Türkiye’deki Uygulama**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Hacettepe Üniversitesi, SBE, Ankara, 1988.
- SARIKAMIŞ, Cevat; **Sermaye Pazarları**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Yayın No:111, İstanbul, 1980
- SAVAŞ, Vural; **İktisadi Kalkınma**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:122, 2. Fasikül, Eskişehir, 1992.
- SAVAŞ, Vural; **Kalkınma Ekonomisi**, Beta Basım-Yayım- Dağıtım A.Ş., 4. Bası, İstanbul, 1986.
- SELÇUK, Faruk ve RANTANEN, Anjariitta; **Türkiye’de Kamu Harcamaları ve Kamu Borçlanması**, Tüsiad Yayını, No: Tüsiad-T/96-1/190, Ocak 1996.
- SERMAYE PİYASASI KURULU; **Aylık Bülten**, Ekim 1994.
- SERMAYE PİYASASI KURULU; **Aylık Bülten**, Mart 1996.
- SERMAYE PİYASASI KURULU; **1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasası**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, 1993.
- SERMAYE PİYASASI KURULU; **Doç. Dr. Yaman Aşıkoğlu’na Armağan**, SPK Yayınları, No: 56; Ankara, 1997.
- SERMAYE PİYASASI KURULU; **Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan**, SPK Yayınları, No: 54, Ankara, 1996.
- SERMAYE PİYASASI KURULU; **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, 3. Baskı, Ankara, 1994.
- SERMAYE PİYASASI KURULU; **Yıllık Rapor**, 1994.
- SERMAYE PİYASASI KURULU; **Yıllık Rapor**, 1995.
- SEYİDOĞLU, Halil; **Ekonomik Terimler Ansikopedik Sözlük**, Güzem Yayınları No:4, İstanbul, 1992.



- SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul, 1994.
- SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslararası İktisat**, Güzem Yayınları, İstanbul, 1994.
- ŞENER, Orhan; **Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Sanayileşme Üzerindeki Etkileri**, Friedrich Ebert Vakfı, İstanbul, 1988.
- THE WORLD BANK; **World Development Report 1996**.
- TOPRAK, Metin; **Finansal Sistemin Ekonomik Kalkınmadaki Yeri, Türk Finansal Sistemi Örneği**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi, SBE, İstanbul, 1992.
- TOPRAK, Metin; **Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler (1980-1995)**, Turhan Kitabevi, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar:1, Ankara, 1996.
- TUNCA, A. Can; **Sosyal Güvenlik Hukuku Dersleri**, Beta Basım, Yayım, Dağıtım A. Ş., İstanbul, 1994.
- TUNCEL, Kürşat; **Risk Sermayesi Finansman Modeli**, SPK, Yayın No: 37, Ankara, 1996.
- TUNCER, Nihal; **Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ansiklopedisi**, İletişim Yayınları, Cilt 4, İstanbul, 1986.
- TUNCER, Selahattin; **Türkiye’de Sermaye Piyasası**, İstanbul 1985.
- TUNÇOMAĞ, Kenan; **Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Sigortalar**, 5. Basım, Beta Basım, Yayım, Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1990.
- TÜRK, İsmail; **Maliye Politikası**, "S" Yayınları, 8. Bası, Ankara, 1989, s. 210-211.
- TÜRKİYE SANAYİCİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ; **İstikrarlı Kalkınma ve Yeniden Sanayileşme İçin Ekonomik Çözümler**, Yayın No: Tüsiad-T/89/7/129, İstanbul, 1989.
- ULUATAM, Özhan; **Enflasyon ve Devlet Gelirleri**, Ankara, 1981
- ULUATAM, Özhan; **Makro İktisat**, Genişletilmiş 8. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 1995.
- ULUSOY, Yılmaz; **Sermaye ve Para Piyasası Mevzuatı**, Cilt: I, Seçkin Kitap Yayın - Dağıtım, Ankara, 1984.
- ÜLGENER, Sabri; **Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme**, Der Yayınları, 7. Basım, İstanbul, 1991.
- ÜLKEN, Yüksel; **Fiat Teorisi**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1993.
- ÜLKEN, Yüksel; **20. Yüzyılda Dünya Ekonomisi**, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Yayın No: 3114, İstanbul, 1984.
- ÜNAL, Targan; **Sigorta Sektörünün Ekonomik İşlevi ve Fon Yaratma Kapasitesi**, İTO, Yayın No: 4, İstanbul, 1994.
- WALLACE, C. Peterson; **Gelir, İstihdam ve Ekonomik Büyüme**, Çev: Talat Güllap, Atatürk Üniversitesi Yayınları, No: 763, Erzurum, 1994.



