

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
TÜRK İNKILAP TARİHİ ENSTİTÜSÜ

CUMHURİYET DÖNEMİNDE MENKUL KIYMETLER ve
BORSA (1923-1985)

Yüksek Lisans Tezi

Hüseyin Evren ARIK

Ankara-2010

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
TÜRK İNKILAP TARİHİ ENSTİTÜSÜ

CUMHURİYET DÖNEMİNDE MENKUL KIYMETLER ve
BORSA (1923-1985)

Yüksek Lisans Tezi

Öğrencinin Adı

Hüseyin Evren ARIK

Tez Danışmanı

Prof. Dr. İzzet ÖZTOPRAK

Ankara-2010

ÖZET

Ülkelerin sermaye birikimi sürecinde önemli bir yere sahip olan sermaye piyasasının esasını oluşturan menkul kıymet alım-satımı ve borsanın Türkiye Cumhuriyeti tarihinde izlediği yol, bu tezin konusunu oluşturmaktadır.

Dört bölümden oluşan çalışmanın ilk bölümü konunun temel kavramları olan sermaye piyasası, menkul kıymet ve borsanın tanımlanmasına ayrılmış, ikinci bölümde Osmanlı İmparatorluğu'ndaki gelişmelere yer verilmiştir.

Çalışmanın ağırlık noktasını oluşturan üçüncü bölüm, Cumhuriyet Türkiye'si'nde sermaye piyasasının gelişimini geçiş dönemi (1923-1929), korumacı dönem (1929-1960), planlı dönem ve liberal döneme geçiş (1980-1985) başlıkları altında incelemiştir. Menkul kıymetler ve borsa tarihinin dönüm noktaları, bekleneceği üzere ülkenin genel iktisadi tarihindeki kırılmalarla çakışmaktadır.

Borsa Osmanlı'dan Cumhuriyet'e dış borçlanma tahvilleri ile gelişme fırsatı bulan, spekülatif işlemlerin egemen olduğu ve ülke ekonomisine katkısı olmayan bir kurum olarak devrolmuştur. Cumhuriyet yönetiminin ilk önlemleri kuruma ulusal bir nitelik kazandırmak ve döviz fiyatlarını kontrol etmek yönündedir. Özel sektörün ve tasarruf kabiliyetine sahip geniş kitlelerin olmadığı kuruluş yıllarında doğal olarak sermaye piyasasının geliştirilmesi gündemin dışındadır. Bu dönemin öncelikleri ulusal bankacılığın kurulması, tasarrufların özendirilmesi ve devlet eliyle sanayileşmenin başlatılmasıdır.

Nitekim özel sektörün belli bir gelişme göstermesi ve kentli orta sınıfın güçlenmesi, 1960'tan sonra planlı kalkınma döneminin kaynak arayışlarıyla birleşmiş ve sermaye piyasası kurulması çalışmaları hız kazanmıştır. Bu dönemde düzenlenmemiş piyasa gelişirken, kurallı piyasa 1981'de ancak kurulabilecektir.

Borsanın da aktif bir duruma getirilmediği 1960 sonrası dönemin öne çıkan iki niteliği, bireysel yatırımcıların güveninin sağlanamaması ve hukuksal altyapının gelişmelerin gerisinde kalmasıdır.

ABSTRACT

The development of securities trading and stock exchange, which have a vital importance in capital accumulation process of nations, in Turkish Republican history is the subject of this study.

Introductory chapter of the study is for determining the three basic concepts of the study: Capital market, securities trading and stock exchange. Then, the birth of trading and stock exchange in the Ottoman Empire of the 19th Century takes the second chapter.

Third Chapter, main body of the study, evaluates the development of capital markets in Republic of Turkey in its four sub-divisions: Transition Period (1929-1960), Protectionist Period (1929-1960), Plan-oriented Period (1960-1980) and Transition-to-free market Period (1980-1985). As would be expected, turning points of the capital market history coincide with the breaks of macroeconomic past of the country.

The Istanbul Stock Exchange was devolved from the Ottoman Empire to the Republic as an institution which the speculative trades dominate, and it had not had a significant contribution to the economy. First reaction of the Republic was to control the Exchange, especially to control foreign exchange transactions. Development of capital market was naturally not on the agenda, where there was not adequate size of both capital of the private sector and savings of the households. The priorities of the period were establishment of the national banking sector, encouraging savings and starting industrialization by the state.

As the private sector had strengthened under protectionism and urban middle class had generated, establishment of the capital markets has become a hot issue, with regard to the plan-oriented new economic policies. However, due to several factors, capital market was not able to be established in this period. While over-the-counter markets had developed out of the state supervision, there were cases of fraud, deteriorating households' tendency to the market. Organized market was able to be founded in the period of transition to liberal economic model in 1981.

ÖNSÖZ

Türkiye’de sermaye piyasaları bu çalışmada en çok dile getirilen noktalardan biri olan kurumlaşma aşamasını geride bırakmış olmakla birlikte, halen gelişmesini sürdürmektedir. 150 yıllık geçmişiyle –her ne kadar Osmanlı döneminde sermaye birikimine hizmet etmese de- pek çok ülkeden daha uzun bir tarihe sahip Türk sermaye piyasasının eski sayfalarının, bugüne ışık tutan yönleri oldukça fazladır. Yatırımcının korunmasından devletin düzenleme yapmakta gecikmesine, çıkar çatışmalarından devletin fon kaynaklarının tamamına yakınına toplamasına kadar pek çok olgu günümüz koşullarında da tanıdıkır. Nitekim çalışma boyunca dönemler arasında pek çok ortak yön göze çarpmıştır.

Çalışmada Türkiye’de sermaye piyasasının gelişimini ortaya koymak ve ekonomik yaşamın taraflarının konuya bakışını irdelemek amaçlanmış, olumlu/olumsuz gelişmelerin altında yatan dinamikler çözümlenmeye ve birbirine bağlanmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın hazırlanmasındaki desteği ve katkılarından dolayı tez danışmanın Prof. Dr. İzzet Öztoprak’a teşekkür ederim.

Son olarak, hem çalışma dönemim boyunca gösterdiği ilgi ve anlayıştan, hem de tezin düzeltmelerindeki katkısından ötürü sevgili eşim Süreyya’ya teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

Özet	i
Abstract	ii
Önsöz	iii
Kısaltmalar	vi
GİRİŞ	1
BÖLÜM I: MENKUL KIYMETLER VE BORSA: TANIMLAR VE EKONOMİDEKİ İŞLEVLERİ	4
1.1.SERMAYE PİYASASI	4
1.2.MENKUL KIYMETLER	8
1.3.BORSA	9
1.4.MENKUL KIYMETLER VE BORSALARIN EKONOMİDEKİ İŞLEVLERİ	11
BÖLÜM II: TARİHSEL ÇERÇEVE: DÜNYADA VE CUMHURİYET ÖNCESİ DÖNEMDE TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMETLER VE BORSA	16
2.1.DÜNYADA MENKUL KIYMETLER VE BORSALARIN ORTAYA ÇIKIŞI	16
2.1.1.Sanayi Devrimi ve Sermaye Birikimi	16
2.1.2.Menkul Kıymet Ticaretinin Başlaması ve Borsaların Doğuşu	18
2.2.TÜRKİYE'DE CUMHURİYET ÖNCESİ DÖNEMDE MENKUL KIYMETLER VE BORSA	22
2.2.1.Osmanlı İmparatorluğu'nun Mali Kaynakları	22
2.2.1.1.Dış Borçlanma Öncesi Dönem	22
2.2.1.2.Dış Borçlanma Dönemi	26
2.2.2.Menkul Kıymet Ticaretinin Başlaması ve Borsanın Doğuşu	30
2.2.2.1.Galata Bankerleri	30
2.2.2.2.İstanbul Borsası	32
2.2.3.Değerlendirme	37

BÖLÜM III: CUMHURİYET DÖNEMİNDE MENKUL KIYMETLER VE BORSA	40
3.1.GEÇİŞ DÖNEMİ (1923-1929)	41
3.1.1.Mütareke Yıllarında Borsa	42
3.1.2.Cumhuriyet Politikalarının Borsaya İlk Yansımaları	43
3.1.3.Değerlendirme	47
3.2.KORUMACI DÖNEM (1929-1960)	49
3.2.1.Korumacı Politikalara ve Kambiyo Kontrolüne Geçiş	49
3.2.2.Yeni Borsa Kanunu ve Diğer Politika Uygulamaları	51
3.2.3.II. Dünya Savaşı Sonrası	56
3.2.4.Değerlendirme	60
3.3.PLANLI DÖNEM (1960-1980)	62
3.3.1.Sermaye Piyasası Kurulması Girişimleri	62
3.3.1.1.Halkın Tasarruf Eğilimleri	62
3.3.1.2.Kalkınma Planlarında Sermaye Piyasası	65
3.3.1.3.Sermaye Piyasasının Yasal Çerçevesinin Kurulması Çalışmaları	69
3.3.1.4.Tarafların Sermaye Piyasasına Bakışı	72
3.3.2. Hürriyet İstikrazı Tahvilleri ve Tasarruf Bonoları	79
3.3.3. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası	83
3.3.4. Sigorta Kurumları	86
3.3.5.Özel Sektördeki Sermaye Piyasası Gelişmeleri	88
3.3.6.Değerlendirme	92
3.4.LİBERAL DÖNEME GEÇİŞ (1980-1985)	94
3.4.1.Kurallı Sermaye Piyasasının Kurulması	94
3.4.2.Borsanın Yeniden Kurulması	97
3.4.3.Değerlendirme	98
SONUÇ	100
KAYNAKÇA	104

KISALTMALAR

A.g.e.	Adı geçen eser
A.g.m.	Adı geçen makale
A.g.t.	Adı geçen tez
Bkz.	Bakınız
c.	Cilt
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
S.	Sayı
s.	Sayfa
vd.	ve diğeri

GİRİŞ

Türkiye Cumhuriyeti'nin iktisadi tarihine ilişkin çalışmalarda menkul kıymetlerin ve borsanın gelişimine ilişkin çalışmaların görece olarak az yer tuttuğu, günümüz sermaye piyasasıyla ilgili çalışmalarda ise tarihsel çerçeveye giriş mahiyetinde, hemen hemen aynı kaynaklarla, kısaca ve birbirine benzer şekilde değinildiği görülmüştür.

Ancak Sanayi Devrimi'nin temel taşlarından olan sermaye birikiminin sonucunda ortaya çıkan sermaye piyasasının gelişiminin Türkiye'de nasıl bir yol izlediği, daha detaylı bir incelemeyi hak etmektedir. Bu çalışmanın amacı, başlangıcı 19. Yüzyıl Osmanlı'sına giden menkul kıymet işlemleri ve borsanın, Cumhuriyet döneminde nasıl bir yol izlediğinin ve işlevinin nasıl algılandığının ortaya çıkmasına katkıda bulunmaktır.

Dünyanın en eski borsalarından birine ev sahipliği yapan Türkiye (İstanbul, 1866), Sanayi Devrimi'ni kaçırmış olmanın doğal sonucu olarak, sermaye piyasalarının gelişimini de geriden takip etmiştir. Esasen Anglosakson dünyada bugünkü biçimini bulan menkul kıymet borsaları 19. Yüzyılda gelişmeye başlamış, kapitalizmin hızlı genişleme dönemlerinden biri olan 20. Yüzyılın ilk çeyreğinde 1929 ekonomik bunalımına kadar büyük ilerleme kaydetmişti. 1929 bunalımı borsaları sarsar ve 1930'lu yıllara devletçi politikalar hâkim olurken, serbest piyasa koşullarında gelişen borsa sektörünün 1960'lara kadar genel bir durgunluk dönemine girdiği söylenebilir. 1960'lardan itibaren yeniden güçlenen borsalar, bugün dünya ekonomisinin temel fon kaynakları arasına girmiş durumdadır.

Osmanlı İmparatorluğu'nda ise 19. Yüzyılda dış borçlanmanın başlaması ve devlet tahvili ihraç edilmesiyle birlikte İstanbul'da büyük ölçüde bu tahvillerin alınıp satılmasıyla başlayan menkul kıymet işlemleri, 'oyun' niteliğinden kurtulamamış ve sermaye birikimine katkı sağlar duruma gelememiştir. Bir yandan devletin mali gücü piyasayı sağlıklı bir biçimde işletmeye yetmezken, diğer yandan hem halkın sınırlı tasarruf etme gücü piyasanın genişlemesini destekleyecek durumda değildir, hem de toplanabilse bile bu fonları değerlendirecek yerli üretim sektöründen ya da bu 4bağlantıyı kuracak bir devlet politikasının varlığından bahsetmek mümkün görünmemektedir.

Sonuçta spekülâtif nitelikte işlemlerle sınırlı kalan ve reel ekonomiye hizmet edemeyen İstanbul Borsası, 20. Yüzyılın ilk çeyreğini de savaşların da etkisiyle bu şekilde geçirdikten sonra, acentelerin Türk uyruklu olması ve defterlerin Türkçe tutulmasını zorunlu hale getiren 1923 tarihli tüzük değişikliğinden itibaren yeni Cumhuriyet'in ilke ve düzenlemelerine tabi olmuştur.

O dönemde hisse senedi ve tahvil işlemlerinin yanında döviz işlemlerinin de yapıldığı İstanbul Borsası; Cumhuriyetin ilk döneminde daha çok bu yönüyle öne çıkmış, 1929'da çıkarılan yeni yasayla 1930'lu yıllarda izlenecek ekonomi politikalarıyla uyumlu hale getirilmiştir. Ülkede hem özel sektörün yetersiz, hem de gelir düzeyi düşük halkın tasarruf kabiliyetinin sınırlı olması nedeniyle sermaye piyasalarının gelişmesine imkân bulunmayan bu dönemde, esas fon kaynağı mekanizması olarak ulusal bankacılığın gelişmesine öncelik verilmiştir.

1960'lı yıllarda planlı ekonomiye geçilmesi ile devletin ve özel sektörün yeni yatırımlar için fon kaynaklarına ihtiyaç duyması ve orta sınıfın güçlenmeye başlamasıyla birlikte sermaye piyasaları kalkınmanın bir aracı olarak yeniden gündeme gelmiştir. Bu dönemdeki hürriyet istikrazı tahvilleri ve tasarruf bonoları uygulamalarının yanında yeni bir sermaye piyasası kanunu hazırlanmış, ancak uzun yıllar boyunca kanunlaştırılamamıştır. Bu dönemde İstanbul Borsası da işlevsiz kalmıştır. Türkiye'de sermaye piyasasının kurum ve kurallarıyla modern bir anlayışla kurulması için 1981'i beklemek gerekecektir.

Bu çalışmada, önce menkul kıymetler ve borsaların kısaca tanımları yapıp ekonomideki işlevleri belirtilecek, ardından dünyada ve Cumhuriyet öncesi dönemde Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişimi ele alınacaktır. Bundan sonra, Cumhuriyetin kuruluşundan başlayıp günümüzde faaliyet gösteren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın kurulduğu 1985'e kadar olan dönem; geçiş dönemi (1923-1929), korumacı dönem (1929-1960), planlı dönem (1960-1980) ve liberal ekonomiye geçiş dönemi (1980-1985) başlıkları altında dört bölümde incelenecektir.

1929'da korumacı politikalara geçilmesi kapsamında yeni borsa kanununun çıkarıldığı, 1960'ta kalkınma planlarıyla birlikte sermaye piyasasının yeniden ülke gündemine girdiği, 1980'de de liberal ekonominin getirdiği kurumsal değişim kapsamında borsanın kuruluş sürecinin başladığı göz önüne alındığında; Türk

sermaye piyasası tarihini aynı zamanda Cumhuriyetin iktisadi tarihinin bir izdüşümü ya da yan okuması şeklinde izlemek de mümkündür.

BÖLÜM I: MENKUL KIYMETLER VE BORSA: TANIMLAR VE EKONOMİDEKİ İŞLEVLERİ

Menkul kıymetler ve işlem gördükleri borsalar, sermaye piyasasını oluşturur. Kavramlarda netliği sağlamak amacıyla çalışmanın konusunu oluşturan üç temel kavramı; sermaye piyasası, menkul kıymet ve borsayı daha ayrıntılı bir biçimde tanımlamakta yarar görülmektedir.

1.1.SERMAYE PİYASASI

Bir ülkenin ekonomisi, dört farklı kesimin birbirleriyle ilişkileri biçiminde tanımlanabilir:¹

“reel kesim, mali/finansal kesim, kamu kesimi ve dış ekonomik kesimden oluşan ekonomik yapı ve ilişkiler sistemi... Mali kesim, ekonomik birimler (hanehalkı, firma ve devlet) arasında fon aktarım mekanizması oluşturmakta, aynı zamanda paranın üretilmesi ve ekonomiyeye aktarılmasında da kilit bir fonksiyon görevi görmektedir.”

Finans esas itibariyle paranın toplanması ve tahsisi için gerekli kurumların varlığına dayanmaktadır. Kazgan’a göre bu kurumların en önemlileri banka, borsa ve sigortadır.² Mali/finansal kaynakların niceliği ve niteliği, bir ekonomik yapının sağlamlığını ve gelişme potansiyelini belirleyen öğelerin başında yer almaktadır. Kalkınma teorileri ışığında bir ekonominin gelişmesinin, bu kaynakların kıtlığı/bolluğu, kalitesi ve evrensel piyasalara uygunluğu/uyumsuzluğu ile doğrudan ilintili olduğu görülmektedir.³

İşte para ve sermaye piyasalarından oluşan mali piyasalar, finansal araçların veya finansal ürün ve hizmetlerin üretildiği, transfer edildiği ve alınıp-satıldığı organizasyon veya sistemlerdir. Bu piyasalar fonların etkin olarak kullanamayanlardan etkin olarak kullanacaklara yönelmesini sağlamakta ve böylece makroekonomik etkinliğin artırılmasında rol oynamaktadır.⁴

¹ Nazım Ekren, “Özel Finans Kurumları”, 167-172, **75 Yılda Paranın Serüveni**, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998, s.167-168.

² Haydar Kazgan, **Galata Bankerleri**, Türk Ekonomi Bankası A.Ş., İstanbul, 1991.s.7.

³ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt: Taraflar**, Garanti Yatırım, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1999, s.1.

⁴ Ekren, a.g.m, s.167-168.

Bir başka tanımla mali piyasa, bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya verilen isimdir.⁵ Mali piyasa beş ana unsurdan oluşmaktadır:

- Fon arz edenler,
- Fon talep edenler,
- Yatırım ve finansman araçları,
- Yardımcı kuruluşlar,
- Hukuki ve idari düzen.

Yukarıda da sözü edildiği gibi mali piyasaları para ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayırmak mümkündür. Mevduatın ticari senetler ve krediler yoluyla şirketlere aktarıldığı⁶ para piyasaları daha çok kısa vadeli ihtiyaçlar için kullanılırken (döviz piyasası, likit fon piyasası), birikimlerin menkul kıymetler aracılığıyla şirketlere aktarıldığı sermaye piyasaları (hisse senedi piyasası, tahvil piyasası) uzun vadeli finansman ihtiyacı açısından kritik önemdedir.

Genel kabul görmüş tanımıyla bir yıldan kısa vadeli fonların işlem gördüğü piyasalar para piyasaları, bir yıldan uzun vadeli fonların işlem gördüğü piyasalar sermaye piyasaları olarak isimlendirilmekle birlikte; Tanör'e göre vadeye dayanan bu klasik tanım yerini giderek toplumsal ve ekonomik açılardan işlevsel olarak ortaya çıkan farklılıklara bırakmaktadır.⁷

Şirketler “para piyasasına geçici ve mevsimlik nakit sıkıntısının giderilmesi için, sermaye piyasasına ise genellikle sabit yatırımlar ve devamlı işletme sermayesinin finansmanı için başvurmaktadır.”⁸ İşlevleri iç içe geçmekle birlikte, para piyasalarında bankaların, sermaye piyasalarında ise borsaların öne çıktığını söylemek mümkündür.

⁵ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 2008, s.1.

⁶ Kadir Nazlıgöl, **Gelişen Borsalar ve İMKB'nin Karşılaştırmalı Özellikleri**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006, s. 6-7.

⁷ Tanör, a.g.e, s.3.

⁸ Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003, s.23.

Sermaye piyasası, basit ve geniş bir tanımla, sermaye arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır.⁹ Sermaye kavramı ise, orta/uzun ve sonsuz vadeli fon kaynaklarını ifade etmektedir.¹⁰

Halen yürürlükte olan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun gerekçesindeki tanım ise şöyledir:¹¹

“Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların menkul kıymetlerin alım satımı suretiyle tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasını sağlayan ortamın, başka bir ifade ile yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akımını sağlayan aracı kurum ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sisteminin adıdır.”

Teorik olarak sermaye piyasasının varlık nedeni, “ekonomik birimlerin herhangi bir zamandaki tasarruflarının yaptıkları sabit sermaye yatırımlarına eşit olmamasıdır. Bir finansman sistemi olmadığında, her birim kendi tasarrufu kadar yatırımda bulunabilecektir. Böyle bir ortamda menkul kıymetlerin yeri yoktur. Her ekonomik birim, kendisi için mevcut yatırım alternatiflerinin verimlilikleri ne olursa olsun, kendi tasarruflarıyla sınırlıdır.”¹² Ayrıca tasarruf fazlası olanlardan tasarruf açığı olanlara fon aktararak dengeyi sağlamak da mümkün değildir.

İşte bu iki kesim arasındaki fon akımını gerçekleştirmenin yolu, sahip olanlar için bir varlık, ihraç eden için ise yükümlülük ya da borç niteliğindeki menkul değerlerdir. Artık ekonomik birimler verimli yatırım alternatiflerini gerçekleştirmek için kendi tasarruflarıyla sınırlı değildir. Fonlar daha verimli kullanım alanlarına kayacaktır. Çok verimli yatırım alternatiflerinin olduğu sektörlerin fonları kullanmak için ödeyeceği ücret, daha az verimli projelere sahip sektörlerden daha az olacaktır. Böylece fonlar daha verimli alanlara doğru yönelecek, sermayenin en uygun kullanımı gerçekleşecektir.¹³

⁹ Aynı yer.

¹⁰ Aynı yer.

¹¹ İsmail Mazgıt, **Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Servet Dağılımının Sağlanmasında Sermaye Piyasasının Rolü ve Etkisi**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 1991, s.76.

¹² M. Bülent Atuk, **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi**, (yayınevi belirtilmemiş), İstanbul, 1974, s.101.

¹³ A.g.e, s.101-102.

Sermaye piyasasının ekonomideki işlevini açıkça ortaya koyan kapsamlı bir tanımı Tanör tarafından yapılmıştır:¹⁴

“Bir yandan tasarrufu özendirici politikalar yoluyla ulusal birikimlerin çoğaltılarak yatırımların finansmanı için sağlıklı kaynaklar yaratılması hedeflenirken, bu hedefe, tasarruf sahiplerinin kolay para kazanma heveslilerinin elinde oyuncak olmalarını engelleyecek güvenlik mekanizmaları kurarak ve yatırım saikleri; geleceklerini güvence altına almak, kendilerinden sonra geleceklere “bir şeyler” bırakabilmek, başını sokabilecek bir yere sahip olabilmek ya da emeklilik döneminde kimseye muhtaç olmadan yaşayabilmek biçiminde özetlenebilecek kitlelere bu eğilimleri doğrultusunda kolayca seçebilecekleri, zorlanmadan yönetebilecekleri ya da en azından yönetilişini yakından izleyebilecekleri, vergisel avantajlarla bezenmiş yeni yatırım seçenekleri sunarak ulaşılabilmesi ve onları kucaklayan, etkin, çekici, denetimli ve geniş katılımlı piyasaların oluşturulması gündeme gelmiştir.

Öte yandan, kendi gereksinimleri için kaynak arayışında olan yatırımcılar (şirketler) yönünden görülen de; nitelikleri ve boyutları değişmeye başlayan iş dünyasında ürün maliyetini ucuzlatabilmenin, fiyat ve kalite yönünden rekabet ortamının dışına düşmemenin, bu avantajları yakaladıktan sonra da bunların üzerine yenilerini eklemek suretiyle geleceklerini güvence altına almaya çalışmanın geçmişe oranla farklı yaklaşımları gerektiren hususlar haline geldiğidir. Bu doğrultuda her şeyden önce özkaynak-yabancı kaynak dengesini en iyi noktada kurabilmenin önemi artmış, zaman içinde yetersiz kalmaya başlayan klasik borçlanma yöntemlerinin dışındaki arayışlar hızlanmıştır.

İşte krediye dayalı finansman modelinin aşılarak daha nitelikli ve zengin kaynaklara ulaşma arayışlarının, güvenilir ve çekici yatırım olanakları isteyen tasarrufçuların arayışlarıyla kesiştiği noktada; taraflarıyla, araçlarıyla, işleyiş biçimiyle, hukuksal düzenlemeleriyle yeni ve özgün bir piyasa, geleneksel para piyasasının yanında yerini almaya başlamıştır. Bu piyasa, sermaye piyasasıdır.”

Geleneksel para piyasası borçlandırmaya dayalı finansman yöntemleri sunarken, özellikle 20. Yüzyılın ikinci yarısından itibaren önce yerel daha sonra da küresel ölçüde serpilip yer tutan sermaye piyasası, şirketlere yatırımcılar ile daha sıcak temas olanağı tanıyan ve doğrudan finansman yolunu açan bir mekanizma¹⁵ olarak ağırlığını artırmıştır.

Sermaye birikimi ve yatırımının ekonomik büyümedeki belirleyici rolü düşünüldüğünde, sermaye piyasalarının ülkelerin büyüme ve kalkınma politikalarındaki önemi belirginleşmektedir. Büyüme yatırımı gerektirmektedir;

¹⁴ Tanör, a.g.e, s.1-2.

¹⁵ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt: Halka Arz**, Garanti Yatırım, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2000, s.62.

sermaye piyasaları da yatırım için gerekli kaynaklardan yararlanma imkânı sağlamaktadır.¹⁶

1.2.MENKUL KIYMETLER

“Sermaye piyasasında arz ve talep, bazı araçların yardımı ile karşılaşır. Bu araçlara sermaye piyasası araçları ya da menkul kıymetler ismi verilmektedir. Sermaye fonları menkul kıymetlerin alım satımı yoluyla el değiştirir.”¹⁷

Menkul kıymetler terimi dilimize Fransızcadaki kullanımından (‘valeurs mobilières’) geçmiştir. Özellikle 19. Yüzyılın sonlarında yaygınlaşan terim, o zamana kadar sadece gayrimenkul olarak görülen servete, elden ele kolaylıkla geçen ve bu bakımdan menkul niteliği arz eden senetlerin de dahil olduğunu göstermektedir.¹⁸

Menkul kıymetlerin ayırdedici yönlerini ortaya çıkaran bir tanım için doğrudan mevzuata bakılabilir: “menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu’nca belirlenen kıymetli evraktır.”¹⁹

Yukarıdaki tanımda öne çıkan unsurlar aşağıdaki gibidir²⁰:

- Menkul kıymetlerin tanımında en önemli unsur kıymetli evrak olmalarıdır. Kıymetli evrak niteliğindeki bir belgenin temsil ettiği hak, belgenin ayrılmaz bir parçasıdır ve devredilemez. Bu hak ancak senet ibraz edilerek kullanılır ve senet devredilerek devredilir.

- Standart ve yuvarlak meblağlı, misli nitelikte, belli şekil şartlarını haiz kıymetlerdir.

¹⁶ Sevinç Öztürk, **Avrupa Birliği Sürecinde Türk Sermaye Piyasaları**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007, s.15.

¹⁷ Karşlı, a.g.e, s.24.

¹⁸ Reha Poroy ve Turgut S. Erem, “*Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi için Hukuki Tedbirler (Hukuki Araştırma)*”, s.41-208, **Sermaye Piyasası Etüdü: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi için Gerekli Tedbirler**, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara, 1964, s.115.

¹⁹ Sermaye Piyasası Kanunu, md.3, R.G. no: 17416, tarih: 30.07.1981, http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html, (3 Kasım 2009).

²⁰ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, a.g.e, s.180.

- Çok sayıda ihraç edilip, halka arz edilen kitle senetleridir. Çek, bono ya da poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmezler.

- Az veya çok devamlılık arz eder, alacıklılık ya da ortaklık haklarını temsil ederler.

- Dönemsel gelir sağlarlar.

-Her birinin bir itibari (nominal-üzerinde yazılı) değeri, bir de piyasada arz ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır.

Başlıca menkul kıymetler arasında hisse senetleri, özel sektör şirketlerinin çıkardığı tahviller, devlet tahvilleri ve Hazine bonoları, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, banka bonoları, banka garantili bonolar, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, gayrimenkul sertifikaları, borsa yatırım fonu katılma belgeleri sayılabilir.²¹ Ancak temelde menkul kıymetleri, şirkete ortak olmayı ifade eden ve temettü geliri getiren hisse senetleri ile şirketten alacıklılığı ifade eden ve faiz geliri getiren tahviller olarak ikiye ayırmak mümkündür.

1.3.BORSA

Sermaye piyasaları birincil ve ikincil piyasalar olarak da sınıflandırılabilir. Birincil piyasa, hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasaları ifade eder. Bu piyasada şirket menkul kıymetleri ilk kez ihraç etmekte ve fon kaynağını toplamaktadır. İkincil piyasa ise, menkul kıymetleri alanların, bunları tekrar paraya çevirmek istediklerinde başvurdukları piyasadır.²² İşte borsalar, birincil piyasa işlemlerine de olanak sağlamakla birlikte, esasen ikincil piyasanın somutlaştığı kurumlardır.

Buna göre sermaye piyasasının oluşturulduğu ve menkul kıymet alım satımının yapıldığı yere ‘menkul kıymetler borsası’ adı verilmektedir. Bir başka deyişle borsalar, “menkul kıymetlerin belirli bir mekânda, belirli kurallar içinde el değiştirmesini sağlayan, bunların fiyatlarının belirlenmesine olanak tanıyan

²¹ Aynı yer.

²² Nazlıgöl, a.g.t, s. 6-7.

kurumlardır.”²³ “Menkul kıymetler borsası, hisse senedi ve tahvillerin, borsaya üye olan kişiler arasında alım satımının gerçekleştiği yerdir... Bu piyasanın temel kurumları; kişiler, özel ve kamusal kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kurumları, hazine ve merkez bankasıdır.”²⁴

Borsa sözcüğü Türk Dil Kurumu'nun sözlüklerinde aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır:

Güncel Türkçe Sözlük ve Türkçede Batı Kökenli Kelimeler Sözlüğü: (*İt.* borsa²⁵) “Bazı tüccarların ve özellikle sarraflarla değerli kâğıt ve tahvil alışverişiyle uğraşanların alım satım ve değişim amacıyla devlet denetimi altında iş yaptıkları yer.”²⁶

İktisat Terimleri Sözlüğü: (*İng.* exchange market, stock exchange²⁷) “Mal, altın, döviz ve taşınır değerlerin belirli kurallar çerçevesinde alım ve satım işlemlerinin yapıldığı ortamlar, piyasa.”²⁸

Türk sermaye piyasası mevzuatında ise borsa aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

“Borsalar, borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin alım satımının ilgili KHK’de yazılı esaslar dairesinde, belli kaidelere göre düzen içinde yapılmasını sağlayan, teşekkül eden fiyatların ilanına yetkili, tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır.”²⁹

Tasarruflara hareket ve canlılık kazandıran borsalar sayesinde, menkul kıymet alıp satan yatırımcıların alış ve satış emirleri aynı zaman döneminde merkezi bir

²³ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.7.

²⁴ Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması**, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2004, s.224.

²⁵ Bulutoğlu'na göre Türkler'in Batı ile ticaretinin ilkin İtalya, özellikle de Venedik ile gelişmesi nedeniyle Türkçe'ye İtalyanca'dan geçmiştir. Kenan Bulutoğlu, **Tepeden Dibe Borsalar**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2003, s.34.

²⁶ Türk Dil Kurumu, <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=borsa&ayn=tam>, (1 Aralık 2009)

²⁷ Borsaların hisse senedi ('stock') işlemlerinde yoğunlaştığı Anglo-Sakson ülkelerinde 'stock exchange' ifadesi kullanılırken, 'bourse' ifadesinin kullanıldığı “Kıta Avrupası borsalarında hisse senetlerinin yanında para, yabancı para (kambiyo) ve kıymetli madenlerin de yer aldığı görülmektedir. Bu gruplaşmalara bir taraftan tarihsel gelişim, diğer taraftan tek alandaki işlemlerin azlığının etkisi nedeniyle gidilmiştir.” Poroy ve Erem, a.g.e, s.151.

²⁸ Türk Dil Kurumu, <http://tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=borsa&ayn=tam>, (1 Aralık 2009). “Genel olarak 'borsa' terimi, çeşitli kıymetlerin açık olarak alım-satımı için ilgililerin toplandıkları yeri ve bazen bu topluluğu ifade eder. Bu kıymetler emtia –mesela zahire- olabileceği gibi, nakit, yabancı para ve menkul kıymet olabilir. Çeşitli eşyanın açık artırma ile satıldığı İstanbul'daki “Bedesten” de aynı gruba girer.”, Poroy ve Erem, a.g.m, s.151.

²⁹ Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, m.4, R.G. no: 18537, tarihi: 06.10.1984, <http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/LegalGround.aspx>, (30 Kasım 2009).

sistemde karşılaştırılmaktadır. Böylece işlemlerin çok hızlı bir şekilde gerçekleşmesi, işlemler hakkında bilgi edinilmesi ve işlem maliyetlerinin en aza indirilmesi mümkün hale gelebilmektedir. Mali piyasanın bir unsuru olarak menkul kıymet borsalarının işlevi bu noktada ortaya çıkmaktadır.³⁰

Gelişmiş bir sermaye piyasası, bu piyasanın gereçleri olan menkul kıymetlerin sürat ve emniyetle işlem gördüğü bir menkul kıymetler borsasının varlığını gerektirir. Böylece tasarruf sahibi bakımından, parasını bu senetlere yatırırken çok önemli olan, ihtiyaç halinde parayı çevirebilme imkânı sağlanmış olmaktadır.³¹

Borsalar, menkul kıymetlere kısa vade için yatırılan tasarrufları bile sanayinin ihtiyaç gösterdiği uzun vadeli fonlara dönüştürmektedir. Böylece borsa faaliyetinin etkinliğine bağlı olarak belli bir dönem içinde ekonominin emrine sunulan sermaye miktarı da artmaktadır.³²

1.4.MENKUL KIYMETLER VE BORSALARIN EKONOMİDEKİ İŞLEVLERİ

Menkul kıymet borsaları ve genel olarak finansal piyasaların temel işlevi, tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayarak ekonomik gelişmeye katkıda bulunmaktır.³³

Yalnızca menkul kıymetler için değil, tarım ürünleri, altın vb. pek çok ürün için kurulabilen ya da kendiliğinden oluşabilen borsaların ekonomide oynadığı rolün başlıca bileşenleri;³⁴

- kaynak yaratılması,
- sermaye mülkiyetinin geniş bir tabana yayılması,
- likidite,

³⁰ Ali Kemal Özbay, **Borsa Kavramı ve İMKB'nin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisi**, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Malatya, 2007, s.98.

³¹ Poroy ve Erem, a.g.m, s.151.

³² Özbay, a.g.t, s.99.

³³ A.g.t, s.102.

³⁴ “*Menkul Kıymetler Borsalarının Ekonomik İşlevleri*”, **İMKB Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Eğitim Setleri**, <http://www.imkb.gov.tr/Training/TrainingSets.aspx>, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, (2 Kasım 2009).

- ekonominin göstergesi olma niteliği,
- uzun vadeli yatırımların kısa vadeli tasarruflarla finansmanı,
- menkul kıymetlerle ilgili bilgilere adil ve kolay erişim,
- yatırımcıların güvenliği,
- sanayide yapısal değişikliği kolaylaştırmasıdır.

Borsalar; fon talep edenler, tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ve ellerinde menkul değer bulundurup da bunları satmak isteyenler için kurulmuş bir pazardır. Şirketlerin yatırımları için gereksindikleri fon kaynağını bulmalarında banka kredisiyle birlikte iki temel seçenekten biridir.³⁵

“Yatırım düzeyinin artırılmasında sermaye piyasasının etkisi, küçük tasarrufların birleşerek yatırıma dönüştürülmesinde ortaya çıkmaktadır. Sermaye piyasası sayesinde tek başlarına verimli yatırımlara yöneltilmesi hemen hemen olanaksız olan küçük tasarruflar bir araya gelmektedir. Bankacılık sisteminden farklı olarak, tasarruflar herhangi bir aşınmaya uğramaksızın bütünüyle yatırıma gitmekte, tasarruflarla yatırımlar arasındaki zaman farkı azalmaktadır.”³⁶

Menkul kıymet borsaları, menkul kıymet arz ve talebi arasındaki karşılaşmayı örgütleyerek bu kıymetlerin yoğun bir şekilde alınıp satılmasına elverişli ortamı hazırlamaktadır. Petro-kimya tesisleri, petrol rafinerileri, demir çelik endüstrisi tesisleri gibi büyük miktarda yatırım gerektiren alanlarda gereksinim duyulan sermaye, girişimcinin tek başına karşılayabileceğinin çok üzerinde rakamlara varmaktadır. Küçük tasarrufları toplayıp büyük ölçekli yatırım projelerini hizmete sokacak kuruluşlara aktaran finansal piyasaların mevcut bulunması, söz konusu yatırımları gerçekleştirmek kolaylaştırmaktadır.³⁷

“Gelişmiş bir finansal sistem var olduğunda, müteşebbisler kendi öz sermayelerinin ötesinde ve çok üzerinde olan sermayeyi rahatlıkla ve fazla masrafa girmeden temin edebileceklerinden yatırımların hacmi de artmış olacaktır.”³⁸

³⁵ “1985-2007 döneminde İMKB aracılığıyla ekonomiye 44,5 milyar ABD doları fon aktarılmıştır.”, İMKB verilerinden hesaplayan İMKB Strateji Geliştirme ve Araştırma Müdürlüğü.

³⁶ Mazgıt, a.g.t, s.80.

³⁷ Özbay, a.g.t, s.97.

³⁸ Aynı yer.

Borsalar ayrıca, halka açılmayı ve bu yolla sermayenin tabana yayılmasını teşvik eder. Böylece sermaye mülkiyeti topluma yayılmakta ve küçük tasarruflar büyük teşebbüslere ortak olmaktadır.³⁹

“Menkul kıymetler borsaları, çekici ve özendirici bir ortam içinde, menkul kıymetlerin ve özellikle hisse senetlerinin gittikçe daha geniş bir tasarrufçu kitlesine yayılması ve böylece sermaye mülkiyetinin el değiştirmesine katkıda bulunmaktadır.”⁴⁰

Çetinoğlu'na göre “sermayenin ve mülkiyetin hisse senedi şeklinde geniş kitlelere dağılması sanayide ve sosyal hayatta emniyet ve istikrar tesisi bakımından faydalıdır... Esasen milletin malı olan devlet teşekkülleri ve iştiraklerinin muayyen prensipler dahilinde küçük tasarruf sahiplerine intikâli emniyet unsuru olur ve ferdle devlet arasındaki bağları kuvvetlendirir. Amerika'nın bugünkü hale gelişini temin eden sistem budur. İkinci Dünya Harbi'nden sonra yıkılmış Batı Almanya'nın bugünkü kalkınması bu temel felsefe ile olmuştur.”⁴¹

Hisse senetleri, tahviller ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan özellikle küçük tasarruf sahiplerinin bir “ekonomik değer”e ortak ya da alacaklı sıfatıyla doğrudan ve yaygın biçimde katılmaları, bu birikimcilerin tasarruflarıyla yaratılan ve büyütülen reel ekonomik değerlerin en demokratik ve adil yöntemlerle topluma geri dönüşüne olanak sağlamaktadır.⁴²

Mali piyasada yatırım yapan kişi veya kurumun karşılaştığı en önemli sorun yatırımını nakde çevirme, diğer bir deyişle “likide” etme sorunudur. Yatırımcı, nakit ihtiyacı doğduğunda ya da alternatif bir yatırım yapmaya karar verdiğinde sahip olduğu menkul kıymeti elinden çıkarmak isteyecektir. Menkul kıymet sahiplerinin bunları paraya çevirmek istemeleri halinde sonsuz vadeli belgelerde (hisse senetleri) hiçbir zaman, orta ve uzun vadeli belgelerde (tahviller) ise vadeden önce ihraççı kuruluşa başvurmaları mümkün değildir.⁴³ Menkul kıymetlerin devamlı alınıp

³⁹ “31 Aralık 2009 itibariyle Türkiye’de hisse senedi hesabı bulunan gerçek kişi yatırımcı sayısı 990.388’dir.”, Merkezi Kayıt Kuruluşu, http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/piyasa/istatistik_a.jsp, (3 Ocak 2010).

⁴⁰ Özbay, a.g.t, s.107.

⁴¹ Hulusi Çetinoğlu, Sümerbank Genel Müdürü, **Halka Açık Şirketler**, Derleme Eser, Sümerbank Kültür Yayını, Ankara, 1969’dan aktaran Milliyet Gazetesi, 29.11.1969.

⁴² Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.3.

⁴³ Özbay, a.g.t, s.138.

satılarak sık sık el deđiřtirdiđi⁴⁴ borsalar özetle, yatırımcıların likidite ihtiyacını karşılar ve ellerinde bulunan nakdi de yatırıma dönüştürme imkânı sağlar.”

Tasarruf sahipleri menkul kıymetlerin istenildiğinde kolaylıkla ve değerinden kaybetmeksizin paraya dönüştüğünden emin olduklarında tasarruflarını likiditesi zayıf taşınmazlara, hiçbir gelir getirmeyen nakit ve benzerlerine bağlamak yerine⁴⁵ uzun vadeli yatırımlara bağlamayı tercih ederler.⁴⁶

İşlem gören hisse senedi ve tahvillerin hemen yayınlanan fiyatları, ihraççı şirketlerin mali bünyelerine ilişkin bir gösterge niteliğindedir. Eğer şirket başarılı ise hisse senetleri için talep arttığı gibi, fiyatlar da yükselir. Fiyat endeksleri de ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında toplu fikir veren ve gelecek hakkında tahmin yapmaya yarayan veri niteliğindedir.⁴⁷

“Borsada oluşan ve yayınlanan göstergeler, tasarruf sahiplerine ve mikro/makro seviyede ekonomiyi planlayanlara ekonominin gidişini, sektörlerin durumunu ve yakın geleceğini önceden gösteren barometre vazifesi görmekte, borsa ekonominin gözlem yeri olmaktadır. Enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin, mesela savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık gibi durumların ekonomiye yansımalarının en iyi izlendiği yerlerden birisi de borsalardır.”⁴⁸

Borsadaki fiyat ve işlemlerin hacmi bilgilerinin sürekli yayınlanması, hisse senedi ve tahvilleri çıkarmış olan şirketlerin sağlamlığı ve kendilerine kazanç sağlama yeteneği hakkında devamlı olarak bir fikir vermektedir.⁴⁹ Borsa bültenleri ve diğer basın yayın organları vasıtasıyla borsada oluşan fiyat ve oran bilgileri yatırımcılar

⁴⁴ “İMKB Hisse Senetleri Piyasası’nda 2009 yılında günlük ortalama işlemlerin hacmi 1,9 milyar TL’dir.”, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **İşlemlerin Hacmi, İşlemlerin Miktarı ve Sözleşme Sayıları**, <http://www.imkb.gov.tr/Data/Consolidated.aspx>, (3 Ocak 2010). “Borsalar, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya talep yaratmakta, onun gelişmesini sağlamaktadır. Görüldüğü üzere birincil ve ikincil sermaye piyasaları arasında çok sıkı bir fonksiyonel ilişki söz konusudur. Borsaların böyle bir işlevi olmasaydı, tasarruf sahiplerinin menkul kıymet yatırımları onlar için bir tuzak haline alır ve bir daha tekrarlamazlardı.” Özbay, a.g.t, s.138.

⁴⁵ Sermaye piyasasının kurulmasına yönelik olarak 1960’lı yıllarda hazırlanan raporlarda özellikle bu noktaya çokça dikkat çekilerek, mevduat faizinin de çok düşük olduğu bir ortamda, halkın birikimini çoğunlukla gayrimenkul ve altına yatırmasının, üretime aktarılacak fonları kısıtladığı vurgulanmıştır.

⁴⁶ Özbay, a.g.t, s.141.

⁴⁷ “İMKB, büyüklük, sektör ve coğrafya bazında 44 hisse senedi, 18 tahvil endeksi yayınlamaktadır.”, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Endeksler**, <http://www.imkb.gov.tr/Indexes.aspx>, (3 Ocak 2010).

⁴⁸ Özbay, a.g.t, s.106.

⁴⁹ Aynı yer.

tarafından en ucuz maliyetle ve kolaylıkla edinilir.⁵⁰ Borsalarda oluşan fiyatlar, borsa bültenleri ile ülkenin, hatta dünyanın her tarafına yayılmakta, böylece küçük tasarruf sahiplerinin menkul değerlerinin fiyatları konusunda aldatılması önlenmiş olmaktadır.”⁵¹

Sermaye piyasasının bir başka yararı da şirketler için vade sınırlamasını esnetmesidir. Uzun vadeli borçlanma aracı ihraç etmesi zor olan şirketler, sermaye piyasası sayesinde vade kısıtının etkisinden kurtulmaktadır. Hisse senetleri, etkin çalışan piyasanın varlığında sonsuz vadeli bir kaynaktır.⁵²

Borsalar ayrıca, yatırımcının korunmasını sağlamaktadır. Borsaya kote şirketler sürekli olarak denetim ve gözetim altındadır ve bu şirketlerle ilgili bilgiler yatırımcıların korunması amacıyla en kısa sürede kamuya açıklanır.⁵³ “Borsa, isteyen her şirketin hisselerini kote ettirebildiği bir yer değildir. Bir şirketin menkul değerlerinin borsaya kote edilmiş olması onun devlet veya başka bir kurumca garanti altına alınması anlamı taşımamakla birlikte, yine de kotasyon öncesi bir incelemeye tabi tutulduğunu ve sürekli denetim altında bulundurulduğunu göstermektedir.”⁵⁴ Böylece kuruluşların saydamlık ve disiplin içinde daha verimli çalışmalarına ortam hazırlanmaktadır.⁵⁵ Bu sisteme daha fazla sayıda şirketin dahil olması, kayıtdışılığın önlenmesi açısından da önemlidir.

Şirketlerin gelişme eğilimleri de hisse senedi fiyatlarına yansımaktadır. Zayıflayan şirketlerin satın alınması ya da birleşme-devralma işlemleri borsanın düzenleyici rolü ve gözetimiyle gerçekleşir.⁵⁶ Borsada oluşan fiyatlar, şirket fiyatlarının hesaplanmasında da önemli rol oynamaktadır.

⁵⁰ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Temel Bilgiler Kılavuzu**, s.10.

⁵¹ Özbay, a.g.t, s.106.

⁵² İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Temel Bilgiler Kılavuzu**, s.10.

⁵³ Aynı yer.

⁵⁴ Özbay, a.g.t, s.105.

⁵⁵ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.3.

⁵⁶ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Temel Bilgiler Kılavuzu**, s.10.

BÖLÜM II: TARİHSEL ÇERÇEVE: DÜNYADA VE CUMHURİYET ÖNCESİ DÖNEMDE TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMETLER VE BORSA

2.1.DÜNYADA MENKUL KIYMETLER VE BORSALARIN ORTAYA ÇIKIŞI

2.1.1.Sanayi Devrimi ve Sermaye Birikimi

Dünya tarihinin tarım devrimiyle birlikte iki büyük dönüşümünden birisi olan Sanayi Devrimi, ilk olarak İngiltere’de başlamıştır. 17. Yüzyıldan itibaren teknolojik uygulamaya elverişli bilgi birikiminin ve ticaret olanaklarının artması bu dönüşümün hazırlayıcıları olmuştur.⁵⁷ Sanayi Devrimi’ni; Avrupa’da 18. ve 19. yüzyıllarda yeni buluşların üretime uygulanması ve buhar gücüyle çalışan makinelerin makineleşmiş endüstriyi doğurması, bu gelişmelerin de Avrupa’daki sermaye birikimini arttırması olarak tanımlayabiliriz.⁵⁸

Sanayi Devrimi’nin nedenleri arasında 16 ve 17. yüzyıllardaki düşünsel devrimin öğeleri olan Rönesans, Protestan Reformu, Aydınlanma Çağı, Fransız Devrimi ve bilimsel buluşlar sayılabilir. Ayrıca hızlı nüfus artışı, tarımdaki işgücü ihtiyacının azalması, yaşam düzeyinin yükselmesi, keşfedilen kıtalardan Avrupa’ya kaynak aktarımı ve sömürgecilik, burjuvazi ve orta sınıfın gelişmeye başlaması da Sanayi Devrimi’ne giden yolu açmıştır.⁵⁹

İlk önce İngiltere tarımında pazar için üretim yaygınlaşmış, kapitalist üretim ilişkileri egemenlik kazanmış ve bu eğilimlere bağlı olarak üretimde verimlilik artışları hızlanmaya başlamıştır. Pek çok köylü üretici topraklarından koparılmış, ya kırsal alanlarda ücret karşılığı çalışmak ya da kentlere göç etmek zorunda kalmış, böylece, kapitalist sanayinin en önemli önkoşullarından biri olan mülksüzleşmiş emekçiler ordusu da yaratılmıştır. Öte yandan, geleneksel teknolojiye dayanan, basit el aletlerini kullanan mamul mallar üretimi kırsal alanlarda yayılmaktadır. Mamul mallar üretiminin gelişmesiyle birlikte sermaye birikiminin de önemli ölçeklere

⁵⁷ Cemal Yıldırım, **Bilim Tarihi**, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1997, s.128.