- YALÇINER, Barbaros; **Tezgah Üstü Hisse Senedi Piyasaları**, SPK, Yayın No: 34, Ankara, 1996.
- YASAMAN, Hamdi; **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992.
- YÖNET, Güzin; **Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Birikimini Sağlamada Mali Araçların Etkinliği "Türkiye Örneği"**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1990.
- YÜKSEL A. Sait ve RODOPLU, Gülten; **Sermaye Piyasası**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1982.
- YÜKSEL, Ali Sait; **Para Bulma ve Yatırım**, Ar Basım-Yayım-Dağıtım A.Ş., 3. Baskı, İstanbul, 1982
- ZARAKOLU, Avni; **Bankacılar İçin Para ve Kredi Bilgisi**, T. İş Bankası A.Ş. Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No:232, Ankara, 1989.
- ZAİM, Sabahattin; **Çalışma Ekonomisi**, Filiz Kitabevi, 9. Baskı, İstanbul.

#### MAKALELER

- ABAÇ, Sadun; "Para ve Sermaye Piyasasının Kalkınmanın Finansmanına Katkısı", **II. Türkiye İktisat Kongresi**, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, İzmir, 2-7 Kasım 1981.
- AKSEVEN, Hamit; "Gelişmiş Ekonomilerde Sermaye Piyasası", **Para ve Sermaye Piyasası**, Nisan 1988.
- AREN, Sadun; "**Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Semineri**", Türkiye Tütüncüler Bankası A.Ş., Altınyunus, Çeşme, 24-25 Ekim 1983.
- BÜYÜKABACI, Mustafa; "Tefeci Devlet, Tefeci Banka", **Çerçeve**, Müsiad Yayını, Temmuz-Ağustos 1994.
- ÇAPOĞLU, Gökhan; "Rekabet Kavramı ve Rekabeti Koruma Yasa Tasarısı", **Türkiye İktisat Dergisi**, TOBB Yayını, Mayıs 1993.
- ÇÖMEZ, Niyazi; "İhtisas Bankalarının Türkiye Ekonomisi İçerisindeki Yeri", **1992-1993 Hesap Uzmanları Kurulu Konferansları-III**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Yayın No: 327, Ankara, 1993.
- DANIŞOĞLU, Emel; "Sosyal Güvenlik Sisteminde Gelişmeler", **Planlama Dergisi**, DPT Yayını, Sayı: 26, Ankara, Eylül 1990.
- DEMİR, Ahmet; KÜÇÜKKİREMİTÇİ, Oktay; PEKKAYA, Semra; ÜRETen, Aykan; "İMKB'de Sanayi Şirketlerinin Hisse Senedi Getirileri İle Finansal Oranları Arasındaki İlişkilerin Belirlenmesi ve Bu İlişkilere Göre Şirketlerin Sıralandırılması", **Doç. Dr. Yaman Aşkoğlu'na Armağan**, SPK Yayınları, No: 56; Ankara, 1997.