⁵⁸ Vikipedi, Özgür Ansiklopedi, **Sanayi Devrimi**, http://tr.wikipedia.org/wiki/Sanayi_Devrimi, (9 Ocak 2008).

⁵⁹ Aynı yer.

çıkması ulaştırma sektöründeki gelişmelerle birleşince, iç ticaret büyümüş ve İngiltere’de ulusal bir ekonomi ve pazar oluşmuştur.⁶⁰

Diğer Avrupa ülkeleri de İngiltere’nin yolundan giderken, benzer süreçlerin yaşandığı ABD’de de şirketleşmenin hızlanması, şirket hisselerinin alım ve satımının yapıldığı bir piyasa yaratmıştır. “Herbir hisse sahibi yılda bir kez kâr payı alıyor, yüksek kârlı şirketlere talep artıyor ve değerleri artıyor, düşük kârlıların talebi ve değeri azalıyordu. Alım-satım işlemleri 19. Yüzyıl başlarından itibaren yoğunlaşmıştı. Borsaların varlığı, şirketlerin menkul kıymet satarak sermaye toplamasını çok kolaylaştırmıştı. Bu satışlar sayesinde Sanayi Devrimi yol aldı. Fabrika, demiryolu, telgraf ve telefon hatları sermaye yoğun yatırımlardı ve şirketlerin yeni ekonomi için yatırım sermayesine ihtiyaçları vardı.”⁶¹

Buna göre menkul kıymet işlemleri anonim şirketlerin ortaya çıkışıyla, dolayısıyla da Sanayi Devrimi ile yakından ilgilidir.⁶² Sermaye piyasası sanayileşme ile beraber doğmuş ve gelişmiştir. Sanayileşmenin belirli bir düzeye ulaşması ile ihtiyaç duyulan sermaye piyasası, sanayileşmeyi takip eden ve sanayileşmeye hız veren bir yapıdır. Çünkü artan yatırım finansmanı ihtiyacı para piyasası tarafından yeterince ve sürekli olarak karşılanamamaktadır.⁶³

Sanayi Devrimi’nin sadece sermaye piyasası değil, tüm mali piyasalar açısından başlıca sonucu, “sınai sermayenin yanında finans sermayesini/kapitalini yaratmış olmasıdır.”⁶⁴ Finans sermayesi –başlangıçta genellikle borçlanma araçları ile büyüyen mali piyasalar⁶⁵ bugünün “finans” sektörüne dönüşürken, artık sermaye kavramı sadece fiziksel varlıkları değil, para/kredi fonlarını da ifade etmektedir.⁶⁶

⁶⁰ Şevket Pamuk, **Osmanlı-Türkiye İktisadi Tarihi 1500-1914**, İletişim Yayınları, İstanbul, 2005, s.194.

⁶¹ James S. Olson, **Encyclopedia of the Industrial Revolution in America**, Greenwood Press, Westport, 2002, s.9.

⁶² Kemaleddin Dilbaz, **Menkul Kıymet Borsalarının Özelleştirilmesi ve İMKB için bir Değerlendirme**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007, s.137.

⁶³ Mazgit, a.g.t, s.78.

⁶⁴ Haydar Kazgan, **Tarih Boyunca İstanbul Borsası**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1995, s.21

⁶⁵ A.g.e, s.35-36.

⁶⁶ Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 22. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2009, s.97.

2.1.2. Menkul Kıymet Ticaretinin Başlaması ve Borsaların Doğuşu

Çalışmamız kapsamındaki modern anlamıyla borsanın ortaya çıkışı Batı'da sermaye birikiminin başladığı 16 ve 17. Yüzyıllara uzansa da⁶⁷, soyut bir kavram olan piyasanın somutlaşmış hali olarak da tanımlanabilecek⁶⁸ borsanın doğuşu ekonomik faaliyetlerin başlamasına kadar geri gitmektedir.

“İlk bakışta oldukça yeni bir görünüm arz eden borsa kurumu, gerçekte insan ihtiyaçlarının bireyin çalışma verimini aşması ve aynî değişme biçiminde eşya alışverişinin başlamasıyla meydana çıkmıştır. Borsada nispeten yeni bir şey varsa o da adıdır. Yoksa kendisi, çok eski bir ekonomik varlık olarak alışveriş ihtiyacıyla birlikte başlamıştır.”⁶⁹

Kökeni pazar ve panayırlara giden ilk borsalar kıymetli madenlerin alım-satımı ile ortaya çıkarken⁷⁰, zamanla kredi belgeleri ve ticari senetlerin alınıp satıldığı piyasalara dönüşmüşlerdir.⁷¹

12. Yüzyılda ortaya çıkan ve bazılarınca bu dönemin ticari devrim yüzyılı olarak nitelendirilmesine yol açan poliçe⁷², para/sermaye hareketlerinin tarihinde önemli bir dönüm noktasıdır. Alıcı tarafından satıcıya verilen genellikle 90 gün vadeli bu borç senedi, satıcıya vadeden önce bankerlere iskonto ettirerek alacağını tahsil etme olanağı getirmişti. Poliçelerin mali piyasaların gelişimine katkısı iki yönlüdür: iskonto işleminin bir bankayı gerektirmesi⁷³ ve standart nitelikteki bu kâğıtların ait olduğu borç-alacak ilişkisinden soyutlanarak alınıp satılması sonucunda menkul kıymetlere öncü olmasıdır.⁷⁴

İlk menkul kıymetler borsasının Roma'da kurulduğu (M.Ö. 180) rivayet edilmektedir. Parlak döneminde elde ettiği büyük ganimetin Roma'yı zamanının en büyük sermaye merkezi haline getirmesinin, büyük işlerin ihale edilmesine ve işadamlarının bu ihalelere girebilmek için gerekli sermayeyi toplamak amacıyla hisse

⁶⁷ Dilbaz, a.g.t, s.137.

⁶⁸ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Temel Bilgiler Kılavuzu**, s.6.

⁶⁹ İstanbul Esham ve Tahvilat-Kambiyo ve Nukut Borsası İdaresi, **Borsa Rehberi (1928)**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1990, s.1.

⁷⁰ “Sarraflık mesleği de bu dönemde doğmuştur.”, Azmi Fertekligil, **Türkiye’de Borsa’nın Tarihiçesi**, İMKB Yayınları, İstanbul, 2000, s.1.

⁷¹ Nazlıgül, a.g.t, s.16.

⁷² Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.5.

⁷³ “Batıda kurulan ilk ticari banka Medici Bankası (1397), ilk merkez bankası Sveriges Riksbank’tır (1668).” Haydar Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.7.

⁷⁴ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.5.

senetli şirketler kurmasına yol açtığı⁷⁵ bilinmektedir, ancak sözkonusu borsadan bugüne bir iz kalmamıştır.⁷⁶

Bu girişimin ardından bilinen ilk deneme, 15. Yüzyılda Belçika'nın Bruges kentinde Van der Buerse ailesinden bir soylunun yaptırdığı Hôtel des Bourses'de⁷⁷ toplanan tüccarların gerçekleştirdikleri bir çeşit sürekli panayırdaki borsacılık uygulamasıdır.⁷⁸ 1409'a tarihlendirilen bu borsa kurumsal olarak faaliyete geçen ilk borsadır.⁷⁹

Avrupa'daki ilk resmi borsa faaliyetinin ise yine 15. Yüzyılda kralın bir emirnamesi ile Paris'te bir köprü (Pont-au-change⁸⁰) üzerinde başladığı belirtilmektedir. Özel bir binada yerleşik ilk borsa, 1460'ta Belçika'nın Anvers (Antwerp) kentinde açılmıştır.⁸¹ Anvers Borsası'nın imza attığı "ilk" ise, bugünkü anlamıyla sabit faizli menkul kıymetlerin (tahviller) işlem görmesidir. Amsterdam da (1530)⁸² en eski borsalar arasındadır.⁸³

İngiltere'de 1554 yılından itibaren⁸⁴ "Royal Exchange" adıyla faaliyette bulunan ve 1773'te⁸⁵ "Stock Exchange" adını alan⁸⁶ Londra Borsası, gerçek anlamda ilk menkul kıymet borsası sayılmaktadır.⁸⁷

⁷⁵ Fertekligil, a.g.e, s.1.

⁷⁶ Bulutoğlu, a.g.e, s.23.

⁷⁷ "Borsa sözcüğünün de buradan geldiği düşünülmektedir. Sözcük Latince'de deri torba ya da kese anlamına gelmektedir. Bugün de binanın giriş kapısının üzerinde ailenin arması olan üç kese durmaktadır.", a.g.e, s.34; Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.9.

⁷⁸ Bulutoğlu, a.g.e, s.23.

⁷⁹ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.9.

⁸⁰ *Fr. değiş tokuş/kambiyo/sarraflık köprüsü,*

<http://seslisozluk.com/?noautocomplete=1&word=change&sbT=Search&ssQBy=0>, (4 Kasım 2009).

⁸¹ Melikşah Yasin, **Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2002, s.46.

⁸² Aynı yer. "Bulutoğlu'na göre çağdaş uluslararası ticaret geleneklerini hayata geçirenler Hollandalı tacirlerdir.", Bulutoğlu, a.g.e, s.34-35.

⁸³ Verilen tarihlerle ilgili olarak belirtilmesi gereken husus, kaynaklarda borsaların kuruluş tarihlerine ilişkin bazı çelişkilerin yanında, borsacılığın ne zaman panayır faaliyetinin dışına çıkarak bugünkü anlamıyla bir finansal faaliyete dönüştüğüne ilişkin kesin bir mutabakat bulunmadığıdır. Bunda hem çeşitli faaliyetlerin iç içe geçmesi, hem de piyasanın kendiliğinden oluştuğu ilk aşamalarda kayıt tutmanın öncelikli bir konu olmaması nedeniyle belge yetersizliği etkili olmaktadır. Gelişmişlik düzeyinden bağımsız olarak İstanbul Borsası için de (Kazgan, a.g.e, s.1), New York Borsası için de (Teweles vd, **The Stock Market**, John Wiley & Sons, Inc, 1992) aynı durum geçerlidir.

⁸⁴ Yasin, a.g.e, s.46.

⁸⁵ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.12.

⁸⁶ "Menkul değerlerin alınıp satıldığı bir kahvehanenin üstüne menkul kıymetler borsası anlamına gelen 'The Stock Exchange' levhası asılmış, buraya giriş ücrete tabi tutulmuş ve ilk borsa doğmuştur." Nazlıgül, a.g.t, s.16.

⁸⁷ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.6.

20. Yüzyılın başına kadar kurulan diğer borsalar arasında; Lyon (1462), Toulouse (1469), Hamburg (1558), Frankfurt (1585), Paris (1563), Bordeaux (1564), Köln (1566), Danzig (1593), Leipzig (1635), Berlin (1696)⁸⁸, Viyana (1771), New York (1792)⁸⁹, Brüksel (1801), Roma (1802), Milano (1808), Bombay (1860), İstanbul (1866), Sydney (1871), Tokyo (1878) ve Johannesburg (1887) sayılabilir.⁹⁰

Sermaye piyasası tarihinde bir başka kilometre taşı da 1602 yılında gerçekleştirilen ilk hisse senedi ihracıdır. “İlk hisse senedi ihracı Hollanda Doğu Hindistan Ticaret Şirketi tarafından yapılmış ve bu senetler Amsterdam Emtia Borsasının yan odalarında işleme konulmuştur. Bu şirkete ait hisse senetleri ilk kez değişik fiyatlardan işlem görmeye başlamış, yatırımcılar da faiz geliri yerine kâr payı ile tanışmışlardır.”⁹¹ Uzunca bir süre sadece Amsterdam Borsası’nda yürütülen hisse senedi alım-satımı, daha sonraları Londra ve Paris’e de yayılmıştır.⁹²

Bu tarihten sonra Avrupa’da anonim şirket biçiminde örgütlenen büyük ticaret şirketlerinin hisse senetleri ve tahvillerinin alım-satımı, Avrupa ve Kuzey Amerika ülkelerinde yoğunlaşan ticari faaliyetin yanında yeni bir ticaret türü olarak gelişme göstermiştir.⁹³

Bu arada borsaların statüsüne de kısaca değinmekte yarar var: borsalar genellikle kendi düzenlemelerini yapan meslek örgütlenmeleri olarak ortaya çıkmış, devletler sonradan işleyişlerine müdahil olmuştur. İlk taraflar arasında teamül yolu ile düzenlenen borsalara, sonraları bazı ülkelerde devlet kanunla müdahale ederken, bazılarında ise borsalar özerk meslek kuruluşu kimliğini korumuştur. Kıta Avrupası borsaları resmi ya da yarı resmi kimliğe sahipken, Anglo-Sakson uygulamasında daha bağımsız örgütlenmeler çoğunluktadır.⁹⁴

⁸⁸ Yasin’e göre 1716, a.g.e, s.46.

⁸⁹ “Hisse senedi alım-satımına aracılık eden 24 kişinin 17 Mayıs 1792’de New York’ta bir ağacın altında imzaladıkları Buttonwood Anlaşması ile kendi aralarındaki işlemlere bazı kurallar getirmeleri, ABD’de borsanın kuruluş tarihi olarak kabul edilmektedir.”, American Stock Exchange Historical Timeline, NYSE Euronext, <http://www.nyse.com/pdfs/AmexTimeline.pdf>, (15 Ekim 2009).

⁹⁰ Ünal Targan, **Dünyada ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 1990, s.138; Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.12, 14-15; Yasin, a.g.e, s.46; Fertekligil, a.g.e, s.2.

⁹¹ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.9.

⁹² Mazgit, a.g.t, s.78.

⁹³ Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.20-21.

⁹⁴ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.8.

Buna göre örneğin Paris ve İstanbul Borsaları devletin kanunla düzenlediği resmi bir kuruluşken⁹⁵, Londra ve New York Borsaları özel hukuk hükümlerine tabidir.⁹⁶

Sonuç itibariyle borsalar, “asıl gelişmelerini 19. Yüzyılda anonim şirketlerin doğuşu ve yaygınlaşması ile gerçekleştirmiştir. Bir yandan anonim şirketler çıkardıkları hisse senetlerini satarken piyasanın hacmi genişlemiş, borsalar da hisselerin değişimini gerçekleştirerek ekonomik büyümeyi teşvik etmişlerdir. En parlak dönemini 19. Yüzyıl sonlarında ve 20. Yüzyıl başlarında yaşayan borsaların gelişimi 1929’daki büyük çöküşle kesintiye uğramıştır. Borsaların ekonomideki etkinliğini yeniden kazanması ise ancak 1960’lardan sonra gerçekleşmiştir.”⁹⁷

⁹⁵ “1871 tarihli Borsa Nizamnamesi’nden: Borsa doğrudan doğruya Maliye Nezareti celilesinin taht nezaretinde olup yöneticileri nezareti ile adı geçen vekalet ile borsa komitesi arasında muttefikan tayin olunur.”, Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.172.

⁹⁶ Poroy ve Erem, a.g.t, s.151-152.

⁹⁷ Abdurrahman Yıldırım, **Borsanın ABC’si**, Bilgi Yayınevi, Ankara, 1990, s.10.

2.2.TÜRKİYE'DE CUMHURİYET ÖNCESİ DÖNEMDE MENKUL KIYMETLER VE BORSA

Türkiye Cumhuriyeti, ekonomik ve toplumsal yaşamındaki pek çok kurum gibi borsayı da Osmanlı İmparatorluğu'ndan devralmıştır. Bu nedenle Osmanlı Devleti'ndeki finansman kaynaklarının ve özellikle İmparatorluğun çöküş döneminde öne çıkan kurumlardan biri olan Dersaadet Tahvilat Borsası'nın öyküsünün incelenmesi yararlı görülmektedir. Böylece hem Cumhuriyet modernleşmesinin ayırmedici yönü, hem de özellikle 1960'lardan itibaren sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerin geçmişteki kökleriyle paralel yönleri –ki oldukça fazladır- daha açık bir biçimde ortaya çıkacaktır.

2.2.1.Osmanlı İmparatorluğu'nun Mali Kaynakları

Türkiye'de menkul kıymet işlemlerinin gelişimi ve borsanın ortaya çıkışının Osmanlı Devleti'nin mali durumuyla yakından ilgisi bulunduğu göz önüne alındığında,⁹⁸ öncelikle devletin kaynak sorununu çözmek için vergi dışında başvurduğu yöntemlere göz atmakta yarar görülmektedir. Pamuk, Osmanlı Devleti'nin kaynak sıkıntısına zaman içinde ürettiği çözümleri padişahın iç hazinesinden kaynak aktarımı, müsadere, tağşiş, kâğıt para basılması, iç ve dış borçlanma olarak sıralamaktadır.⁹⁹

Devletin dışında kalan kesimlere baktığımızda, Tanzimat öncesinde bugünkü anlamda bir sermaye piyasasından bahsetmek mümkün olmamakla birlikte Osmanlı ekonomik düzeni içinde özel sektörün finansman ihtiyaçlarına yönelik çeşitli usul ve kurumların ortaya çıktığı görülmektedir. Para vakıfları, mudarebe usulü ve esnaf loncaları bu kapsamda sayılabilir.¹⁰⁰

2.2.1.1.Dış Borçlanma Öncesi Dönem

Ek gelir arayışı içindeki Osmanlı bürokrasisinin 17. Yüzyılda başvurduğu bir yöntem, padişahın kendisine ait olduğu kabul edilen iç hazineden merkezi hazineye nakit para veya altın, gümüş gibi değerli madenler aktarmaktı. Ancak giderek

⁹⁸ Pamuk, a.g.e, s.168.

⁹⁹ Aynı yer.

¹⁰⁰ Yasin, a.g.e, s.47-49.

büyüyen askeri harcamalar karşısında iç hazinenin sınırlı kaynakları yeterli olmamış, nitekim 18. Yüzyılın başlarına gelindiğinde büyük ölçüde tüketilmiştir.¹⁰¹

İkinci olarak, merkezi devletin müsadere kurumunu işlettiği, esas olarak fazla zenginleşen askeri sınıf mensuplarının, ara sıra da sarraf ve tüccarların servetlerine el koyulduğu, ancak bu yolla merkezi hazineye aktarılan miktarların savaş harcamaları karşısında devde kulak kaldığı görülmektedir.¹⁰²

Giderlerin gelirleri çok aştığı savaş yıllarında başvurulan bir diğer önlem de tağşiştir. Tağşiş uygulamasında devlet tedavüldeki sikkeleri topluyor, bunların değerli maden içeriklerini azaltarak tekrar piyasaya sürüyordu. Bu işlem sonucunda daha fazla para basılabildiği için, aradaki fark hazineye gelir olarak kalıyordu. Ancak sikkelerin satın alma gücünün düşmesi enflasyonu artırmış¹⁰³, bu da toplumsal ve siyasal bunalımları beraberinde getirmiştir.¹⁰⁴ 1808-1830 yılları arasında altın sikke 35, gümüş ise 37 kez tağşişe uğramıştır.¹⁰⁵

Devletin en büyük zaafı, vergi toplayamamak olarak ortaya çıkmaktadır. 1760'ların sonlarından itibaren mali bunalım süreklilik kazanırken, devlet bütçe açıklarını kapatabilmek için tağşişlere ek olarak Galata bankerlerinden faizle borç para almaya da başlamıştır.¹⁰⁶

Bu koşullarda ek gelir sağlamak amacıyla 1840 yılında ilk kez piyasaya sürülen ve kaime adı verilen kâğıt paralar¹⁰⁷, varolan iktisadi ve mali sorunları daha da ağırlaştırmıştır. Aslında, yıllık %8 faiz oranında faiz getirisi olan kaimeler, hem kâğıt para, hem de devlet tahvili niteliğindedir. Sanayi Devrimi ülkelerinin

¹⁰¹ Pamuk, a.g.e, s.168.

¹⁰² Aynı yer.

¹⁰³ “1780-1850 arasında Osmanlı ekonomisinin tarihinin en hızlı enflasyonu yaşanmış, bu dönemde genel fiyat düzeyi 12-15 kat artmıştır.”, a.g.e, s.228.

¹⁰⁴ “Tağşişler nedeniyle 1808 ile 1844 arasında kuruş, gümüş içeriğinin yüzde 83’ünü kaybetmiştir. 1788’de bir Venedik dükası 5,5 kuruş, bir İngiliz sterlini 11 kuruşken, 1844’te sırasıyla 50-52 ve 110 kuruşa yükselmişti. Bu altmış yıllık süre içinde Osmanlı kuruşu dönemin önde gelen para birimleri karşısında değerinin %90’ını kaybetmiştir.”, a.g.e, s.170-172.

¹⁰⁵ Oğuz Tekin, “Başlangıcından Cumhuriyete Akdeniz Dünyasında Para”, s.13-86, **Osmanlı’dan Günümüze Türk Finans Tarihi I.Cilt -Kuruluştan Cumhuriyete-**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999, s.79.

¹⁰⁶ Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.16.

¹⁰⁷ “Kaime-i mutebere-i nakdiye, bedelleri 8 yılda ödenmek üzere çıkarılmıştı. İlk kaimelerin büyük boyda kâğıtlara el yazısı ile yazılması tedavülünü güçleştirmiştir. Aynı yıl ikinci kez kaime çıkarıldığında hem boyları küçültülmüş, hem de kalpazanlığa karşı faiz ve vade sabit mürekkeple yazılarak Padişahın mührü ve Maliye’nin damgası basılmıştır.”, Erdoğan Alkin, “Para-Kredi-Banka”, **Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi**, Memduh Yaşa idaresinde, Akbank Kültür Yayını, İstanbul, 1980, s.504-505.

banknotlarının Osmanlı ülkesinde bile kabul görmesi karşısında Osmanlı Devleti, halkın bu banknotlar yerine kaimeleri tutmasını sağlamak için faiz uygulamasına gitmiş, böylece iç piyasada para yerine geçecek bu kaimelerin faizli oldukları için dış ülkelerde de talep edileceğini ve dış ticaret tıkanıklığının giderilmesinde rol oynayabileceğini düşünmüştür.¹⁰⁸

Kaimeler çok fazla miktarlarda basılınca¹⁰⁹ kısa süre içinde değerlerini yitirmiş, madeni paralar karşısında üzerlerinde yazılı değerlerin çok altında işlem görmeye başlamışlardır.¹¹⁰

Devletin başvurduğu bir diğer önlem de iç borçlanmadır. Malikâne sistemi, devletin mukataaları kullanarak bir tür uzun dönemli iç borçlanmaya gitmesi olarak yorumlanabilir. 1668-1774 Savaşının ardından mali bürokrasi esham adı altında yeni ancak öncekilerle ilişkili bir iç borçlanma düzeni başlatmıştır. Bu yöntemde devlet,

“elindeki mukataaları çok sayıda paya bölüyor ve her paya düşen yıllık vergi gelirini kaydıhayat koşuluyla ve peşin olarak ödenen bir bedel karşılığında özel kişilere satıyordu. Basit bir örnekle, yaşamı boyunca kendisine yılda 100 kuruş net gelir sağlayacak bir mukataa payı için, herhangi bir özel şahıs devlete 600 kuruş gibi bir muaccelle bedelini peşin ödüyordu... Vergileri toplama işini devlet yürütecekti. Esham payları, sağladıkları sabit yıllık gelirin altı ile yedi katı arasında bir fiyatla satılmaktaydı. Eshamı satın alan kişi ne kadar uzun yaşarsa, bu yatırımdan o kadar kârlı çıkıyordu. Ölümü halinde payı devlete geri dönüyor ve yeniden satışa çıkarılıyordu.”¹¹¹

Esham düzenine geçişin önemli bir nedeni, iç borçlanmayı müzayedelere egemen olan az sayıda büyük sermayedardan daha çok sayıda, orta ve küçük ölçekli tasarruf sahiplerine doğru yaymak arzusuuydu. Ancak, devletin esham paylarının kişiler arasında alım ve satımını engelleyememesi ve böylece ilk alıcıların ölümünden sonra mirasçılarının da devletten gelir sağlamaya devam etmeleri nedeniyle, bu yeni düzenin yararları sınırlı kalmıştır.¹¹²

19. Yüzyılın diğer iç borçlanma araçları arasında Kırım Savaşı'nın başlarında İstanbul emtia gümrüğü malı karşılık gösterilerek çıkarılan %10 faizli esham-ı

¹⁰⁸ Kazgan, *İstanbul Borsası*, 1995, s.48-50.

¹⁰⁹ “Herbirinin değeri 500 kuruş olmak üzere başlangıçta 16 milyon adet basılan kaimelerin tutarı, 1860'ta 1,1 milyar liraya ulaşmıştı.”, Vedat Eldem, *Osmanlı İmparatorluğu'nun İktisadi Şartları Hakkında Bir Tetkik*, Türk Tarih Kurumu, Ankara, 1944, s.157.

¹¹⁰ Pamuk, a.g.e, s.229.

¹¹¹ A.g.e, s.169.

¹¹² Aynı yer.

mümtaze ile yine devlet tahvili niteliğindeki –sonradan halk arasında konsolid ismi verilecek- esham-ı cedide ve hazine tahvilleri de sayılabilir.¹¹³

Büyük ölçüde tarıma dayanan ekonomisiyle ‘iaşe, gelenekçilik ve fiskalizm’ ilkeleri üzerinde yükselen¹¹⁴ Osmanlı ekonomisinde Tanzimat öncesinde teknik anlamda sermaye piyasası araç ve kurumları olmamakla birlikte finansman ihtiyacını karşılayan kurumlara rastlamak mümkündür. Bunlardan ilki para vakıflarıdır. Bazen gayrimenkulle birlikte para veya sadece parayla da kurulan vakıflara vakfedilen paralar –vakıf senedinde öngörülen- faiz karşılığında ihtiyacı olanlara verilir ve işletilirdi.¹¹⁵ Para vakıflarının daha çok bankaların kredi işlevini ifa ettikleri söylenebilir.¹¹⁶

Özel üretimin finansmanında kullanılan bir diğer yöntem de mudarebedir. Bir yandan sermaye, öte yandan emek konularak kurulan şirket anlamına gelen¹¹⁷ mudarebe, faiz uygulamasının yaygın olmadığı ve bankacılığın gelişmediği Osmanlı ekonomisinde sermayesi olanlarla emeğini ortaya koymak isteyenleri bir araya getirmekteydi. Bu emek-sermaye ortaklığı, kredi sağlamak için elverişli bir yöntem olarak hem Müslümanlar, hem de gayrimüslimler tarafından kullanılmıştır.¹¹⁸

Bu kapsamda son olarak esnaf loncalarından bahsedilebilir. Osmanlı ekonomisinin temel kurumlarından olan ve mesleki dayanışma ilkesine dayanan¹¹⁹ esnaf loncalarının rekabeti sınırlayan katı hükümleri nedeniyle sermaye piyasası niteliğinde olduğunu iddia etmek zor olmakla birlikte esnafın bağışları, aidatları ve diğer gelirlerden oluşan lonca sandıklarındaki birikimin üyeleri için bir sosyal

¹¹³ Hüseyin Al ve Şevket Kamil Akar, “Osmanlı Maliyesinde Kısır Döngü ve 1861 Ticari Krizi”, s.51-86, Türk Kültürü İncelemeleri Dergisi, S.18, 2008, s.55.

¹¹⁴ “İaşe ilkesi halkın ve sarayın iaşe ihtiyaçlarının karşılanmasının esas olduğunu, gelenekçilik dengeleri mümkün olduğu ölçüde muhafaza etmeyi ve fiskalizm de hazineye ait gelirleri mümkün olduğu kadar yüksek düzeye çıkarmaya çalışmayı ifade eder.”, Mehmet Genç, “Osmanlı İktisadi Dünya Görüşünün İlkeleri”, İstanbul Üniversitesi Edebiyat Fakültesi Sosyoloji Dergisi, III (1989), s.175-185.

¹¹⁵ Hüseyin Hatemi, “Vakıf Kurumuna Hukuk Tarihi Açısından Genel Bir Bakış”, **Günüşünde Yönetim**, s.275’ten aktaran Yasin, a.g.e, s.48.

¹¹⁶ Aynı yer.

¹¹⁷ Ferit Devellioğlu, **Osmanlıca-Türkçe Ansiklopedik Lûgat**, Aydın Kitabevi Yayınları, 24. Baskı, Ankara, 2007, s.662.

¹¹⁸ Yasin, a.g.e, s.48-49.

¹¹⁹ “Loncalar, esasen mesleki örgütlenme biçimleri itibariyle Batı’daki borsa oluşumlarına benzetilmektedir.”, Borsa Rehberi (1928) - II, s.2.

yardım fonu gibi çalışması¹²⁰ nedeniyle sermaye piyasasının bir parçası olduğu söylenebilir.¹²¹

2.2.1.2.Dış Borçlanma Dönemi

İç borçlanmaya ek olarak dış borçlanma da gündeme gelmiş, ancak bürokrasi 18. Yüzyıl boyunca bu konuda oldukça ihtiyatlı davranmıştır. Yüzyılın sonlarına doğru, Hıristiyan dünyasına karşı girişilecek bir savaşın finansmanı için Müslüman bir ülkeden borç alınabileceği gerekçesiyle Fas hükümetine başvurulduysa da bu çabalar sonuçsuz kalmıştır. Osmanlı Devleti'nin resmen ve yoğun biçimde Avrupa para piyasalarında borçlanmaya girişmesi, Kırım Savaşı (1853-1856) sırasında başlayacak ve kısa bir süre içinde ülke üzerinde Avrupa mali sermayesinin denetiminin kurulmasına yol açacaktır.¹²²

1840'lardan itibaren Avrupalı sermayedarlar ve Avrupa devletlerinin temsilcileri, dış borçlanmaya girişilmesi konusunda merkezi bürokrasiye baskı yapmaya başlamıştır.¹²³ Sanayi Devrimi'ni tamamlayan Avrupa, artık oluşturduğu finans sermayesini ülke dışına yatırılabilecek duruma gelmiştir.

Böylece genişleyen uluslararası pazarlara Osmanlı İmparatorluğu, kapitülasyonların getirdiği ticari ilişkiler sonucunda sanayi ürünleri satın alan ve hammadde satan bir çevre alan olarak katılmıştır. 19. Yüzyılın ikinci yarısında yatırım ya da dış borç şeklinde ülkeye giren yabancı sermaye bu çevre konumunu pekiştirmiştir.¹²⁴

Avrupa ülkelerinden çevre ülkelere sermaye ihracının arttığı bu dönemde, bu sermayenin yaklaşık %40'ı çevredeki devletlere borç olarak verilmiştir. Avrupalı sermayedarlar çevre ülkelerde demiryolları, limanlar gibi ticareti genişletmeye

¹²⁰ Haydar Kazgan, Toktamış Ateş ve Murat Koraltürk, "*Osmanlı Devleti'nde Finansal Faaliyetler ve Kurumlar -Kuruluştan Tanzimata-*", s.87-216, **Osmanlı'dan Günümüze Türk Finans Tarihi I.Cilt - Kuruluştan Cumhuriyete-**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999, s.167.

¹²¹ Yasin, a.g.e, s.49.

¹²² Pamuk, a.g.e, s.170.

¹²³ "*Bu baskının nedenleri arasında bankerlerin büyük komisyonlar ve tahvilleri satın alanların faiz geliri elde etme beklentileri ile merkezi devlet eline geçen fonların bir bölümü ile çeşitli sanayi malları ve özellikle askeri araç ve gereç ithal edeceği için Avrupa sanayiine ek talep yaratılacak olması sayılabilir.*", a.g.e, s.230.

¹²⁴ Neşe Çapraz, **Ekonomik Bunalımların Dünya'da ve Türkiye'de Yansımaları**, Der Yayınları, İstanbul, 2001, s.121-122.

yönelik altyapı yatırımlarına girişmişlerdir.¹²⁵ Nitekim Türkiye'ye gelen yabancı yatırımların da %63,1'i demiryollarına yapılmış, bunu %12 ile bankacılık sektörü takip etmiştir.¹²⁶ Yabancı sermaye, kendi çıkarları doğrultusunda hammaddeye ulaşmayı kolaylaştıran ve mamul mallar için pazarları genişleten bir politika izlemiş, yatırım yaptığı ülkenin sanayileşmesine ve kalkınmasına, bir başka deyişle kendisine rakip olmasına yol açacak yatırımlardan kaçınmıştır. Doğrudan üretim faaliyetlerine yapılan yatırım bu dönemde çok sınırlıdır.

Dış ticaret hacmindeki artış ticari rantın artmasına neden olmuş ve ticaret, bu ranta sahip olabilecek bir sermaye birikimine ulaşabilen azınlıkların elinde kısa bir zamanda çok kârlı bir iş olarak gelişmiştir.¹²⁷

Ek olarak, içeride de talep artmaktadır. Tanzimat'la birlikte merkezi yönetimin mali sıkıntısına, değişen tüketim eğilimlerinin¹²⁸ yol açtığı harcama artışı da eklenmiştir. "Ticaret anlaşmalarıyla gümrüklerin düşürülmesi ithalatı artırmış, ekonomik hayat canlanmıştı. Ancak aynı oranda artmayan ihracat nedeniyle içerideki altın ve gümüş para stoku erimeye başlamış, 1845'e gelindiğinde, özellikle İstanbul'da ve diğer liman kentlerinin başlıcalarında ödeme güçlükleri baş göstermiştir."¹²⁹

İlk dış borçlar 1840'larda Galata bankerleri aracılığıyla ve kısa vadeli olarak Fransız bankalarından sağlanmıştır. Ancak bürokrasi uzun vadeli dış borçlanma sürecini başlatmakta tereddüt etmektedir. Nihayet, Kırım Savaşı'nın gerektirdiği yeni harcamalar ve gelir-gider dengesinde yarattığı büyük açık, Avrupa para piyasalarında borçlanma sürecini başlatmış, Osmanlı Devleti'nin uzun vadeli borç tahvilleri Londra, Paris, Viyana ve Frankfurt'ta satışa çıkarılmıştır.¹³⁰

¹²⁵ Pamuk, a.g.e, s.196.

¹²⁶ Bige Yavuz, **Kurtuluş Savaşı Döneminde Türk-Fransız İlişkileri, Fransız Arşiv Belgeleri Açısından (1918-1922)**, Türk Tarih Kurumu Basımevi, Ankara, 1994, s.16.

¹²⁷ Haydar Kazgan, **Galata Bankerleri II.Cilt**, Orion Yayınevi, Ankara, 2006, s.139-140.

¹²⁸ "Tanzimat'la birlikte halkın ihtiyaçlarının, zevk ve tercihlerinin değişmesi de eski sanayii sarsan nedenlerden biridir.", Ömer Celal Sarc, "Tanzimat ve Sanayimiz", s.423-440, **Tanzimat I**, Maarif Vekaleti, İstanbul, 1940, s.439-440.

¹²⁹ Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.12.

¹³⁰ Pamuk, a.g.e, s.196.

İstikraz sözleşmesini onaylayan padişah Abdülmecit'in sözleri, sorunun farkında, ancak çaresizlik içinde olduğunu göstermektedir.¹³¹

“İstikraz olunmamak için çok çalıştım. Lakin ahval bizi istikraza mecbur etti. Bunun tediyesi varidatın artması ile olur. Bu dahi imarı mülk ile, yani her devlette olduğu gibi kumpanyalar (*bugünkü kullanımda şirket, y.n.*) teşkil ederek demiryolları yapmakla olur. Artık kumpanyalara muvafakat etmeliyiz. Garlar da yapmalı, fakat varidat arttı diye masrafı da arttırmamalı.”

1854'ten sonra kısa süre içinde, dış borçlanma bütçe açıklarına karşı mücadelede başvurulan en belirgin yöntem olmuş, 1875'e kadar 15 kez dış borç alınmıştır.¹³² Ancak ele geçen fonların hemen tümü cari harcamalara ayrılırken, sadece çok küçük bir bölümü yatırımlarda kullanılmıştır.

1854-1876 arasında Osmanlı Devleti çok elverişsiz koşullarla, diğer ülkelerin ödediği faizlerden çok daha yüksek faizlerle ve büyük miktarlarda borç almıştır. Bu fonların büyük bir bölümü cari harcamalarda, saraylar yapımında, büyük bir donanmanın kurulmasında ve bürokrasinin maaşlarının karşılanmasında kullanılırken; ekonomiyi canlandıracak, mali gelirleri artıracak yatırımlara hemen hiç kaynak ayrılmamıştır.¹³³

Batı kendi finansal sistemini sağlamlaştırıp, kaynaklarını en verimli biçimde değerlendirirken Osmanlı Devleti bu sistemin temelinde yer alması gereken sanayileşmeyi başaramamış, yüksek faizle elde ettiği dış kaynakları daha çok cari harcamalara ayırmıştır. Tanör'e göre bu olgu, Türkiye'de verimsiz harcamaların yadigarlanmamasının, bu çarpık tablonun kanıksanarak kabullenilmesinin ve değiştirilmesi yolunda radikal çözümlere el uzatılamamasının iktisat tarihimizdeki ilk örneklerinden birini oluşturmaktadır.¹³⁴

Bütçeden önemli miktarlarda pay ayrılarak devlet eliyle fabrikalar kurma çabasına da girişilen bu yıllarda¹³⁵ böyle bir kaynak aktarılsa ve halkın da tasarrufları da buraya yönlenebilseydi, belki o zaman sermaye piyasasının ülke ekonomisine

¹³¹ Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.29.

¹³² Hüseyin Al, **19. Yüzyılda Ülke Riski, Finans Politik, İngiliz Tahvil Sahipleri ve Babıalı**, İstanbul Üniversitesi İktisat Tarihi Bilim Dalı Doktora Tezi, İstanbul, 2005, s.120.

¹³³ Pamuk, a.g.e, s.231.

¹³⁴ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.19.

¹³⁵ Tevfik Güran, “*Tanzimat Döneminde Devlet Fabrikaları*”, s.235-249, **150. Yılında Tanzimat**, yay.haz. Hakkı Dursun Yıldız, TTK, Ankara, 1992, s.245.

katkısından bahsedilebilirdi. Ancak sanayileşme girişimlerinin başarısız olmasının temelinde yatan nedenler burada da geçerlidir: sermaye yetersizliği, deneyimsizlik ve toplu olarak hareket etmenin bireysel girişime nazaran sağlayacağı faydaların iyi anlaşılması.¹³⁶

Sonuçta üretime kaynak aktarmak bir yana, borçlanmanın artmasıyla piyasada bollaşan tahviller; bankerler, saray mensuplarıyla ticaret erbabının başını çektiği yerli yatırımcılar ve bir kısım Avrupalı'ya cazip getirisi olan canlı bir alışveriş ortamı sağlarken, devlet, kapıldığı borç anaforunun içinde egemenliğini günden güne yitirmiştir.¹³⁷ Batılı ülkelerde sanayileşmenin bir parçası olarak gelişen menkul kıymet ticareti, Sanayi Devrimi'ni kaçırmış Osmanlı'da yıkılışa giden adımlardan biri olmuştur.

Bu dönemde dış borçların ödenmesi her geçen yıl daha da güçleşmesine rağmen, Avrupa para piyasalarındaki her kesimin bu süreçten kazanç sağlaması, krizi ertelemiştir. Kolay ve çabuk kârlar ile yüksek faiz gelirleri nedeniyle büyük bankalar ve spekülâtörler, her yıl geri ödenmesi gerekenden daha fazlasını bularak borçlanma furçasının¹³⁸ sürmesini sağlamışlardır.¹³⁹

En sonunda Osmanlı Devleti'nin borçlarını ödeyemez duruma gelmesi kaçınılmazdı. 1875 sonbaharında Devlet borç ödemelerini yarı yarıya indirdiğini açıklamış, ertesi yıl da tüm borç ödemelerini durdurmuştur.¹⁴⁰

1876'da dış borç ödemelerinin durdurulmasından sonra başlayan ve Rus Savaşı'yla kesintiye uğrayan görüşmeler, 1881'in Aralık (Muharrem) ayında imzalanan bir anlaşmayla sonuçlanmıştır. 'Muharrem Kararnamesi' ile dış borçların miktarları indirilir ve ödeme koşulları yeniden düzenlenirken; buna karşılık olarak

¹³⁶ Rifat Önsoy, "Tanzimat Dönemi İktisat Politikaları", s.255-262, **Tanzimat'ın 150. Yıldönümü Uluslararası Sempozyumu.**, Ankara 31 Ekim-3 Kasım 1989, Türk Tarih Kurumu, Ankara, 1994, s.260.

¹³⁷ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.19-20.

¹³⁸ *Kapitalist sistemin aralıklarla yaşanan krizlerinin temelinde de bu olgu; kâr güdüsüyle talep gören varlıkların fiyatlarının ekonomik bir temele dayanmadan artması, böylece oluşan ve gidebildiği yere kadar giden balonların bir noktada patlaması yatmaktadır.*

Bu durumun bilinen ilk örneği 17. Yüzyıl Hollandası 'nda Osmanlı 'dan ithal edilen lale soğanlarıyla başlayan lale modası sonucunda lale fiyatlarındaki artış, son örneği de 2000'li yıllarda ABD'de konut fiyatlarındaki artıştır. Konutların 'yüksek' değerleri üzerinden yapılan ipotekler ve diğer finansal işlemler, ödeyemezlik durumunun ortaya çıkmasıyla tıkanmış ve gerçek durumdan çok uzaklaşmış olan fiyatlar hızla düşmüş, 2008-2009 yıllarında küresel bir krize yol açmıştır.

¹³⁹ Pamuk, a.g.e, s.231.

¹⁴⁰ Aynı yer.

Osmanlı Devleti, imparatorluk içinde yabancı alacaklıların temsilcisi olarak çalışacak ve devletin vergi gelirlerinin bir bölümünü yabancı alacaklılar adına toplayarak Avrupa'ya aktaracak yeni bir örgütün (Düyun-u Umumiye) kurulmasını kabul etmiştir.¹⁴¹

Aslında ülkede yeterli sermaye birikiminin olmadığı koşullarda uzun erimli bir kalkınma programının aracı olarak kullanılacak dış borçlanma, Osmanlı Devleti için siyasi baskı altında ve son derece olumsuz koşullarda başlamış, sanayileşmeye bir faydası olmadığı gibi, 1876'da devletin iflasına ve 1881'de Muharrem Kararnamesi'yle Düyun-u Umumiye'nin kurulmasına yol açmıştır. Bu tarihten sonra devlet ekonomi üzerindeki kontrolünü büyük ölçüde kaybetmiş ve etkin bir sanayileşme politikası izleme olanağı kalmamıştır.

2.2.2.Menkul Kıymet Ticaretinin Başlaması ve Borsanın Doğuşu

2.2.2.1.Galata Bankerleri

Osmanlı'da sarrafların finans burjuvazisine dönüşmesi süreci, devletin borçlanma politikasıyla paraleldir. Pamuk'a göre faizle borç para veren ve para piyasalarındaki işlemlerde uzmanlaşan sarrafların 18. yüzyıldaki hızlı yükselişleri ve 19. yüzyılın ilk yarısında Galata bankerleri olarak adlandırılan büyük sermayedarlara dönüşümleri devletin kısa ve uzun vadeli mali ihtiyaçlarıyla yakından ilişkilidir.¹⁴²

Galata'nın Osmanlı ekonomisindeki özel konumu İstanbul'un fethinden başlamaktadır. 1453'ten önce günde 500'den fazla irili ufaklı tüccar gemisinin uğradığı bir liman olan Galata'nın ekonomik gücü, bu gemilere her türlü hizmeti sağlamasından geliyordu. Teknik imkânların yanında banker ve bankaları da ticareti finanse edecek bir kapasiteye ulaşan Galata, Bizans tarafından bazı vergilere tabi tutulmuş, buna karşılık gümrük yönünden bazı ayrıcalıklar elde etmişti. Fatih Sultan Mehmet de Galata'nın bu özel statüsünü devam ettirmiştir.¹⁴³

Böylece güçlerini koruyan sarraflar, imparatorluk içinde yaygın bir finans ağı oluşturarak bir yandan üreticinin ürününü önceden satın almak suretiyle üretici

¹⁴¹ A.g.e, s.231-233.

¹⁴² A.g.e, s.235.

¹⁴³ Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.152.

kesimi, bir yandan da başta saray çevresi olmak üzere tüketici kesimi finanse etmişler, devletin dış borçlanmasında da çok etkin rol oynamışlardır.¹⁴⁴ Eldem'e göre bankalar kuruluncaya kadar İmparatorluğun bütün banka ve kredi işlemleri Galata sarraflarının elinde kalmıştır.¹⁴⁵

Devlet 16. Yüzyıldan bu yana, bir yandan kısa vadeli ihtiyaçları için, öte yandan da iltizam düzeninin finansmanı için sarraflardan yararlanmaktadır. İltizam ve daha sonraları malikâne müzayedelerini kazanan kişilerin arkasında onlara peşin ödemeyi yapmaları için borç veren, malikâneyi daha küçük alt-birimlere ayırarak vergi toplama sürecini örgütleyen sarraflar bulunmaktaydı.¹⁴⁶

Sarraflar, tüccar ve loncaların kredi gereksinimlerini de karşılamıştır. 17. Yüzyılın sonlarında bir lonca çevresinde örgütlenen sarraflar ilk bankalarını 1847'de kurmuş¹⁴⁷, ancak bu tarihten önce de Galata bankerleri olarak anılmaya başlamışlardır.¹⁴⁸

1840'lara gelindiğinde, Galata bankerlerinin Osmanlı devleti için Avrupa'da kısa vadeli borç bulma becerileri ve kapasiteleri bir hayli büyümüştür.¹⁴⁹ Avrupa piyasalarından kısa vadeli borç temin etmenin yanısıra, padişahın ve önde gelen Osmanlı bürokratlarının kişisel servetlerini ve finans işlerini de yönetmeye başlayan bu kesim, geleneksel para ticaretinde uzmanlaşan sarraflardan, ülkeler arası bağlantılarını kurmuş, İstanbul'da bir finans burjuvazisinin çekirdeğini oluşturacak, büyük ölçekli mali sermayedarlara dönüşmüştür.¹⁵⁰

Galata bankerlerinin mali gücü, 19. yüzyılın ortalarında doruğuna ulaşmış, ancak bu arada devletin bütçe açıkları ve borç alma gereksinimlerinin daha da hızlı büyümesi, devleti uzun vadeli gereksinimlerini karşılamak üzere doğrudan Avrupa mali piyasalarından borç aramaya yöneltmiştir. Bankerler yeni şubeler açan ve hatta yeni bankalar kuran Avrupa bankalarının ve bankerlerinin rekabetiyle karşı karşıya

¹⁴⁴ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.38.

¹⁴⁵ Eldem, a.g.e, s.159.

¹⁴⁶ Pamuk, a.g.e, s.174-175.

¹⁴⁷ "1847 yılında, Th. Baltazzi ile J. Alleon, Osmanlı Devleti'nin desteğiyle Osmanlı İmparatorluğu'nda kurulan ilk banka olan Dersaadet Bankası'nı (Banque de Constantinople) faaliyete geçirmişlerdir.", a.g.e, s.177.

¹⁴⁸ A.g.e, s.175.

¹⁴⁹ Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.16.