- DEMİREL, Ahmet; "1980' li Yıllarda Para ve Sermaye Piyasasının Kalkınmanın Finansmanına Katkısı", **II. Türkiye İktisat Kongresi**, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, İzmir, 2-7 Kasım 1981.
- DEMİRGÜÇ, Aslı-LEVINE, Kunt and Ross; "Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overwiev", **The World Bank Economic Review**, Volume: 10, Number: 2, May 1996.
- DEMİRGİL, Demir "Kalkınmanın Finansmanında İç Tasarrufların Yatırımlara Dönüştürülmesi", **Türkiye'nin Ekonomik Kalkınma Süreci İçinde Sermaye Piyasasının Rolü Semineri**, Banker Kastelli Menkul Değerler A.Ş., İstanbul, 1980.
- EVGİN, Tülay; "İç Borçlarımız", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, HDTM, Mart 1992.
- ERDEM, Metin; Türkiye'de Devlet Borçlanmasındaki Gelişmeler", **Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan**, SPK Yayınları, No: 54, Ankara, 1996.
- GEREK, Sevgi; "Türkiye'de Parasallaşma Sürecinde Mali Piyasalara Yöneliş", **Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan**, SPK Yayınları, No: 54, Ankara, 1996.
- GILL, Mr. David ;"Kalkınma Aracı Olarak Sermaye Piyasası Kurulları", (Çev: Mehmet Akmansu), **Maliye Dergisi**, Eylül 1982.
- GÜRBÜZ, Burak; "**Finansal Gelişmenin Kalkınmaya Etkisi**", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Eylül 1995.
- H. HABAKKUK, John ;"Nüfus Artışı ve İktisadi Kalkınma", (Çeviren: Selim İlkin), **İktisadi Kalkınma (Seçme Yazılar)**, ODTÜ İdari İlimler Fakültesi, Yayın No:6, Ankara, 1966.
- HÄUSER, Karl; "Piyasa Ekonomisinde Sermaye Piyasasının Rolü", **Maliye Enstitüsü Konferansları**, Çev: Mehmet Ural, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Yayını, No: 344, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1974.
- HAZİNE VE DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI; **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, Haziran 1993.
- KANDİLLER, Rıza; "Kısa Vadeli Finansman Sorunları ve Para Piyasası", **Özel Sektörün Finansman İhtiyaçları ve İzlenen Para - Kredi Politikası Semineri**, İstanbul, 1975.
- KANDİLLER, Rıza; "Para ve Sermaye Piyasaları'nın Kalkınmanın Finansmanına Katkısı", **II. Türkiye İktisat Kongresi**, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, İzmir, 2-7 Kasım 1981.
- KESKİN, Ekrem; "Uluslararası Sermaye Hareketleri, Nedenleri, Makro Ekonomik Etkileri ve Politikalar: Asya Ülkeleri Deneyimi ve Türkiye", **Bankacılar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 18, Eylül 1996.
- KIRDALOĞLU, Selda ve SAKLAR, Figen; "Ekonomide Tasarruflar ve Fon Hareketi", **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Nisan 1992.

- LEVINE, Ross and ZERVOS, Sara; "Stock Market Development and Long-Run Growth", **The World Bank Economic Review**, Volume: 10, Number: 2, May 1996.
- OCAK, B. Safa; "Türk Sanayii ve Özel Sektör Rekabet Olanaklarına Genel Bir Bakış", **İMKB Dergisi**, Yıl: 1, Sayı: 1, Ocak-Şubat-Mart 1997.
- ÖZBAY, Remzi; "Hisse Senetleri Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler, Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon", **Doç. Dr. Yaman Aşıkoğlu'na Armağan**, SPK Yayınları, No: 56, Ankara, 1997.
- ÖZER, Sadi; "Para ve Sermaye Piyasasının Kalkınmanın Finansmanına Katkısı", **II. Türkiye İktisat Kongresi**, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, İzmir, 2-7 Kasım 1981.
- SAK, Güven; "Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerinde Etkileri", **İşletme ve Finans**, Mayıs 1995.
- SARC, Öner Celal; "1923'ten Bu Yana Kalkınma Stratejileri", **II. Türkiye İktisat Kongresi**, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, İzmir, 2-7 Kasım 1981.
- SEÇKİN, Abdullah; "Hisse Senetlerinin Halka Arzı", **Çerçeve**, Müsiad Yayını, Kasım-Aralık 1994.
- SEVİĞ, Veysi; "Kaynağı Borçlanma Olan Bütçeler", **Çerçeve**, Müsiad Yayını, Kasım-Aralık 1994.
- SÖNMEZ, Sinan; "Bütçe Açığının Finansmanı ve Enflasyon", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt:21, Sayı:4, Yıl:1994.
- TATLIDİL, Hüseyin; "Ülkelerin Sosyo-Ekonomik Gelişmişliklerine Göre Kümelenmesine ve Sıralanmasına Yeni Yaklaşımlar", **Planlama Dergisi**, DPT, Eylül 1990.
- TİLEYLİOĞLU, Alaeddin; "Para Piyasaları", **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Nisan 1992.
- TURHAN, İbrahim; "Türkiye Ekonomisi'nin 1996 Yılındaki Genel Durumu", **Çerçeve**, Müsiad Yayını, Mayıs-Temmuz 1996.
- URAS, T. Güngör; "Sermaye Piyasasız Bir Ekonomik Gelişme Mümkün mü?", **Para Dergisi**, Şubat 1982.
- YALÇIN, Aydın; "Cumhuriyetten Bu Yana İktisadi Kalkınmamızda İzlenen Yollar", **II. Türkiye İktisat Kongresi**, Cilt I, DPT, Yayın No: 1783, İzmir, 2-7 Kasım 1981.
- YARAŞLI, Genç Osman; "Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı ve kamu Maliyesi", **Çerçeve**, Müsiad Yayını, Ocak-SNisan 1996.
- YILMAZ, Salih; "Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Tasarrufa Duyulan İhtiyacın Nedenleri", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, HDTM, Mart 1994.