¹⁵⁰ Pamuk, a.g.e, s.175.

kalmışlardır. Galata bankerleri rakipsiz konumlarını kaybetmekle birlikte, faaliyetlerine devam etmişlerdir.¹⁵¹

Sarraflarla¹⁵² ilgili son bir husus da, devlet otoritesinden ne kadar bağımsız olduklarını gösteren vergi ödemeleridir:

“Osmanlı döneminde mali sektörde, Maliye Nezareti’ne göre ülkede bulunan yaklaşık 600 sarraf ve 200 komisyoncunun ödedikleri vergi yarım milyon kuruşu bulmamıştır. Bunun tekabül ettiği gelir, komisyoncu ve sarraf başına bir küçük memurun aylığına denktir. Oysa ki bunların içinde bulunan, icabında devlete ikrazatta bulunan büyük bankerlerin gelirleri yalnız devletten aldıkları faiz ile ölçülürse 17 milyon kuruşu bulmaktadır. Bunların, çeşitli banka faaliyetlerinden de büyük kazançlar sağladıkları muhakkaktır.”¹⁵³

Nitekim İttihat ve Terakki yönetiminin 8 Mart 1915’te çıkardığı Temettü Vergisi Hakkında Kanun-ı Muvakkat ile bankerler ve bankacılıkla uğraşan şirketler için gelir vergisi oranı %20, nakliye şirketleri, kambiyo acenteleri, komisyoncular ve ticarethanelerin %15, toptancı mağazalarının %12 ve fabrika, imalathane ve matbaaların %5 olarak belirlenmiştir.¹⁵⁴ Vergi oranları, hem o dönemde büyük kazanç sağlayanlara tepkiyi, hem de ‘milli iktisat’ politikaları kapsamında sanayiye verilen önemi yansıtmaktadır.

2.2.2.2.İstanbul Borsası

Türkiye’de menkul kıymet ticaretinin başlaması, borsanın kuruluşunun öncesine gitmektedir. “Avrupa’da Sanayi Devrimi ve sömürgecilik hareketleri büyük anonim şirketlerin ortaya çıkmasına ve bunların halka açılmasına yol açtığına, Türkiye’de yaşayan yabancı tacirler ve azınlıklar bu şirketlerin tahvil ve hisse senetleriyle de ilgilenmeye başlamıştır. Osmanlı’da tedavüle çıkan paranın altın para olması, kambiyo kontrolünün bulunmaması ve kapitülasyonların kendilerine sağladığı serbesti sayesinde dışarıya para çıkararak alım-satım yapmışlardır.”¹⁵⁵

¹⁵¹ A.g.e, s.177.

¹⁵² “Sayıları İstanbul’da 1894 itibariyle 805’tir.”, Ticaret Nezareti Devleti Aliye İstatistiklerinden aktaran Eldem, a.g.e, s.156.

¹⁵³ A.g.e, s.215-216.

¹⁵⁴ Ali Akyıldız, **Osmanlı Dönemi Tahvil ve Hisse Senetleri/”Ottoman Securities”**, Türkçe-İngilizce, Türk Ekonomi Bankası A.Ş, Tarih Vakfı, İstanbul, 2001, s.73.

¹⁵⁵ İlker Parasız, “Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişimi”, s.217-232, **75 Yılda Para’nın Serüveni**, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998, s.217.

Daha sonra Tanzimat hareketinin de etkisiyle Türkler de bu konuya ilgi göstermişlerdir. Dışarıdan alınan kıymetlerin el değiştirmesi, kısa zamanda Türkiye’de de Galata bankerlerinin önyak olduğu bir piyasa oluşturmuştur. 1854 yılında Kırım Savaşı dolayısıyla çıkarılan borçlanma tahvilleri, bunu takiben çıkarılan diğer devlet tahvilleri, Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı şirketlerin (özellikle şimendifer, elektrik, gaz ve tramvay şirketleri) tahvilleri, ilk yerli anonim şirket olan Şirket-i Hayriyye’nin¹⁵⁶ kurulmasının ardından yerli şirketlerin tahvil ve hisse senetleri piyasada alınıp satılmıştır.¹⁵⁷ Avrupa’da da tutulan yüksek faizli Osmanlı devlet tahvilleri¹⁵⁸, İstanbul’daki menkul kıymet ticaretinin de en yaygın aracı olmuştur.

Bütün Avrupa borsalarında işlem gören Osmanlı kâğıtlarına yönelik olarak ülkede bir borsa kurulması, ellerindeki birikmiş sermayeyi çeşitli politik sebepler yüzünden ve bu arada güvensizlik sebebiyle sanayide kullanamayan Osmanlı azınlıkları ve özellikle Galata’da Fatih zamanından beri ticaret ve para işleri yapan ailelere çekici görünmüştür.¹⁵⁹

Osmanlı dış borçlanması Türkiye’de menkul değerler borsasının kurulmasını kolaylaştırmıştır. Osmanlı borçlanma tahvillerinin İstanbul’da oluşan piyasasında gayrimüslim bankerler Galata’da bu işle uğraşmaya başlamışlardır. Bir borsa kurulması fikri de bu dönemde ortaya çıkmış ve Galata bankerleri kendi aralarında bir dernek kurarak (1864) bu harekete öncülük etmişlerdir.¹⁶⁰

Bankerleri örgütlenmeye iten iki temel neden; yoğun spekülasyona sahne olan Osmanlı tahvillerin borsacılığı cazip hale getirmesiyle türedi sarrafların aralarına katılmasını önlemek ve İstanbul’un hemen her tarafında geceleri meyhanelere kadar her yerde her meslekten insanın adı bir kumar nevinden oyun oynamasına karşı sert tedbirler alan Hükümetin bankerliği tamamen yasaklaması korkusudur.¹⁶¹

¹⁵⁶ Akyıldız, a.g.e, s.73.

¹⁵⁷ Parasız, a.g.m, s.217.

¹⁵⁸ Şevket Pamuk, **Osmanlı İmparatorluğu’nda Paranın Tarihi**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 2003, s.230.

¹⁵⁹ Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.12-13.

¹⁶⁰ Parasız, a.g.m, s.220-221.

¹⁶¹ Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.52.

Böylece, Galata'da Havyar Han ve civarındaki dükkânlarda faaliyet gösteren gayrimüslimlerden¹⁶² oluşan birkaç yüz kişilik bir grup yeni yapılan Komisyon Han'a geçerek, hanın üst katındaki salona "borsa" salonu adını vermiştir. Borsacılar, Anglo-Sakson ülkelerinde olduğu gibi kendi aralarında bir borsa meclisi kurmuşlardır.¹⁶³

Borsanın resmi kuruluş tarihi olarak ise 13 Nisan 1866 olarak kabul edilmektedir.¹⁶⁴ Bu tarihte çıkarılan bir kararname ile borsa Galata'da Komisyon Han'da faaliyete geçmiştir.¹⁶⁵

19 Kasım 1871 tarihli Dersaadet Tahvilat Borsası Nizamnamesi ile borsa yarı resmi bir kuruluş haline gelmiş, Abidin Bey de ilk hükümet komiseri olarak atanmıştır.¹⁶⁶

Borsanın tarihine devam etmeden önce kısaca Osmanlı'da şirketleşme deneyimine de değinmekte yarar var. Dersaadet Tahvilat Borsası kurulana dek Osmanlı'da yarısı ulaştırma ve demiryolu, diğer yarısı da bankacılık ve sigorta sektörlerinde olmak üzere yalnızca 14 anonim ve limited şirket kurulmuştur. Canlı ve hareketli bir piyasanın varlığına karşın bu denli az ortaklık kurulmasının önde gelen nedenleri arasında bilgi ve sermaye birikimi ile hukuksal altyapının bulunmayışı etkili olmuştur.¹⁶⁷

İlk Türk anonim şirketi olan ve hisseleri halka satılan¹⁶⁸ Şirket-i Hayriyye'nin kuruluşunda (Ocak 1851), daha önce de değinilen tüketim toplumunun yeni ihtiyaçları rol oynamıştır.¹⁶⁹ Tanzimat'ın getirdiği yeni tüketim eğilimleri doğrultusunda İstanbullular arasında Boğaziçi'nde sayfiyeye gitme modasının

¹⁶² "Sermaye piyasası hareketlerini çoğunlukla yabancılar ve Türkiye'deki gayrimüslimler yönlendiriyordu. Yabancıların borsa üzerindeki etkisi o derece fazlaydı ki, Rumlar ve Ermenilerin bayram günlerinde borsa kapalı tutuluyordu.", Yasin, a.g.e, s.52. "Kazgan'a göre yabancıların etkinliği ele geçirmesinde Türkler'le aralarındaki eğitim seviyesinin bu dönemde çok açılmasıyla yakından ilgisi bulunmaktadır.", Kazgan, **Galata Bankerleri II.Cilt**, s.190.

¹⁶³ Poroy ve Erem, a.g.m, s.152.

¹⁶⁴ Fertekliçil, a.g.e, s.26.

¹⁶⁵ Parasız, a.g.m, s.220-221.

¹⁶⁶ Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.68.

¹⁶⁷ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.39.

¹⁶⁸ "İlk etapta satılan 1.554 hisse senedinin 1.109'unu satın alan 300 kişi, hademeden padişaha kadar devlet hiyerarşisinde yer alan memur ve askerler, geri kalanların önemli bir kısmı da bunların yakınlarıdır. Özellikle memur olanlar hisseleri sarraf ve bankerlere borçlanıp almışlardır. Toplam 417 hissedardan 36'sı gayrimüslimdir (276 hisse).", Akyıldız, a.g.e, s.48.

¹⁶⁹ "Tanzimat döneminin ilk iktisadi sonucunun tüketicinin rasyonelleştirilmesi olduğunu vurgulayan Kazgan'a göre Kırım Savaşı sırasında müttefik ailelerinin İstanbul'daki şatafatlı yaşantısı, tüketim alışkanlıklarının değişmesinde bir kıvılcım niteliğindedir.", Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.27,21-22.

yayılması, ulaşımda kayık ve yelkenlileri yetersiz hale getirmiş, böylece ilk anonim şirket boğazda vapur hatları işletmek maksadıyla kurulmuştur.¹⁷⁰

Tekrar borsaya dönersek; Hükümetin 1866'da Fransız sisteminden esinlenerek¹⁷¹ borsayı kurumsallaştırmasının ardından İstanbul Borsası'nda yerli-yabancı tahviller ve hisse senetlerinin Avrupa borsalarıyla telgraf irtibatı kurulmak suretiyle işlem gördüğünü, örneğin Panama tahvilleri ve Süveyş kanalı hisse senetlerinin çok defa yabancı bankaların aracılığıyla varlıklı Türk ailelerince de satın alındığını¹⁷² görüyoruz.

Ancak İstanbul Borsası'nda işlem gören başlıca menkul kıymet devlet tahvili, halk arasındaki yaygın ismiyle konsoliddir.¹⁷³ Yasin'e göre sermaye birikimi ve şirketleşmenin gelişmediği Osmanlı ekonomisinde başka yerli sermaye araçlarına rastlamak da pek mümkün değildir.¹⁷⁴

Borsanın ilk yıllarında konsolidçilerin arasına Müslüman Türkler'in de karışması ve sık sık para kaybetmeleri birçok ailevi ve toplumsal sorunlara da yol açmıştır.¹⁷⁵ Devletin borsa dışında yasadışı olarak yapılmaya devam eden bu tür işlemleri önleme çabası dikkat çekmektedir:

“Konulan yasaklara rağmen ticari hayat için yıkıcı olan borsa işlemleri Galata sokaklarında, Havyar Han'ın koridorlarında, Karaköy sokaklarında ve diğer yerlerde devam edegelmektedir. Hükümetin gayretleri ile borsayı sağlıklı tedbirlerle düzenlediği bir zamanda bu gayrı kanuni işlemlere bir son vermeye kararlı olan Belediyemiz halka kambiyo muamelesi, tahvil ve diğer kıymetli evrak üzerine her türlü faaliyeti sürdürmek maksadı ile adı geçen bu yerlerde buluşmak ve toplanmanın bugünden itibaren yasak olduğunu bildirir.”¹⁷⁶

“Hükümetimiz bir müddetten beri bütün kanunlara karşı gelerek para üzerine oyunlarla halkın servetini ağır bir şekilde tahrip ederek

¹⁷⁰ “Aynı günlerde Osmanlı yönetimindeki Bulgar Prensiği'nin merkezi olan Sofya'da buhar ile işleyecek bir bez ve kumaş fabrikası teşkili için kurucular tanzim ettikleri anonim şirket sözleşmesini tasdik ettirip işe koyulmak için Padişahın iznini alıyorlardı. Bu fabrika Balkan Savaşı'na kadar ürününün %80'ini Osmanlı İmparatorluğu'na ihraç etmiştir”, A.g.e, s.30.

¹⁷¹ Poroy ve Erem, a.g.m, s.152.

¹⁷² Parasız, a.g.m, s.217.

¹⁷³ “Konsolid, devletin çeşitli kısa vadeli senet borçlarının konsolide ederek çıkardığı Esham-ı Cedide'lere verilen isimdir. Borsa spekülasyonlarının en önde gelen aracı olmuştur.” Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.55.

¹⁷⁴ Yasin, a.g.e, s.52.

¹⁷⁵ “Evine dönemeyip, geceyi borsa koridorlarında geçirenler arasında muhafazakâr aile reisleri bile görünmeye başladı.”, Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.66-67.

¹⁷⁶ Kazgan, **Galata Bankerleri**, s.52-53.

kamu sükunetini ihlal eden bir avuç vicdansız ve insafsız kimselerin toplandıkları yerleri kapatmaya karar vermiştir.”¹⁷⁷

Borsanın kurulmasının öncesinde ve hemen sonrasında sergilenen kural ve ahlak dışı davranışların giderek artması nedeniyle 1873’te çıkarılan Dersaadet Tahvilat Borsası Nizamnamesi¹⁷⁸, güven ortamını sağlamak ve borsayı sağlıklı kılabilmek için gerekli hukuksal düzenlemeleri getiren ilk metin olması nedeniyle önem taşımaktadır.¹⁷⁹

Ancak ‘oyun’¹⁸⁰ adı verilen işlemlerin düzene sokulması mümkün olmamıştır. Kimileri konsolid oyunu, kimileri hava oyunu deyimini kullanıyor, sonuçta yapılan iş gerçekten bir oyuna dönüşünce piyasa çalkalanıyor, huzursuzluklar büyüyor, buna paralel olarak da denetim ve düzenleme ihtiyaçları artıyor ve bu yöndeki arayışlar hızlanıyordu. Dönemin savaşları, iç karışıklıklar ve ekonomik bozukluklarla çerçevelenen bu piyasanın düze çıkmasına Nizamname de yetmemiştir.¹⁸¹

“Borsaya mahsus nizamın yetersizliği ve mevcudun dahi geçerli kılınamaması münasebetiyle pek cüzi bir miktar depozito koyabilen her şahıs büyük hava oyunlarına kadar girişmekte ve hatta borsa haricinde hava oynamak hiç cazi değilken borsa açılmadan evvel ve kapandıktan sonra sair tatil günleri Beyoğlu ve Galata’nın bir takım kahvehanelerinde hatta sokak ortalarında bile oyun oynamakta olduğu alenen görünür.”¹⁸²

Bu tarihten sonra da tamamlayıcı nitelikte olmak üzere; “Dış Ülkelerde Kurulan Anonim Şirketlerin Osmanlı Ülkesinde Açacakları Acentalara İlişkin Nizamname (1885), ticaret borsaları ve menkul kıymet borsalarını ayıran “Umumi Borsalar Hakkında Nizamname” (1886), “Esham ve Tahvilat Borsası Nizamnamesi” (1906) ve yine aynı yıl çıkarılan “Borsa Muameleatı Resmine dair Nizamname” çıkarılmıştır.¹⁸³

¹⁷⁷ Aynı yer.

¹⁷⁸ “1 Aralık 1873 tarihli *Düstur*’da yayınlanmıştır.”, Hüseyin Al ve Şevket Kamil Akar, “*Söylentinin Gücü: İstanbul’da Büyük Panik ve 1861 Finansal Krizi*”, s.23-59, Tarih ve Toplum Yeni Yaklaşımlar, S.7, Bahar-Yaz 2008, s.47-49.

¹⁷⁹ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.24-25.

¹⁸⁰ *Konsolid oyunu ya da hava oyunu tabirleri de kullanılmaktadır.*

¹⁸¹ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.26.

¹⁸² 6 Ocak 1878 tarihli Tercümanı Hakikat’ten aktaran Haydar Kazgan, Toktamış Ateş ve Murat Koraltürk, “*Osmanlı Devleti’nde Finansal Faaliyetler ve Kurumlar -Tanzimat’tan Cumhuriyete-*”, s.217-446, **Osmanlı’dan Günümüze Türk Finans Tarihi I.Cilt -Kuruluştan Cumhuriyete-**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999, s.325.

¹⁸³ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.24-25.

Sayılan düzenlemelerin arasında Esham ve Tahvilat Borsası Nizamnamesi borsanın adını ve tanımını değiştirmiş olması ve yabancı paralar da dahil olmak üzere kapsamına aldığı araçların peşin ve vadeli alım satımının kurallarını koymuş bulunması nedeniyle ayrı bir yere sahiptir.¹⁸⁴

2.2.3.Değerlendirme

Sermaye ve para piyasaları yukarıda da değinildiği gibi tasarrufların akışını sağlayan mekanizmalardır. Bu piyasaların yaşaması için gerekli olan şartlar; bir ekonomide fiyat istikrarının, dengeli bir siyasi ortamın, mali kurumların ve şirketleşme ile sermaye birikiminin varlığıdır.¹⁸⁵

Buna göre Osmanlı Borsası'nın; bir imparatorluğun çöküşüne sahne olan olumsuzluklar ortamı içinde zaten daha çok tarım alanında faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli kuruluşların dışa açılması için çok verimli bir araç olamayacağı ortadadır.¹⁸⁶

Sermaye piyasası kurumlarının, Batının tersine kendi doğal yapısı ve evrimi içinde değil, dış etkenler sonucunda geliştięi¹⁸⁷ Osmanlı'da "borsanın kuruluş nedenleri ve amaçları Batıdakilerden çok farklıdır. Batı ülkelerinde borsaların gelişmesi ekonomik faaliyetlerin ilerlemesiyle paralellik arz ederken, Osmanlı'da yabancılara tanınmış olan imtiyazlar ve dış borçlanma gibi faktörlerin etkisi altında İstanbul Borsası, ulusal bir borsa olmaktan ziyade uluslararası bir borsa olarak ortaya çıkmıştır."¹⁸⁸

Bu nedenle "sermaye piyasası, Osmanlı ekonomisi için batıdaki sermaye piyasalarının işlevini yerine getirememiştir. Bunun en önemli nedeni, sermaye piyasası işlemlerine uygun bir altyapının bulunmamasıdır. Devlet de bu piyasayı iç ve dış borçlanma amacıyla kullanmış, sonunda Cumhuriyet dönemine büyük bir borç yükü kalmıştır. Sermaye piyasası faaliyetlerinden gelir elde edenler de batılı devletler, yabancı tüccarlar ve gayrimüslim tebaa olmuştur."¹⁸⁹

¹⁸⁴ Aynı yer.

¹⁸⁵ Atuk, a.g.e, s.2.

¹⁸⁶ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.67.

¹⁸⁷ Yasin, a.g.e, s.52.

¹⁸⁸ Fertekliğil, a.g.e, s.101.

¹⁸⁹ Yasin, a.g.e, s.52.

Sonuç itibariyle “çarpık da olsa belirli bir hareketlilik gösteren piyasada çıkış noktasını, iyi işleyen bir ekonominin ortaya çıkardığı sağlıklı kaynaklar değil de, hesapsız bir borçlanmanın kâğıt bolluğu oluşturduğu için, dönemin sermaye piyasası sağlıklı büyüme yerine ‘kof bir şişkinlik ve aldatıcı bir canlılık’ sergilemekten öteye geçememiştir. Böyle olduğu içindir ki, borsa yüksek hacimli, zengin işlem olanağı veren ve piyangolu devlet tahviline varıncaya kadar bol araçlı bir pazar görünümü vermesine karşın, işlevsel yönden gerçek bir borsa olmak yerine spekülasyon ve manipülasyona dayalı bir oyun alanı olmaktan öteye gidememiştir.”¹⁹⁰

Uygun da bu durumu dile getirmiştir:

“Doğrusu Dersaadet Tahvilat Borsası, hiçbir zaman batılı benzerleri gibi olmadı... Nasıl olsun ki? Neredeyse tek bir fabrika bacasının tütmediği bu topraklarda, başka türlü de çıkmaz, çıkamazdı zaten... O daha çok, sıra dışı bir konjonktürün ürünü “kendine özgü” (sui generis) bir borsaydı. Ve hep öyle de kaldı... Sanayileşmeye kaynak aktarmak yerine, dizginsiz spekülasyon ve manipülasyonun ‘yıkıcı’ bir karışımı olan “hava oyunları”na hizmet etti durdu...”¹⁹¹

Esas itibariyle, Osmanlı Devleti’ne borç veren batılı mali kurumların ve bir bakıma onların Türkiye’de uzantılarını teşkil eden Galata bankerlerinin telkin, tavsiye ve gayretleriyle kurulmuş olan Osmanlı Borsası, hiçbir zaman Osmanlı ekonomisiyle bütünleşememiş, tasarruf sahiplerine güven telkin etmediği için tasarrufları hareketlendirememiş ve ekonominin finansmanına ciddi bir destek sağlayamamıştır. Tersine, zaman zaman orada çevrilen dolaplar devletin mali saygınlığına zarar da vermiştir.¹⁹²

Bazı kaynaklarda, İstanbul Borsası’nın Avrupa’nın sayılı borsaları arasında yer aldığı zikredilmektedir. Fertekligil’e göre bu şöhret daha çok, Borsanın her türlü işlemin serbestçe yapılabildiği Avrupa’nın en önemli spekülasyon merkezi haline gelmiş olmasından kaynaklanmaktadır.¹⁹³

Dönem topluca değerlendirildiğinde, imparatorluğun özel mülkiyetin ve burjuvazinin gelişmesini engelleyen, tasarruftan caydırıcı siyasi yapısının, sermaye

¹⁹⁰ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.27.

¹⁹¹ Bülent Uygun, **FinansPolitik: Finans Piyasaları, Borsa, Ekonomi ve Yaşam Üzerine Yazılar**, Kızılelma Yayıncılık, İstanbul, 2001, s.247.

¹⁹² Fertekligil, a.g.e, s.XVII.

¹⁹³ Aynı yer.

birikimini de engellediği görülmektedir. Sanayi Devrimi'nin yaşandığı ülkelerin tersine ilk menkul kıymet hareketlerine sermaye birikimi değil, devletin kaynak arayışları yol açmıştır. Bu koşullarda 19. Yüzyılda İstanbul'da gelişen piyasa sınırlı bir çevrede kalmış, hiçbir zaman üretime fon aktarır duruma gelememiştir.

BÖLÜM III: CUMHURİYET DÖNEMİNDE MENKUL KIYMETLER VE BORSA

Osmanlı İmparatorluğu'nun yıkılarak yerine Türkiye Cumhuriyeti'nin kurulmasıyla birlikte sermaye piyasası da ulusal bir karakter kazanarak yeni bir yola girmiştir. Hem Kurtuluş Savaşı döneminde, hem de Cumhuriyet ilan edildikten sonra döviz sıkıntısı yaşanması, ilkin borsadaki döviz fiyatlarındaki oynaklığı azaltma çabasını getirmiştir. 1929'a kadar sınırlı ölçüde müdahale edilen borsayla ilgili olarak bu tarihte yeni bir yasa çıkarılmıştır. Böylece dünyadaki gelişmeler ve ülkenin koşullarına uygun bir biçimde döviz hareketleri kısıtlanırken, borsadaki döviz hareketleri de kontrol altına alınmıştır.

Özel sektörde sermaye birikiminin ve hanehalkında tasarruf kabiliyetinin¹⁹⁴ olmadığı bu dönemde, doğal olarak borsa bir sermaye birikimi aracı olarak değerlendirilmemiştir. Cumhuriyet yönetimi sermaye birikimine yönelik olarak ulusal bankacılığı kurma ve devlet eliyle sanayileşmeye öncelik vermiştir.

Borsanın sermaye piyasası niteliği, sanayide belli bir atılımın gerçekleştiği ve halkın gelir düzeyinin görece olarak yükseldiği, orta sınıfın oluşmaya başladığı 1960'ların planlı döneminde bir finansman kaynağı olarak yeniden gündeme gelmiştir. Ancak kurallı bir sermaye piyasası bu dönemde hayata geçirilememiştir. Borsa dışındaki işlemlerin kontrolsüz biçimde genişlemesi, sonu banker faciasına kadar giden bu dönemde tasarruf sahiplerini mağdur ederken, ekonomiye katkısı da sınırlı kalmıştır. Nihayet Türkiye'de sermaye piyasası, modern kurum ve kurallarıyla 1980 sonrasında kurulabilmiştir.

Çalışmanın esasını oluşturan bu bölümde sözü edilen dönemler sırasıyla incelenerek, ekonominin farklı kesimlerinin sermaye piyasasına nasıl yaklaştığı belirlenmeye ve Türkiye'de sermaye piyasası dinamiklerinin çözümlenmesi yapılmaya çalışılacaktır.

¹⁹⁴ 10 yıllık savaşlar dönemi halkın zaten sınırlı olan alım gücünü daha da azaltmıştır: "Geçinme endeksi (1914=100) 1919'da 1.406, 1922'de 999'dur. Bu dönemde altın ve döviz fiyatları da %700 oranında artmıştır.", Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.39.

3.1.GEÇİŞ DÖNEMİ (1923–1929)

Yeni dönemin politikalarına geçmeden önce II. Meşrutiyet dönemindeki bazı gelişmelere, Cumhuriyet'in karşı karşıya kaldığı ortamı ortaya koymasından açısından değinmekte yarar var. II. Meşrutiyet'in ilanı ile birlikte ulusal bir ekonomi yaratılmasına yönelik görüşler kamuoyunda ön plana çıkarken, tasarruf ve sermaye birikimi öncelikli hale gelmiştir.¹⁹⁵ Tanzimat'tan beri izlenen liberal politikalara duyulan tepki bu dönemde açığa çıkmıştır.¹⁹⁶

“II. Meşrutiyetin ilanından sonra iktisadi sorunlar, ticaretin önemi, rekabetin gerekliliği, sermaye birikimi ve şirketleşmenin iktisadi ve sosyal hayat üzerindeki olumlu etkileri gerek basında, gerekse hükümetin politikalarında –öncesiyle kıyas kabul etmez şekilde- ağırlıklı bir yer teşkil etmeye başlamıştır. Mehmet Cavit Bey 19. Yüzyılda dünyada görülen ticari ve sınai gelişimde şirketlerin oynadığı role ve bu olgunun en gelişmiş şekli olan anonim şirketlere dikkat çekerken, sermaye birikiminin ve şirketleşmenin gerekliliği hakkında, liberalinden İslamcısına kadar bu dönem aydınlarının görüşlerinde bir mutabakat vardır. Bu çabalar netice vermiş ve öncesi ile kıyaslanamayacak derecede yerli şirket kurulmuştur.”

1914-1918 yılları arasında 68 anonim şirket kurulmuştur.¹⁹⁷ Bir başka önemli gelişme, ‘milli iktisat’ politikası güden İttihat ve Terakki Hükümeti'nin 8 Eylül 1914'te kapitülasyonları kaldırması ve kararın 1 Ekim 1914'te yürürlüğe konmasıdır.¹⁹⁸ Bu dönemdeki önemli girişimlerden biri de ana sözleşmesinde hisse senetlerinin yalnız Türk tebaasına tahsis edilebileceği hükmünü bulunduran¹⁹⁹ İtibarı Milli Bankası'dır.

İstanbul Borsası'nın durumuna gelince, I. Dünya Savaşı'nın çıkmasının ardından, borsa meclisi üyelerinden Bogos Mumcıyan Efendi Maliye Bakanı'na başvurarak borsanın kapatılmasını istemiş, istek uygun görülerek borsa kapatılmıştır. Ancak bunun üzerine işlemler yeniden sokak aralarına ve kahvehanelere kayarak 1873 tarihli Nizaname ile sona ermiş olan boşluk yeniden ortaya çıkmıştır.²⁰⁰

¹⁹⁵ Yavuz, a.g.e, s.13.

¹⁹⁶ Akyıldız, a.g.e, s.80-81.

¹⁹⁷ Vedat Eldem, **Harp ve Mütareke Yıllarında Osmanlı İmparatorluğu Ekonomisi**, Türk Tarih Kurumu, Ankara, 1994, s.126.

¹⁹⁸ Akyıldız, a.g.e, s.70.

¹⁹⁹ Eldem, **Osmanlı İmparatorluğu Ekonomisi**, s.126.

²⁰⁰ Borsa Rehberi (1928), s.18.

Finansal faaliyet ‘mekânı’ nın kapatılması, tüm olumsuzluklara karşın finansal faaliyetin kendisinin sona ermesi anlamına gelmemektedir. Nitekim bu süre içinde de bir kısım ‘oyuncu’ boş durmamış ve mekânsız kalan sermaye piyasası sokağa inerek, işlevini çarpık bir biçimde sürdürmeye koyulmuştur. Savaşın bitiminden sonra çalışmasına izin verilen borsa, kendisine bu kez Mertebani sokakta bir han köşesini mesken tutmuş, sonra da Komisyon Han’a geri dönmüştür.²⁰¹

3.1.1.Mütareke Yıllarında Borsa

Mustafa Kemal ve arkadaşlarının borsayla ilgili olarak karşılaştığı ilk sorun – aslında 1929’a kadar sürekli karşılaşılabilecekleri temel sorun-, döviz fiyatlarındaki oynaklıktır. Mütareke döneminin işgal altındaki başkentinde hükümetin ciddi tedbirler alacak ve denetim görevlerini yerine getirecek güce sahip olmaması²⁰² nedeniyle İstanbul’daki alım-satım işlemlerinin tamamıyla kontrolden çıktığı anlaşılmaktadır.

Birtakım yabancı unsurların toplandığı bir yer haline gelen borsada, devlet tahvilleri ve yerli şirketlerin hisse senetleri üzerinde olumsuz propaganda yapılıyor, tahvil bedellerinin ödenmeyeceği şeklinde dedikodu yayılıyordu. Bu nedenle tahvillerin fiyatı düşerken, aynı kimseler bir yandan da sözkonusu tahvilleri el altından topluyordu. Nitekim devletçe vadelerinde itfa edilen tahviller, toplayanlara büyük kazançlar sağlamıştır.²⁰³ Yine Lozan Konferansı’nın başlaması ile birlikte yeni devletin Osmanlı borçları ile ilgili bütün işlemleri tasfiye etme güvencesi vermesi de spekülasyonları boşa çıkarmış, tahvillerin değer kazanmasını sağlamıştır.²⁰⁴

İstanbul piyasası bu yıllarda, Rumların Osmanlı lirasının değerini düşürerek gayrimenkulleri ucuza kapatma çabasından²⁰⁵ Ankara Anlaşması için Türkiye’ye gelen Fransız yetkililerin ve subayların anlaşma sonrasında değer kazanacağı

²⁰¹ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.26.

²⁰² Fertekliçil, a.g.e, s.136.

²⁰³ Aynı yer.

²⁰⁴ Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.106.

²⁰⁵ A.g.e, s.103-105.

bilgisiyle Osmanlı borçlanma tahvillerini toplamalarına²⁰⁶ kadar birçok usulsüz işleme sahne olmuştur.

Bu dönemde Borsa dışında ortaya çıkan ve yasadışı bir spekülasyon merkezi olan Kambiyo Kulübü de döviz fiyatlarında aşırı oynamalara yol açmıştır.²⁰⁷ Ciddi hiçbir denetime tabi tutulmayan bu kulübün, adeta bir kumarhane gibi çalıştığı, çevresinde toplanan spekülâtörler ve kaçakçıların kambiyo üzerinde çevirdikleri çeşitli oyunlarla döviz kurlarını yükselterek tahvil ve hisse senetleri fiyatlarının düşmesine sebep olduğu anlaşılmaktadır.²⁰⁸

Savaş yıllarında çekilen döviz sıkıntısı karşısında Hükümet, düşman ülkelere para gönderilmesini yasaklayan geçici bir kanun çıkarmış, tarafsız ve müttefik ülkelere para yollanmasını da Maliye Bakanlığı bünyesinde oluşturulan Kambiyo Komisyonu'nun iznine bağlamıştır.²⁰⁹

Ayrıca, Osmanlı Devleti'ne ve müttefik devletlere ait olanlar dışında bütün esham, tahvilat ve hisse senetleri ve diğer menkul kıymetler ve kâğıt paraların Osmanlı ülkelerine ithali ve bunların yabancı ülkelere satın alınarak orada muhafaza ettirilmesi veya bu gibi evrak üzerinde yabancı ülkelere işlem yapılması yasaklanmıştır.²¹⁰

3.1.2.Cumhuriyet Politikalarının Borsaya İlk Yansımaları

Kurtuluş Savaşı'nın zaferle sonuçlanmasından sonra, borsa ilk kez İzmir İktisat Kongresi'nde gündeme gelmiştir. Ekonominin çeşitli kesimlerine ilişkin kararların alındığı Kongrede kambiyo ve borsa işleriyle ilgili kararlar aşağıdaki gibidir.²¹¹

“Madde 1: Kambiyo merkezleri ve bilhassa nakit ve tahvilat borsalarının millileştirilmesi ve buralara Türk'e düşman siyasi entrikaların girmesine mümanaat edilmesi ve binaenaleyh borsanın ıslahı.

²⁰⁶ A.g.e, s.106.

²⁰⁷ Borsa Rehberi (1928), s.19.

²⁰⁸ A.g.e, s.19.

²⁰⁹ Fertekligil, a.g.e, s.135.

²¹⁰ Aynı yer.

²¹¹ Toktamış Ateş ve Alkan Soyak, “Cumhuriyet Dönemi İktisadi Yapı ve Finans Sistemi (1923-1946 Dönemi)”, s.5-208, **Osmanlı'dan Günümüze Türk Finans Tarihi II.Cilt**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999, s.73.

Madde 2: İstanbul'dan maada büyük ticaret merkezlerinde esham ve tahvilat borsası küşadı.

Madde 3: Ecnebi kambiyoşunun ani terfi ve tenzilinden mütevellid aks-ül amellerden piyasayı vikaye edecek tedabir ittihazı.

Madde 4: Borsayı bankaların alt üst etmesine ve lüzumsuz hava oyunlarına mani olmak üzere büyük sermayeli milli bankalar marifetiyle müsmir müdahelatin icrası.

Madde 5: Borsaya kabul edilen eshamın Maliye'ce müntehip bir heyet tarafından tasdikiyle ve şirket hisse senedatı ise Maliye ve İktisat Vekaletlerinin muvafakatı müşterekesinden sonra ithali.

Madde 6: Bu maddeler ile beraber daha ziyade ihtisasa taalluk eden diğer mevad hakkında lazım gelen tedabiri müzakere ve kambiyo muamelatını murakebe eylemek üzere selayittar erbab-ı ihtisastan mürekkep bir kambiyo komisyonunun şerian teşkili.”

Hükümetin borsa konusundaki ilk icraatı bir maliye müfettişini borsaya komiser olarak atamaktır. Onun da ilk işi yeni tüzük hükümlerinin verdiği yetkiyi kullanarak borsayı kozmopolit unsurlardan temizlemek ve Kambiyo Kulübü'nü kapatmak olmuştur. Böylece kambiyo alım satımıyla ilgili işlemler yeniden borsaya dönmüştür.²¹²

Bir kararnameyle 22 Ağustos 1923'te yürürlüğe konulan ek tüzük²¹³, İstanbul Borsası'nın yeni Türkiye Devleti'nin yönetimine geçmesinden sonra yapılan ilk tüzük değişikliği ve ilk borsa reformudur. Sözkonusu ek tüzükle yapılan başlıca değişiklikler aşağıdaki gibidir:²¹⁴

- Mubayaacı deyimi acente ile değiştirilmiştir.
- Acente sayısı 60 ile sınırlandırılmıştır.
- Acentelere Türk uyruklu olma şartı getirilmiştir.
- Acentelerin tutacakları defterleri Türkçe tutmaları zorunluluğu getirilmiştir.²¹⁵

Bu hükümler her şeyden önce, zamanla Türk toplumuna yabancılaşmış olan borsanın ulusal bir kurum haline getirilmesine yöneliktir.²¹⁶ Yeni devletin

²¹² Fertekliçil, a.g.e, s.137.

²¹³ 30 maddelik tam metni için bkz. Borsa Rehberi (1928), s.48-51.

²¹⁴ Fertekliçil, a.g.e, s.137-140.

²¹⁵ “Daha önce de Sait Halim Paşa Hükümeti 23 Mart 1916'da çıkardığı bir kanun ile şirketlere yazışma ve işlemlerinde Türkçe kullanma zorunluluğu getirmişti.”, Akyıldız, a.g.e, s.76.

²¹⁶ Fertekliçil, a.g.e, s.139-140.

karakteristik özellikleri ve tutumu, her alanda olduğu gibi burada da hemen ilk uygulamalara yansımıştır.

Bu kararın öncesinde, yeni Hükümetin liberal politikalar yerine kambiyo denetiminin ön planda olduğu bir orta yol izlemesi ihtimali, tüccar ve borsacıları kuşkulandırmış; İstanbul Ticaret ve Sanayi Odası, eski Maliye Bakanı Cavit Bey'in başkanlığında toplanarak Ankara'ya bir rapor vermiştir. Bu rapor genelde liberal düzenin Cumhuriyeti başarıya ulaştırmada tek çare olduğunu vurgulamak amacını taşımasına rağmen, İstanbul'un hükümet merkezi olmaktan çıkması nedeniyle eski yerleşik ekonomik gücünü yitirmesini önleme çareleri ve önerilerini dile getiriyordu. Raporda Türkiye'ye yabancı sermaye girişinin sürmesi gerektiği belirtilirken, kambiyo yapıları küçük bir müdahalenin sermaye girişini durdurabileceğine²¹⁷ dikkat çekilmesi, günümüzde de devletin müdahale etme eğilimine liberal çevrelerin verdiği tepkilerle benzeşmesi açısından ilginçtir.

Geçiş döneminde Hükümetin bir başka uygulaması da yer değişikliğidir:

“Başından beri Galata'da yerleşmiş bulunan borsa, bu çevrede inşa edilmiş çeşitli binalarda faaliyetini sürdürmüş, borsanın gediklileri ve yerli-yabancı spekülâtorler bu binaların çevresindeki kahvehaneleri, dükkân ve sokakları 'hava oyunları'nın meskeni haline getirmişlerdi. Borsayı sağlıklı bir kurum haline getirmek için düşünülen tedbirlerin arasında, onu kokuşmuş Galata çevresinden uzaklaştırmak da yer alıyordu. Nitekim 1 Nisan 1926'da borsa Bahçekapı'daki Dördüncü Vakıf Han'a nakledilmiştir.”²¹⁸ Acenteler de bu binaya yerleşmiş, bankalar da aynı handa birer kambiyo bürosu açmışlardır. 1985'te İMKB'nin kuruluşuna kadar kısa Ankara macerası (1938-1941) dışında Borsanın ikametgâhı burası olacaktır.”²¹⁹

Hükümetin atadığı komiserlerin borsada yaptığı diğer değişiklikler arasında eskiden beri ihmal edilmiş olan –çok gerekli olduğu halde- teminat akçesi yönteminin tekrar uygulamaya konması, müşterilerle satıcıların karşılıklı haklarını güvence altına alan düzenlemelere gidilmesi ve İstanbul'da bulunan bütün anonim

²¹⁷ Kazgan, *İstanbul Borsası*, s.110-111.

²¹⁸ Fertekligil, a.g.e, s.147.

²¹⁹ Aynı yer. “*Borsanın eskiden beri ikamet ettiği Komisyon Hanı 1913'te yıkılmış, 1914'te kapanana kadar borsa Mehmet Ali Paşa Hanı'nda faaliyet göstermiştir. I. Dünya Savaşı'ndan sonra Mertebani Sokağı'nda bir binada ikamet eden borsa, 1921'in Ocak ayında tekrar yeniden yapılan Komisyon Hanı'na taşınmıştır.*”, Borsa Rehberi (1928), s.18-19.

şirketlerin hisse senetleri ile tahvillerinin borsanın resmi kayıtlarına sokulması sayılabilir.²²⁰

Bunun dışında 1926'da menkul kıymetler alım satımı ile para ve kambiyo işleri birbirinden ayrılmış ve borsa Maliye Bakanlığı'nın bir dairesi haline gelmiştir. 1927'de de acenteler kendi ad ve hesaplarına işlem yapmaktan uzaklaştırılmıştır.²²¹

Borsanın Cumhuriyet'ten önceki ve 1926'daki kadro yapılarının karşılaştırılması da, yeni yönetimin ciddiyeti açısından fikir vermektedir: Borsa personeli daha önce bir komiser, bir başkâtip, iki kâtip, iki fiyat memuru ve bir kapı görevlisinden ibaretken; 1926 yılında hisse senedi, tahvil, kambiyo ve nukutta ayrı ayrı uzmanlaşmış memurların yanı sıra istatistik memuru, denetçi, çevirmen, kontrolör ve kâtipler görev yapmaktadır.²²²

Son olarak, geçiş döneminde Maliye Bakanlığı'ndan borsaya ya da borsadan bankalara gönderilen, özellikle döviz hareketlerini²²³ kontrol etmeye yönelik olarak kısa aralıklarla verilen talimatlar içinde 1925 yılından iki örnek vermek yerinde olacaktır:

5 Mayıs 1925: "Kambiyo işlemlerinde hükümetçe istenilen ve arzulanan sağlamlığın gerçekleştirilmesi amacıyla yönelik olmak üzere alınan kararların hükümlerine bazı bankalarca gereği gibi uyulmadığı ... anlaşılmaktadır. Defalarca bildirildiği üzere, sözü edilen kararlara aykırı hareketlere cesaret eden mali kurumlar hakkında Komiserlikçe şiddetli kovuşturma yapılmasının kesinlikle kararlaştırılmış bulunduğu bir kez daha belirtilerek aşağıdaki hususlar bir kez daha bilginize sunulur:

...

Kambiyo işlemlerinde aslolan gerçek ihtiyaca dayanan peşin işlemler olup vadeli işlemler yasaktır.

Borsanın kapalı olduğu sürelerde her ne biçim ve surette olursa olsun kambiyo işlemleri yapılmayacaktır..."²²⁴

1 Aralık 1925: "Döviz satın almak için bankalara başvuracak kişilerden –tekrar tekrar bildirildiği üzere- konişmento, fatura gibi kanıt belgesi aranacaktır.

²²⁰ Borsa Rehberi (1928), s.19-20.

²²¹ Ateş ve Soyak, a.g.m, s.97.

²²² Borsa Rehberi (1928), s.22-23, 112.

²²³ "Türk Lirası bu dönemde yılda ortalama %4 değer kaybederken, ihracat ve ithalatın mevsimlik durumuna göre yıl içinde %30'a varan oranlarda dalgalanabiliyordu.", Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.41-42.

²²⁴ Borsa Rehberi (1928), s.89-90.

Gerçek bir ihtiyaca dayanmayan hesapların yabancı paraya çevrilmesi işlemi yapılmayacaktır.

Bazı bankaların kendi aralarında aracısız döviz ve para alıp satmakta ve borsanın öğle ve akşam tatilleri sırasında da kambiyo ve para işlemleri yapmakta oldukları haber alınıyor. Borsa nizamları uyarınca banka ve bankerlerin kendi aralarında alım satım yapmaları yasak olup ... işlemleri yapılmaması bir kez daha bildirilir.”²²⁵

Özellikle bankaların borsa dışında kendi aralarında ve dış ticaret gereksinimleri dışında kâr amacıyla döviz işlemleri yapmalarının önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Talimatlar merkez bankasının bulunmadığı ülkede para hareketlerini kontrol edemeyen²²⁶ hükümetin karşı karşıya kaldığı en büyük sorunlardan birinin döviz sıkıntısı olduğunu bir kez daha göstermektedir.

3.1.3.Değerlendirme

Osmanlı İmparatorluğu'nun yıkılışından 1929 yılına kadar geçen süre, İstanbul Borsası ve ekonomi politikaları için bir geçiş dönemidir. Bu dönemde yabancı sermayeli şirketlerin millileştirilmesinin yanısıra esas olarak Cumhuriyet'in yapılandırılması üzerinde durulmuştur. Borsa, ancak 1929 yılında dış ticaret rejimi ve kambiyo politikalarının yeniden ele alınması sırasında gündeme gelebilmiştir.²²⁷

Sonuç olarak özel sektörün, özel mülkiyetin ve orta sınıfın çok sınırlı olduğu Cumhuriyetin ilk yıllarında sermaye piyasasının gelişmesini sağlayacak bir ortam bulunmamaktadır. Uluslararası koşullar ve İstanbul Borsası'nın olumsuz mirası, ayrıca döviz hareketlerini kontrol etmenin çok daha öncelikli olması gibi nedenlerle de bu dönemde sıra sermaye piyasalarına henüz gelmemiştir.

“Özel kesimin finansmanında bugün karşılaşılan sorunlar Cumhuriyet'in ilk günlerinde yoktu. Zira özel sanayi yok denecek durumda idi.”²²⁸ Yatırımlar kısmen

²²⁵ A.g.e, s.92-93.

²²⁶ Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.42.

²²⁷ Haydar Kazgan, “*Ekonomide Kuruluş, Borsada Uyku Dönemi: Dünya Krizi ve Ekonomide Yapılanma*”, s.233-240, **75 Yılda Paranın Serüveni**, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998, s.233.

²²⁸ 1927 sanayi sayımı sonuçları hem Cumhuriyetin devraldığı mirası ortaya koymakta, hem de devletin o dönemdeki yatırım tercihlerinin yerindeliğini göstermektedir: “Sayım kapsamındaki 65 bin işletmenin %44’ü tarım, %24’ü dokuma ve %22’si maden sanayi, makine yapımı ve onarımı grubundadır. 256.855 çalışanın %4’ü tarımdadır. İşletmelerin %72’sinde üç ve daha az kişi çalışmaktadır. 100 kişiden fazla çalışanı olan işletmelerin oranı %0,2, işletme başına çalışan sayısı 2,5 kişidir. İşletmelerin yalnızca %4,3’ü çevirici güç kullanmaktadır. Üretimin %65’i tarımdan, %18’i

aile şirketleri olarak öz sermayelerle, kısmen de banka iştirakleri ile gerçekleştiriliyordu. Kurulan özel şirketlerin özsermayeleri dışında başvuracakları banka kredileri çok sınırlı, sermaye piyasası ise yoktu.”²²⁹

Özel sektöre kredi sağlamak, özel kesimle ortaklıklar kurmak ve devlete ait olan sanayi kuruluşlarını geçici olarak işletmek ve zamanla bunları özel kesime devretmek amacıyla 1925’te kurulan Sanayi ve Maadin Bankası’ndan istenen verimin alınamamasının nedeni de özel sektörün sermaye yetersizliğidir. 1932’ye kadar faaliyet gösteren banka 16 özel sermayeli şirkete ortak olmuş, ancak bu girişimlerin özel sektör ortakları, çoğunlukla sermaye taahhütlerini yerine getiremedikleri için banka işlevlerini başaramamıştır.²³⁰

Bir de Lozan Antlaşması gereğince 1916 gümrük tarifelerinin değiştirilememesi²³¹, özel sektörün korunamamasına ve ödemeler dengesi açığının büyümesine yol açmıştır. Yetersiz altyapı, kıt sermaye ve teknik bilgi eksikliği de, özel sektörün başarılı olmasını engellemiştir.²³² Başlıca nedeni Çanakkale ve Sakarya Savaşları olmak üzere eğitilmiş işgücünün kaybı da 1920’li yıllarda sanayinin gelişmesini zorlaştıran etkenler arasındadır.²³³

Kuruluş yıllarının sermaye birikimi konusundaki gelişmeleri, daha çok kararlı bir ortam yaratma ve bunun gerektirdiği kurumsal düzenlemeleri sağlama biçimindedir. Nitekim hükümet para miktarını artırmamış²³⁴, bütçeyi denk tutmaya özen göstermiştir.²³⁵

dokumadan gelirken, şeker ihtiyacının %85’i dışarıdan karşılanmakta, dokuma ve giyim ithalatı toplam ithalatın %41’ini oluşturmaktadır.”, Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.46-47.

²²⁹ Ahmet Kılıçbay, **Türkiye Ekonomisi**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1984, s.75-76.

²³⁰ Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.45-46. “*Daha sonra 1932’de yerini Devlet Sanayi Ofisi ve Türkiye Sanayi Kredi Bankası’na bıraktı. Bunlar da başarısız olunca 1933’te bunların yerini Sümerbank aldı ve devletçi uygulamanın temel örgütü olarak çalıştı.*”, a.g.e, s.58.

²³¹ “*Lozan’ın en önemli tartışma konularından gümrük tarifeleriyle ilgili olarak, Türkiye 1 Eylül 1916 tarifesinin beş yıl süreyle yürürlükte kalmasını kabul etmek durumunda kalmıştır. Bunun sonucunda 1929’a kadar olan dönemde dışalım ve dışsatımda bazı olağanüstü durumlar dışında herhangi bir düzenlemeye gidilemeyecekti.*”, a.g.e, s.36.

²³² Çapraz, a.g.e, s.125.

²³³ Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.39. “*Kazgan, eğitim düzeyinin yetersizliğinin sermaye piyasasının gelişmesinin de önündeki önemli engellerden biri olduğunu vurgulamaktadır.*”, **İstanbul Borsası**, s.101.

²³⁴ “*Para miktarı 1923 ve 1925’te 161, 1927’de 153, 1929’da 159 milyon TL’dir.*”, Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.41.

²³⁵ A.g.e, s.40.

3.2.KORUMACI DÖNEM (1929-1960)

3.2.1.Korumacı Politikalara ve Kambiyo Kontrolüne Geçiş

“I. Dünya Savaşı’na kadar Osmanlı İmparatorluğu’nda herhangi bir kambiyo kontrolünden söz etmek imkânsızdır. 1914’te kurulan Kambiyo Komisyonu savaş sırasında döviz alım-satımını düzenlemek görevini yüklenmiş, ancak savaştan hemen sonra bu sınırlı kontrol de kaldırılmıştı. Bu serbesti 1929 yılına kadar devam etmiştir.”²³⁶

Cumhuriyet dönemi iktisat politikalarının tam anlamıyla hayata geçirilmeye başlandığı 1929, çeşitli zorluklarla aynı anda karşılaşılan bir yıldır. Bunlar arasında 1929’da yürürlüğe girecek yeni gümrük tarifesi²³⁷ önce stok amaçlı olarak ithalatın artması, böylece yükselen dış ticaret açığı ve Türk Lirasının değer kaybı; Osmanlı borçlarının 1929’da ödenecek ilk taksidi (15 milyon TL, ihracat gelirlerinin yaklaşık %10’u); 1929’da patlak veren dünya ekonomik krizi²³⁸ sayılabilir.²³⁹

Tablo 3.1: Dış ticaret verileri (1923-1932, cari fiyatlarla, milyon TL)

	İhracat	İthalat	Dış Ticaret Dengesi
1923	85	145	-60
1924	159	194	-35
1925	192	241	-49
1926	187	235	-48
1927	158	211	-53
1928	173	223	-50
1929	155	256	-101
1930	151	147	4
1931	127	126	1
1932	101	86	15

Kaynak: Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.49.

²³⁶ Alkin, a.g.e, s.519.

²³⁷ “Boratav’a göre gümrük oranları 1929 öncesinde %12,9 düzeyindeyken, yeni tarifeyle 1929’dan sonra %45,7’dir.”, Korkut Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi (1908-1985)**, Gerçek Yayınevi, İstanbul, 1988, s.31.

²³⁸ “Kriz, ABD’de sermaye piyasasına gösterilen büyük rağbet sonucunda anormal şişen hisse senedi fiyatlarının önce hafif çözülmesi ile başlamış, giderek panik satışlarla ivme kazanmış ve ABD dışına yayılarak küresel bir krize dönüşmüştür.”, Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.45.

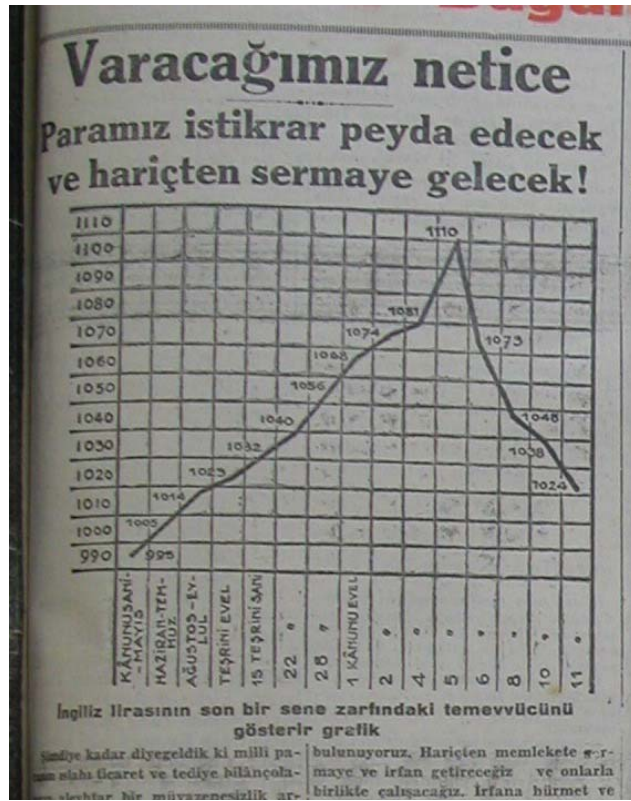
²³⁹ Fertekligil, a.g.e, s.139.

Dış ticaret dengesini gösteren tablo, hem ithalatın 1927'den sonra hızlanan yükselişini ve daha sonra alınan önlemlerle düşüşünü, hem de dünya ekonomik bunalımının ihracata²⁴⁰ olumsuz etkisini göstermektedir.

Dış ticaret açığındaki artış, dış ticaret rejiminin Eylül 1929'da değişeceğini bilen ithalatçıların stok yarışından kaynaklanmıştır. 1927-1928'deki kötü hava koşulları nedeniyle tarımsal üretimin azalması ve hızlanan demiryolu yapımı da döviz talebini artırmıştır.²⁴¹

Böylece İngiliz sterlini Türk Lirası karşısında hızla değer kazanarak Mayıs 1929'da 990 kuruştan Hükümetin ilk önlemleri aldığı 5 Aralık 1929'a²⁴² kadar 1.110 kuruşa çıkmıştır.

Tablo 3.2: İngiliz Sterlinin Döviz Kuru (Kasım 2008-Kasım 2009)



Kaynak: Cumhuriyet Gazetesi, 12 Kanunuevvel (Aralık) 1929, s.1.

²⁴⁰ "Hammadde ve gıda fiyatlarındaki düşüş, ihracatının %80'inden fazlası tarıma dayalı Türkiye ekonomisini derinden etkilemiştir." Çapraz, a.g.e, s.125-126.

²⁴¹ A.g.e, s.125-126.

²⁴² Cumhuriyet Gazetesi, 5-7 Kanunuevvel (Aralık) 1929 sayıları.

Bu koşullarda zaten düşünölmekte olan ve II. Dünya Savaşı öncesi dönemin hâkim iktisat politikası niteliğindeki dış ticaret ve kambiyo sınırlamaları gündeme gelmiş, aynı zamanda bir kambiyo borsası olan –hatta kambiyo yönü menkul kıymet yönüne baskın olan²⁴³- İstanbul Borsası’nda da²⁴⁴ yeni tedbirlere başvurma ihtiyacı ortaya çıkmıştır.²⁴⁵

1929’da bir yıl ara ile iki kanun kabul edilmiştir. Birincisi, 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu, ikincisi de 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanundur. Birbirini tamamlayan bu iki kanun ile Hükümet kambiyo kontrol rejimini yürürlüğe koymuştur.²⁴⁶

Paranın değeri konusunda çok duyarlı olan hükümet, gümrük tarifelerini yükselterek, dış ticareti ikili anlaşmalara bağlamış ve ithalatta miktar kısıtlamalarına gitmiştir.²⁴⁷

Türk parasını koruma kanununun iki yönü önemlidir: birincisi TL’nin yabancı paralar karşısındaki fiyatının hükümet tarafından saptanacak olması, ikincisi de dışalımın tümüyle hükümetin iznine bağlı olması.²⁴⁸ Yeni borsa kanunu ise bir sonraki başlığın konusudur.

3.2.2.Yeni Borsa Kanunu ve Diğer Politika Uygulamaları

16 Mayıs 1929’da TBMM Genel Kurulu’nda kabul edilen ve 30 Mayıs 1929’da Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile borsa²⁴⁹ şu şekilde tanımlanmıştır:²⁵⁰

“Menkul kıymetler ve kambiyo borsaları devlet, il ve belediyeler tarafından çıkarılan borçlanma esham²⁵¹ ve tahvilleriyle hazine

²⁴³ *Kıta Avrupası borsalarında Anglo-Sakson borsalarından farklı olarak genellikle hisse senedi ve tahvil işlemleriyle diğer işlemlerin birarada olduğuna daha önce değinilmişti (s.9, dipnot no.25).*

²⁴⁴ Fertekligil, a.g.e, s.153.

²⁴⁵ A.g.e, s.139.

²⁴⁶ Alkin, a.g.e, s.519.

²⁴⁷ Çapraz, a.g.e, s.127.

²⁴⁸ Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.42.

²⁴⁹ *İstanbul Borsası’nın ismi de bu kanunla İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası olarak değişmiştir. Borsa kuruluşundan 1906’ya kadar Dersaadet Tahvilat Borsası, 1906-1929 yılları arasında da Esham ve Tahvilat Borsası isimleri altında faaliyet gösteren İstanbul Borsası, yeni ismini 1985’te İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulana kadar korumuştur.*

²⁵⁰ Fertekligil, a.g.e, s.155.

²⁵¹ *Esham deyimi kamu kesimi için tahvil ile eşanlamlıdır, eskiden beri bir tür devlet tahvilini (bkz. s.23) ifade etmek için kullanılmıştır. Özel sektör için ise hisse senedi anlamına gelmektedir.*

bonolarının, Türk anonim şirketleri tarafından çıkarılan esham ve tahvillerin ve borsaya kabulüne Maliye Bakanlığı'nca izin verilen yabancı esham ve tahvilleri ile nukut ve kambiolarının²⁵² alınıp satıldığı yerlerdir.”

Tanör'e göre yeni yasa 'borsa' yerine borsalar' diyerek bir genişleme alanı sağlamaktadır, ancak buna karşılık ilk kambiyo sınırlamalarıyla yeni bir düzenin gelmekte olduğunun işaretlerini vermesiyle önemli bir hukuksal kilometre taşı niteliğindedir. Dikkat çeken yeni hükümleri arasında, belediyelere de sermaye piyasası aracı ihraç etme yetkisi tanınması, tüzelkişiliği bulunmayan ve sınırlı derecede özerk olan borsada üyeleri temsil eden meclise karşı idareyi temsil eden Borsa komiserinin yetkilerini artırması, özel bütçeye olanak sağlaması, vadeli ve primli işleri faaliyet kapsamı içine alması gibi esaslar sayılabilir.²⁵³

Kambiyo işlemlerine ilişkin maddeler de (md.29-34) önceki yıllarda borsaya verilen talimatların toplu ve kesin bir ifadesi niteliğindedir. Kanunun 29. maddesi dönemin koşullarında döviz işlemlerine bakışı özetlemektedir:

“Kambiyo ve nukut işlerinde spekülasyon yasaktır. Fertler ve kurumlar ihtiyaçları bulunmadıkça gerek doğrudan doğruya, gerekse dolaylı olarak kambiyo ve nukut alıp satamazlar. Bu ihtiyaçların nelerden ibaret olduğunu önceden bir liste ile Maliye Bakanlığı teyit eder.”²⁵⁴

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun da 25 Şubat 1930'da Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Bu kanunun ilk maddesi, neden tamamlayıcı olarak görüldüğünü ortaya koymaktadır:

“Kambiyo, nukut, esham ve tahvilat alım ve satımının ve ülkeden ihracının düzenlenmesi ve sınırlanması ve Türk parasının kıymetinin korunması amacıyla kararlar almaya Bakanlar Kurulu yetkilidir.”²⁵⁵

O dönemde döviz dengesini sağlama çabasının çok önemli bir diğer ayağı da Merkez Bankasının kurulmasıdır. Hatta bankanın kuruluşu bile beklenmeden, “Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'nun çıkarılmasının ardından Merkez Bankası'nın kurulmaması bulunmasının doğuracağı sakıncaları bir nebze olsun

²⁵² “Bugünkü kullanımda efektif (kâğıt yabancı para) ve döviz (kaydi yabancı para).”

²⁵³ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, I.Cilt, s.25-26.

²⁵⁴ Fertekliçil, a.g.e, s.172-173.

²⁵⁵ A.g.e, s.176.

azaltabilmek için ‘kambiyo alım ve satımını idare etmek ve spekülasyon yapılmasına meydan vermemek üzere, milli ve ecnebi bankaların iştirakiyle’ bir bankalar konsorsiyumu kurulmuş ve 24 Mart 1930’da çalışmaya başlamıştır.”²⁵⁶

Daha sonra 11 Haziran 1930’da 1715 sayılı Merkez Bankası Kanunu çıkarılmış, 3 Ekim 1931’de TCMB Ankara’da faaliyete geçmiştir.

1929’dan itibaren uygulamaya giren önlemleri toparlamak gerekirse; “korumacı önlemlerle himayeci dış ticaret politikası kapsamındaki başlıca yasal düzenlemeler şunlardır:

- 1929 gümrük tarifeleri,
- Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu,
- Merkez Bankası’nın kurulması,
- İhracatı denetlemeyi amaçlayan 1705 sayılı kanun,
- İthalatta miktar sınırlamaları getiren 1873 sayılı kanun.”²⁵⁷

Bu önlemlerin²⁵⁸ iki temel amacı kamu harcamalarını kamu gelirlerine uygun olarak dengelemek ve dış ticaretin fazla vermesini sağlamaktır.²⁵⁹

1930’ların başlarındaki politika yeniliklerinin borsaya etkisi genel olarak değerlendirildiğinde, menkul kıymet yönünün değil, kambiyo yönünün öne çıktığı görülmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi halkın tasarruf gücünün sınırlı, özel girişimlerin yetersiz olduğu bu dönemde bir ‘menkul kıymet’ borsasının gelişme şansı yoktur. Öyle ki, Ferteklil’ e göre;

²⁵⁶ İlhan Tekeli ve Selim İlkin, “TC Merkez Bankası’nın Kuruluşu”, s.195-200, **75 Yılda Paranın Serüveni**, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998, s.196-197.

²⁵⁷ Mustafa Sönmez, “Sermaye Birikiminin 75 Yıllık Gelişimi: Kilometre Taşları”, s.51-82, **75 Yılda Para’nın Serüveni**, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998, s.56.

²⁵⁸ “Bu dönemde alınan önlemler Türkiye’ye özgü değildir. Hemen bütün ülkelerde kısıtlayıcı tedbirler alınmıştır. Krizle birlikte sanayileşmiş ülkelerde hisse senedi fiyatlarında bir türlü önlenemeyen düşüşlerin birçok şirketi iflasa sürüklemesi ve borsalara olan güveni sarsması, kamu otoritelerinin, 1929’dan önce göklere çıkarılan borsa kurumlarıyla ilgili tavırlarında değişikliğe yol açmıştır. ABD (‘New Deal’) ve Avrupa’da müdahaleci politika eğilimleri güçlenmiş, II. Dünya Savaşı sonrasında da devletlerin büyük restorasyon işleriyle karşı karşıya kalmaları devletçi politikaların sürmesine yardımcı olmuştur. Bu ortamda ekonomik faaliyetlerde banka kredisi ve otofinsanman yolları özendirilerek, gözden düşmüş olan borsa kurumları daha ziyade tahvil alım satımıyla uğraşan kısır alım satım merkezleri haline gelmiştir.”, Yaşar Semiz, **1929-1938 Döneminde Milli İktisat ve Tasarruf Cemiyeti**, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Atatürk İlkeleri ve İnkılap Tarihi Anabilim Dalı Doktora Tezi, Konya, 1991, s.178.

“Devletlerin işleyişine 1929 ekonomik çöküşüne kadar önemli ölçüde müdahale etmedikleri üyelerin kontrolündeki borsalar, ancak bundan sonra kamu yararı gözetilerek düzenlenmeye başlamıştır.”, Dilbaz, a.g.e, s.137.

²⁵⁹ Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.70.

“...o dönemde eğer Osmanlı İmparatorluğu’ndan intikal ettiği için varlığı korunan bir borsa olmasaydı, dünya krizi arifesinde, Türkiye’de bir menkul kıymetler borsası kurulması hiç akla gelmeyebilirdi. Çünkü sermaye birikimi yoktu, özel sektör yoktu, şirketler yoktu, bir borsanın işlemesi ve gelişmesi için gerekli ve yeterli ‘serbest mübadele’ ortamı yoktu. Bu şartlar altında borsanın etkinlik kazanması mümkün değildi. Bu nedenlerle, Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası, menkul kıymet ticareti alanında kayda değer bir varlık gösterememiştir.²⁶⁰

Bu dönemde dağınık sermaye kaynaklarını toplulaştırabilmek için uzmanlaşma ilkesine dayalı, devlet desteğinde ulusal bankaların kurulması öncelikli politikadır.²⁶¹ Türkiye’de bankadışı finansal araçların Batı ülkelerindeki gibi gelişmiş olmaması nedeniyle bankalar mali sistemin omurgasını oluşturmakta ve ekonominin işleyişi, halkın tasarruflarının toplanması ve kullanım alanlarına dağıtılması açısından önemli rol oynamaktadır.²⁶² Bu nedenle kısaca dönemin bankacılık alanındaki gelişmelerine de değinmek yerinde olacaktır.

Osmanlı döneminde başlıca ulusal bankacılık girişimleri Mithat Paşa’nın²⁶³ önyak olduğu Emniyet Sandığı (1868) ve Ziraat Bankası’dır (1888).²⁶⁴ Cumhuriyet’ten önce piyasada faaliyet gösteren bankalar daha çok yabancı sermaye tarafından ya da yabancı iştirakiyle, özellikle Türkiye’de faaliyette bulunan yabancı şirketleri finanse etmek amacıyla kurulmuştur.²⁶⁵

Cumhuriyet döneminde de başlangıçta yabancı bankaların payı yüksek olmakla birlikte 1927’den sonra hızlı bir şekilde azalarak neredeyse tamamen ortadan kalkmıştır.²⁶⁶

Bu dönemdeki en önemli bankacılık girişimleri dönemin sanayi yatırımlarının başlıca fon kaynakları olan²⁶⁷ İş Bankası (1924), Sümerbank (1933) ve Etibank

²⁶⁰ Fertekligil, a.g.e, s.181.

²⁶¹ Kepenek ve Yentürk, s.42.

²⁶² İlker Parasız, “Türkiye’de Bankacılığın Tarihsel Gelişimi”, s.109-114, **75 Yılda Paranın Serüveni**, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998, s.109.

²⁶³ “Sarraflardan aldığı yüksek faizli kredilerin çiftçiye yoksullaştırdığını gören Mithat Paşa, devlete ait ekilmeyen boş toprakların köylülere imece usulü ekilmesi ve elde edilecek paranın bu sandıklarda biriktirilerek çiftçiye kredi sağlanmasıyla sorunun çözülebileceği fikrindeydi. Kredi kooperatifi fikri bu kadar eski olmasına rağmen üretim ve tüketim kooperatifçiliği, ancak 1908’den sonra ülke gündeminde kendine yer bulabilmiştir.”, Akyıldız, a.g.e, s.85.

²⁶⁴ Parasız, “Türkiye’de Bankacılığın Tarihsel Gelişimi”, s.109.

²⁶⁵ A.g.m, s.109.

²⁶⁶ “1927’de aktif toplamı içindeki payları %49 iken, 1938’de %18, 1949’da %6, 1960’ta %2’dir.”, Atuk, a.g.e, s.110.

²⁶⁷ Bulutoğlu, a.g.e, s.43.

(1935)'tir. 1950'de kurulan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, sermaye piyasasına özellikle 1960'lardaki katkısı nedeniyle bir sonraki bölümde incelenecektir. 1949'da kurulan Sosyal Sigortalar Kurumu ve 1953'te kurulan Amortisman Kredi Sandığı (1964'ten sonra Devlet Yatırım Bankası) da dönemin diğer mali kurumlarıdır.²⁶⁸

Sayılan mali kurumlar, sermaye kaynaklarının toplanarak devlet eliyle yatırımlara yönltilmesine aracılık etmiştir. 1930'lu yılların, sınırlı sermaye birikiminin devlet destekli bankalar tarafından toplanıp yine devlet yatırımlarına yönltilerek sanayileşmenin sağlanması olarak tanımlanabilecek politik tercihinin gerçekçi ve dönemin koşullarıyla uyumlu olduğu, sonuçlardan da bellidir:

“1929-1939 döneminde izlenen politikalarla yılda ortalama %6,8'lik bir büyüme sağlanmış²⁶⁹, sanayinin GSMH içindeki payı %11,4'ten %18,9'a çıkmıştır. Bu dönemde enflasyon oranı ise hemen hemen sıfırdır. 1938 yılı dışında her yıl dış ticaret fazlası verilmiştir.”²⁷⁰

Dönemin stratejisinin kararlı ve sağlıklı bir ekonomik ortam kurmaya odaklı üçlü bir denge politikasına dayandığı görülmektedir: sabit para arzı²⁷¹, denk bütçe ve dış ticaret dengesinin sağlanması.²⁷² Bu altyapının üzerinde uygulanan devletçilik politikası da, enflasyonsuz bir büyüme getirmiştir.

Halkın tasarruf eğilimini artırmak için de özel bir çaba gösterildiği görüyoruz. 18 Aralık 1929'da kurulan 'Milli İktisat ve Tasarruf Cemiyeti'ne kaydedilen ilk üye Mustafa Kemal Paşa'dır.²⁷³ Yunus Nadi de tasarrufun iki amacı olarak dış ödemeler dengesinin sağlanmasını ve içeride yavaş yavaş sermaye birikiminin başlamasını görmektedir.²⁷⁴

Kepenek ve Yentürk, az gelişmiş bir ekonomik yapı üzerinde yükselen ulus devletin ana dayanak noktaları olarak kurumlaşma, insana verilen önem ve üretimin ulusallığını göstermektedir. Buna göre sermaye birikimi süreçleri, işgücünün gelişimi,

²⁶⁸ Atuk, a.g.e, s.108-109.

²⁶⁹ “1933-1939 arasında %9'un üzerindedir.”, Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.66.

²⁷⁰ Kazgan, “Borsada Uyku Dönemi”, s.235.

²⁷¹ “1930'ların başında 160 milyon lira olan para arzı, 1938'de 219 milyondur. Bu, yılda %0,5 artış anlamına gelmektedir.”, Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.66.

²⁷² A.g.e, s.43.

²⁷³ Utkan Kocatürk, Atatürk ve Türkiye Cumhuriyeti Tarihi Kronolojisi 1918-1938, Türk Tarih Kurumu, Ankara, 2000, s.497.

²⁷⁴ Cumhuriyet Gazetesi, 17 ve 23 Kanunuevvel (Aralık) 1929 sayıları.

yasal düzenlemeler ve kurumların oluşturulması ulusal bir bütünlük içinde yürütülmeliydi.²⁷⁵

Nitekim Cumhuriyet modernleşmesini önceki dönemlerden ayıran bütünlükçü yaklaşım burada da kendini göstermektedir. Tutarlı bir politika bütünlüğü içinde ve bilimsel ilkelerden ayrılmadan²⁷⁶ modern bir sanayi devletinin kurumları oluşturmaya çalışılmış, tüm bu iktisadi çaba, ayrılmaz parçası olan toplumsal yeniliklerle birlikte sürdürülmüştür.

3.2.3.II. Dünya Savaşı Sonrası

Korumacı politikalar altında işlevi iyice sınırlandırılan İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası, 1 Nisan 1938'de çıkarılan bir kararname ile 3 yıl süreyle kapatılmış ve Ankara'da Kambiyo Esham ve Tahvilât Borsası açılmıştır; bir başka deyişle borsa Ankara'ya nakledilmiştir. Bunun başlıca nedeni, döviz fiyatlarında meydana gelen dalgalanma ve yükselmelerin yarattığı endişedir. Borsanın Ankara'da olması, İstanbul'da dövizler üzerinde yoğunlaşan spekülasyon baskıları dağıtma, öte yandan hükümete borsada olup bitenleri daha yakın bir gözetim altında bulundurma imkanı sağlıyordu. Olağanüstü koşulların ürünü olan bu önleme 1 Nisan 1941 tarihli bir kararnameyle son verilmiş ve borsa İstanbul'a geri dönmüştür.²⁷⁷

Ankara Borsası yeni bir canlılığı hedeflemek yerine daha çok döviz işlemleri üzerinde denetimi sağlamayı amaçlayan bir borsa niteliği taşıdığından, sermaye piyasası faaliyetlerinde yeni bir adım niteliğinde değildir.²⁷⁸ Bu borsanın isminde menkul kıymetlere yer verilmemesinin de bu durumu doğruladığı, borsanın yalnızca kambiyo işlemleri ve tahvillerin tesciliyle sınırlı bir işleve sahip bir kurum olarak algılandığı söylenebilir.

Ankara'ya taşınma ve İstanbul'a geri dönme, borsadaki banker ve sarrafların sayısını azaltırken²⁷⁹, 1950'de çıkarılan Gelir Vergisi Kanunu'nun getirdiği defter

²⁷⁵ A.g.e, s.37.

²⁷⁶ "Kepenek ve Yentürk bu dönemde atılan tüm adımların en ileri bilimsel ve teknolojik incelemelere dayandırılması çabasına dikkat çekmektedir.", a.g.e, s.38.

²⁷⁷ Fertekligil, a.g.e, s.181-182; Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.116.

²⁷⁸ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.46.

²⁷⁹ Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.116.

tutma zorunluluğu da işlem azlığı nedeniyle kazanç imkânları çok daralmış olan üyelerin bir kısmının daha borsayı terk etmesine neden olmuştur.²⁸⁰

II. Dünya Savaşı'nda tüm ekonomik faaliyetlerin büyük ölçüde sekteye uğradığı dünya genelinde de borsalar ya kapanmış, ya da faaliyet imkânı kalmadığı için bitkisel hayata girmiştir.²⁸¹

Savaş sonrası yıllar, Türk iktisat tarihinde yeni bir dönemin başlangıcıdır. 1946'dan itibaren özel sektöre daha fazla serbesti verilmesi gündeme gelirken, dış yardımlar da bir sermaye kaynağı olarak ortaya çıkmıştır.²⁸²

Koruma politikaları altında gelişen özel sermayenin öncelikleri, 1950'de iktidara gelen Demokrat Parti döneminde ön plana çıkmıştır. Bu dönemde "özel sektör işletmeleri arasında sermaye şirketlerinin oranının hızla yükselmiştir. Aynı dönem içinde özel sermaye grupları ucuz kredi sağlayabilmek için banka sahibi olma çabasına girişmiş, böylece özel bankaların sayısı da artmıştır."²⁸³

Artık yatırım yapabilir düzeye gelmeye başlayan özel sektörün finansman sıkıntısının da 1950'lerde belirginleştiği görülmektedir. 1930'larda çok zayıf olan ve yatırım yapacak gücü bulunmayan özel kesim, savaş sonrasında sürekli olarak finansman sıkıntısı yaşamıştır. "Özel sanayi girişimleri, aile şirketleri olarak kısmen öz sermayelerle, kısmen de devlet bankalarının iştirakleri şeklinde gerçekleşirken, kurulan şirketlerin özsermayeleri dışında başvurabilecekleri banka kredileri ise çok sınırlı kalmış, bankalar kredi imkânlarının büyük bölümünü kendi iştiraklerinin finansmanında kullanmışlardır.²⁸⁴ Bankacılık sisteminin ihtiyaçları karşılamakta yetersiz kalması, sermaye piyasasının oluşturulması gereğini adım adım ülke gündemine getirecektir.

Kredi bulmakta zorlanan yerli sermaye, uzun vadeli borç veren yatırım bankalarına gereksinim duyuyor, öte yanda bankalar da kısa vadeli borç vermeyi tercih ediyorlardı. Keyder'e göre imalatçıların olmadığı bir ülkenin bütün hayatını

²⁸⁰ A.g.e, s.119.

²⁸¹ Fertekligil, a.g.e, s.183-184.

²⁸² "1947 Kalkınma Planı'nda 1948-1952 döneminde yapılacak yatırımların %49'unun dış yardım ve kredilerden sağlanması öngörüliyordu.", Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.94.

²⁸³ Kazgan, "Borsada Uyku Dönemi", s.237.

²⁸⁴ Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.116.

oluşturan ithalat ve ihracat ticareti, kamu hizmetleri ve girişimlerine yönelmemiş bankaların bütün sermayesini meşgul etmektedir.²⁸⁵

Ateş ve Soyak da aynı fikirdedir: Banka sermayesi, sanayiye riskli kredi açmaktan sürekli kaçınmış, bunun yerine Osmanlı'dan devralınan iktisadi bağımlılık ilişkilerinin de yönlendirdiği bir şekilde, az riskli ve daha kârlı bir alan olan ithalat ve ihracat ticaretini kredilendirmeyi tercih etmiştir.²⁸⁶

Daha sonraları bankalar sanayiye sınırlı da olsa kredi verme yoluna gittikleri zamanlarda bile büyük yatırımları finanse edecek uzun vadeli krediler yaygınlık kazanamamış, uzun vadeli sınıai krediler çok sonraları özel ihtisas bankaları (TSKB) ya da uluslararası büyük finansman kuruluşları (Dünya Bankası) gibi kurumlar tarafından verilmeye başlanmıştır.²⁸⁷

1950'lerin başlarında DP milletvekili Emin Kalafat'ın bir beyanatu, sermaye piyasasının geliştirilmesinin henüz kurumsal ya da ciddi düzeyde olmasa da gündeme gelmeye başladığını göstermektedir.²⁸⁸

“Bundan bir hafta kadar evvel dört vekilimiz İstanbul'da bankacılarımızla görüşmüş ve süratle gelişen kalkınma gayretlerine geniş ölçüde fayda sağlayacağı muhakkak bulunan sermaye piyasası üzerinde durulmuştur. Vekillerimiz, bankacılığımızın bu sahada da büyük faydalar sağlayabileceğine işaret ederek enerji ve münakale işletmeleri gibi hem memlekete hem de hissedarlarına devamlı ve emin kazançlı yatırım mevzuları hakkında bilgi vermişlerdir. Bankacılarımız da, bu mevzularda teşekkül edecek şirketler tarafından çıkarılacak hisse senetlerinin, garp memleketlerinde yapıldığı gibi tasarruf sahibi vatandaşlara tanıtılması ve sürümünün temini hususunda lâzım gelen gayretlerin gösterileceğini ve hatta halkımızın bu hususta belirmeğe başlayan alakasının geliştirilmesi yolunda sarfedilecek emeğin bankalarımız tarafından bir vazife telakki edileceğini ifade etmişlerdir.”

Ticaret Bakanı Fethi Çelikbaş da 1954'te finansman sıkıntısının bir türlü aşılmasına dikkat çekmiştir: “Memleketimizde bilhassa sanayi erbabımızın sıkıntısını çok çektiği bir kredi davası vardır. Hakikaten bugün sanayi işletmeleri tahammül edebileceği kredi şartlarından mahrumdur. Bunun da tahakkuk etmesi için

²⁸⁵ Çağlar Keyder, “1923-1929 Dönemi Bankalar”, s.115-126, **75 Yılda Paranın Serüveni**, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998, s.125-126.

²⁸⁶ Ateş ve Soyak, a.g.m, s.31.

²⁸⁷ Kılıçbay, a.g.e, s.75-76.

²⁸⁸ Milliyet Gazetesi, 23.09.1953, s.7.

çalışmalarımız vardır. Bunu, memlekette para piyasası babında sermaye piyasası vücutte getirmek maksadı ile bir arada yürütmek maksadındayız.²⁸⁹

1958 tarihli bir yorum da sermaye piyasasının geliştirilmesinin gerekliliğine değinmektedir:

“Son günlerde bazı sanayi branşlarının para sıkıntısı çektikleri ve işletme kredisi temininde zorluklarla karşılaştıkları söylenmektedir. Sanayimizin yeter derecede ne tesis, ne de işletme kredisi bulamaması yeni bir hadise değildir... memleketimizde hakiki bir sermaye piyasası teşekkül etmeden, sanayicinin kredi taleplerini, sırf bankaların kısa vadeli mevduat kaynaklarından veya Merkez Bankası musluklarından karşılamak, memleket ekonomisine sanıldığı kadar büyük bir fayda sağlamayacaktır.”²⁹⁰

Nitekim 1959’da da işleyen bir sermaye piyasası oluşturmak amacıyla Maliye Bakanlığı tarafından yeni bir borsa kanun tasarısı hazırlanmıştır:

“Lahiya, faal bir sermaye piyasasının teşekkülü ve menkul kıymetler borsalarının teessüs ve işlemesi gayesini gütmektedir. Tasarı muayyen bir sermaye haddi üzerindeki şirketler tarafından ihraç olunacak menkul kıymetlerin borsaya kaydedilmesi mecburiyetini de vaz’etmektedir. Borsalara idari ve mali bakımlardan muhtariyet de verilecektir.

Lahiyanın ihtiva ettiği mühim hükümlerden biri de Maliye Vekâleti’nin müsaadesi ile kıymetli madenlerin borsada muamele görmelerine cevaz verilmesidir. Bu suretle bilhassa altın fiyatlarının muayyen bir zümrenin menfaatlerinin icabettirdiği şekilde temevvüc edemeyeceği, hakiki arz ve talebe göre teşekkül edeceği bildirilmektedir.”²⁹¹

1929-1960 döneminde borsaya ilişkin son önemli gelişme, 1958’deki döviz darboğazı nedeniyle Maliye Bakanlığı’nın döviz işlemlerinin Merkez Bankası tarafından yapılmasına karar vermesidir.²⁹² Böylece, yıllardır başlıca işlevi olarak kabul edilen kambiyo işlemleri borsanın elinden alınmıştır. Karar borsada şok etkisi yaratmış, ancak adında kambiyo sözcüğü daha uzun yıllar kalacak olsa da borsa bu

²⁸⁹ A.g.e, 07.03.1954, s.7.

²⁹⁰ A.g.e, 19.02.1958, s.2.

²⁹¹ A.g.e, 10.05.1959, s.1.

²⁹² “1953’ten başlayarak dış ödemeler dengesi açığının soruna dönüşmesi ve başta IMF olmak üzere dış yardım çevrelerinin baskısıyla Hükümet 4 Ağustos 1958’de aldığı kararlarla Cumhuriyet döneminin ikinci devalüasyonuna (ilki 1946) gitmiş, dolar döviz kuru 2,80 TL’den 9 TL’ye yükseltilmiştir.”, Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.124-125.

şekilde esas işlevine kavuşmuş, sadece menkul kıymetlere yönelik bir kurum halini almıştı.²⁹³

Fertekliğil de bu kararın uzun vadede olumlu etkisine değinmektedir:²⁹⁴

“...borsanın, asıl faaliyet alanı olan menkul kıymet ticaretinin düzenlenmesi konusunda uzmanlaşması ve derinleşmesi ve borsacıların tüm gayretlerini bu bölüm üzerinde yoğunlaştırmaları daha önemlidir. Ve anlaşıldığına göre, bu yol ayırımından sonra, resmi olsun, özel olsun, ilgili çevrelerde borsanın geleceği, nasıl canlandırılıp ekonomik kalkınmanın hizmetine konulacağı üzerinde daha fazla düşünölmeye ve konuşılmaya başlanmıştır.”

Nitekim yukarıda bahsedilen borsa kanunu tasarısı da bu gelişmeden sonra hazırlanmıştır. Ancak sermaye piyasalarının ciddi bir biçimde politika yapıcılarının gündemine girmesi, 1960 sonrasında planlı dönemindedir.

3.2.4. Değerlendirme

Cumhuriyet yönetimi ilk yıllarında, sermaye piyasası yerine ulusal bankaların kurulup geliştirilmesi politikası benimsemiş²⁹⁵, küçük tasarrufların yatırıma dönüştürölmesi bu şekilde sağlanmıştı. Zaten oluşmuş bir sermaye piyasası yoktur ve İstanbul Borsası derin bir uykudadır. Bir yandan devlet yatırımları sürdürölürken, özel sanayi girişimleri, aile şirketleri olarak kısmen öz sermayelerde, kısmen de devlet bankalarının iştirakleri şeklinde gerçekleştirilmiştir.²⁹⁶

Ölkenin kuruluş koşullarındaki çok sınırlı özkaynaklar dikkate alındığında, yatırımların finansmanının halka başvurmak suretiyle gerçekleştirilmesi, tasarrufların yok derecesindeki azlığı nedeniyle sözkonusu olamazdı. Bu nedenle girişimlerin büyük kısmı devlet tarafından gerçekleştirilmiş ve KİT’ler yerli sanayinin de omurgasını oluşturmuştur.²⁹⁷ Öte yandan halkın tasarruf eğiliminin artırılmasına çalışılmıştır.

1929-1960 döneminin II. Dünya Savaşı’na kadar olan kısmında devlet eliyle yatırımlara hız verilmiş ve ekonominin temel ihtiyaçlarının ölke içinde üretilmesine

²⁹³ Kazgan, “*Borsada Uykü Dönemi*”, s.237.

²⁹⁴ Fertekliğil, a.g.e, s.185.

²⁹⁵ Yasin, a.g.e, s.53.

²⁹⁶ Kazgan, “*Borsada Uykü Dönemi*”, s.235.

²⁹⁷ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.67.

ağırlık verilmiştir. Savaştan sonra 1950'li yıllarda ileride sermaye piyasasının bir ayağını oluşturacak özel sektörün gelişme kaydettiği, ancak bu kez de yine sermaye piyasasının gelişmesi için hayati önemdeki makroekonomik istikrarın bozulmaya başladığı görülmektedir.

Kuruluş yılları, endüstri toplumunun diğer kurumları gibi sermaye piyasası için de gerekli zeminin üretildiği yıllardır. Cumhuriyet belli bir gelir artışı sağladıktan ve kentli orta sınıf oluşmaya başladıktan sonra tasarrufların yatırımlara nasıl yönlendirileceği sorunu, 1960'lı yıllarda ekonomi gündeminin en öncelikli konularından biri haline gelecektir.

3.3.PLANLI DÖNEM (1960-1980)

1960 yılında planlı ekonominin benimsenmesinin ardından yatırımlar için finansman kaynağı arayışı yeni bir boyut kazanmış, halkın birikimlerini sanayi yatırımlarına yöneltmenin yolları aranmaya başlanmıştır.

Çalışmanın bu kısmı altı bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde devletin sermaye piyasası kurma girişimleri ve bu yönde hazırlanan raporların yanısıra çeşitli kesimlerin sermaye piyasasına bakışı incelenmiştir.

İkinci olarak, dönemin başında devletin çıkardığı zorunlu tasarruf araçları olan hürriyet istikrazı tahvilleri ve tasarruf bonoları incelenmiştir. İkincil piyasası da oluşan bu tahvil ve bonolar ülkede menkul kıymet ticaretini yeniden başlatması açısından önem taşımaktadır.

Sanayi şirketlerine ortak olarak finansman desteği sağlamak ve daha sonra hisseleri halka satmak amacıyla kurulan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) ayrı bir bölümde incelenmeyi hak etmektedir.

Dördüncü olarak, gelişmiş ülkelerde sermaye piyasasının başlıca fon kaynakları arasında yer alan sigorta kurumları incelenmiştir.

Değerlendirme bölümünden önceki son başlık, yasal düzenlemelerin yetersiz olduğu bir ortamda özel sektörde yaşanan gelişmelere ayrılmıştır. Sermaye piyasası yasasının çıkarılmaması, özel sektörü borsa dışında hisse senedi ve tahvil ihracına yöneltmiş, çeşitli çok ortaklı şirket girişimleri ortaya çıkmıştır.

3.3.1.Sermaye Piyasası Kurulması Girişimleri

3.3.1.1.Halkın Tasarruf Eğilimleri

Sermaye piyasasının ülke gündemine gelmesinde, hanehalkının gelir düzeyinin yükselmesi ve kentli orta sınıfın güçlenmesi ile yine aynı dönemde güçlenen ve belli bir sermaye birikimine ulaşan özel sektörün varlığı belirleyici olmuştur. Atuk sermaye piyasasına duyulan ihtiyacın zaman içinde nasıl arttığını ortaya koymaktadır.²⁹⁸

“Orta ve uzun vadeli fon talebi, teknolojik olanakların gelişmesi ve işletme ölçeğinin büyümesiyle yakından ilgilidir. Ülkemizde ticaret ve

²⁹⁸ Atuk, a.g.e, s.1.

sanayinin finansman açısından geçirdiği gelişme önce aile şirketleriyle başlamış, daha sonra kolektif, limited ve aile tipi anonim şirketlerle devam etmiştir. Bu arada bunların finansmanına yardımcı olacak bir banka sistemi de gelişmiştir. Ticari bankaların kredileri önceleri sadece kısa vadeli olmasına rağmen, gerektiğinde vadelerin ertelenmesiyle, bunlar da orta ve uzun süreli finansman aracı haline gelmişlerdir. Fakat bu tip finansmanın bir yandan çok sınırlı, diğer yandan çok pahalı ve riskli oluşu, finansman problemlerinin tam anlamıyla çözülememesine sebep olmuş ve gitgide sermaye piyasasının gelişmesini gerektiren sebeplerden bir tanesi, orta ve uzun vadeli fon talebi, ağırlığını daha yoğun olarak hissettirmeye başlamıştır.”

Böylece sermaye piyasasının iki ayağı olan fon talep eden şirketler ve fon arz eden tasarruf sahipleri güç kazanmaya başlamıştır. İşte bu iki en önemli ve asgari şart gerçekleşince, sıra bir sonraki aşamaya –piyasanın hukuki yapısının belirlenmesine, mevcut uygulamada gelişmeyi engelleyici hükümlerin ortadan kaldırılmasına, hukuki kolaylıklar, iktisadi ve mali özendirmelerin sağlanmasına gelmiştir.²⁹⁹

Hanehalkının tasarruf kabiliyeti artmakla birlikte, tasarrufların sanayiye yöneltilmemesi, bu dönemde öncelikle dikkat çekilen sorunlar arasındadır. “Tasarruflar yaygın olarak üç biçimde değerlendirilmektedir: nakit para, mevduat ve gayrimenkul.”³⁰⁰ Düşük faizli mevduatın da likidite saikiyle tutulduğunun çok olası olduğu düşünüldüğünde, kendi işletmesi olmayan bir bireyin önünde gelir getirici tek yatırım seçeneği olarak gayrimenkul yatırımı kalmaktadır.³⁰¹

Yenal’a göre halkın tasarruflarının sermaye piyasasına akması isteniyorsa, gayrimenkul yatırımı kazançlı olmaktan çıkarıcı yönde önlemler alınması; bu arada şehirleşmeden, nüfus artışından ve gelişmeden doğan toprak rantını devlete maletmek ve bu sahaya kayan spekülasyonu önlemek için devletin bir şehir arazisini millileştirme siyaseti de olması gerekmektedir.³⁰²

Üstünel de kredi faizlerinin yüksekliği ve gayrimenkul yatırımlarının çokluğuna dikkat çekmiştir.³⁰³

²⁹⁹ TCMB Aylık Bülten, 1974, 5-9, Ankara 1973’ten aktaran a.g.e, s.2.

³⁰⁰ Oktay Yenal, “Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi Meselesinin İktisadi Mahiyeti ve Önemi (İktisadi Araştırma)”, s.7-40, **Sermaye Piyasası Etüdü: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi için Gerekli Tedbirler**, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara, 1964, s.13.

³⁰¹ A.g.m, s.30.

³⁰² A.g.m, s.34.

³⁰³ Besim Üstünel, “Sermaye Piyasasını Geliştirmenin Temel Şartları”, Milliyet Gazetesi, 19.12.1964, s.2.

“Sermaye piyasasının gelişmesini engelleyen en önemli faktörlerden biri piyasa faiz hadlerinin yüksek oluşu, diğeri de halkın tasarruflarını kullanıştaki tercih ve alışkanlıkları olduğu derhal meydana çıkmaktadır. Yıllardan beri Türkiye’de fiili faiz hadleri, bankalar sistemi içinde dahi %14-18 civarında seyretmektedir. Halbuki, dünyanın hiçbir yerinde, uzun vadeli sınai yatırım yapmak isteyen ciddi bir iş adamı %18 faizle borçlanarak yatırım yapmak istemez.

...

Yapılan bazı araştırmalar, halkın tasarrufunun ortalama %70’inden fazlasını gayrimenkule çevirerek, %12 kadarını banka mevduatı olarak ve %15 kadarını da para olarak muhafaza etmek eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bu durumda, toplum açısından kısır, fakat fert açısından hala çok cazip görünen bir alanın –gayrimenkul-diğer alanlara nazaran üstünlüğünü ortadan kaldıracak önemli tedbirler alınmadıkça halkın parasını hisse senetlerine yatırmak suretiyle sermaye piyasasını beslemesi beklenmemelidir.”

Tasarruf eğilimleriyle ilgili bir başka konu da alışkanlıklar ve olası güvensizlik nedeniyle sermaye piyasası kurulsun bile hisse senetlerine talebin düşük kalabileceğidir. Bu nedenle “ilk aşamada hisse senetlerinden ziyade borç senetlerinin gelişmesi beklenmektedir. Kurumların yeterince gelişmediği ve hisse senedi kültürünün olmadığı ülkede, kredi araçlarını kullanmak çok daha emniyetli ve kolaydır. Bu nedenle kısa vadeli kredi faiz oranlarının düşmesi gerekmektedir.”³⁰⁴

“Hisse senetleri arz edilir edilmez bunların hemen alıcı bulabileceklerini ve alılabileceklerini yakın bir gelecekte hisse satın almaya alışabileceğini sanmak hatadır. Zihinlerdeki model Anglo-Sakson ülkelere ait bir imajdır ve Kıta Avrupası’nda dahi bunun gerçekleşmediği ve sanayinin daha ziyade yatırım banka ve müesseseleri tarafından finanse edildiği görülmektedir. Şu halde Türkiye’de mesele, bu kurumların geliştirilmesi olmalıdır.”³⁰⁵

Sonuçta halkın tasarruflarının etkin bir biçimde sanayiye yöneltilmesi için güvenin sağlanması, borç senetlerine ağırlık verilmesi, sermaye piyasası araçlarının en az gayrimenkul kadar cazip hale gelmesi ve uzmanlaşmış yatırım bankalarının gelişmesi gerektiği görülmektedir.

³⁰⁴ Yenal, a.g.m, s.26.

³⁰⁵ “Almanya, İsveç ve Japonya’da da sanayi kuruluşlarına doğrudan yatırım yapmakta isteksiz kalan halk, tasarruflarını sanayiye doğrudan doğruya kredi veren veya şirket ve devlet tahvilleri satın alan bankalara ve diğer mali müesseselere yatırmayı tercih etmiştir.” Yenal, a.g.m, s.28,31.

“Ülkemizde büyük bir tasarrufçu kitle için banka mevduatı dışında birikimlerini değerlendirme imkânı yoktur. Bu nedenle enflasyonun kuvvetli olduğu yıllarda birikimlerin reel değeri azalmaktadır. Bunun bilincine varan tasarruf sahipleri ya tüketimlerini artırmış, ya da gayrimenkule yatırım yapmaya başlamışlardır. Sınai sektör geniş çapta yatırım kredisi ihtiyacı içinde bulunurken, toplam olarak büyük bir fon kaynağı teşkil eden küçük tasarrufların dağılması ve irrasyonel biçimde kullanılmaları, sermaye piyasasının önemini ortaya koymaktadır.”³⁰⁶

3.3.1.2.Kalkınma Planlarında Sermaye Piyasası

30 Eylül 1960'ta Devlet Planlama Teşkilatı'nın (DPT) kurulmasıyla³⁰⁷ planlı ekonomiye geçilmiştir. İnönü Hükümeti'nin protokolünde sermaye piyasası aşağıdaki gibi yer almıştır:³⁰⁸

“İktisadi gelişmeyi tahrik ve teşvik eden genişleyici bir iktisadi politika güdülecek, fakat enflasyona gidilmeyecektir.³⁰⁹ Özel teşebbüsün yatırımlarının artırılması, hızlı ve muvazeneli kalkınmanın gerektirdiği sahalara yöneltilmesi devletçe teşvik edilmelidir. Ancak, bu teşvik, kabul ettiğimiz siyasi ve iktisadi düzenle bağdaşamayacak olan doğrudan doğruya müdahale usulleriyle değil, maliye ve kredi politikası, sermaye piyasasının teşekkülü, yol gösterme, teknik bilgi sağlama gibi usullerle yapılmalıdır.”

İnönü ayrıca bir açıklamasında, %25 tefecilik faizinin³¹⁰ alındığı memlekette para bolluğundan bahsedilemeyeceğini söyleyerek sermaye piyasası kurulmasına çalışıldığını söylemiştir.³¹¹

³⁰⁶ Atuk, a.g.e, s.124.

³⁰⁷ “Kalkınmanın hızlandırılması, uygulanan politikalar arasında uyum sağlanması, toplumsal ve kültürel dönüşümün uyumlu yönlendirilmesi ve ekonomiye rasyonel kamu müdahalesinin temini amacıyla plan fikri benimsenmiş, 1961 Anayasası ile iktisadi, sosyal ve kültürel kalkınmayı demokratik yollarla gerçekleştirmek için Kalkınma Planlarının hazırlanması hükmüne bağlanmıştır.”, <http://www.dpt.gov.tr/DPT.portal>, Devlet Planlama Teşkilatı, **Tarihçe, 1960 Sonrası Dönemde Planlama**, (7 Aralık 2009).

³⁰⁸ Milliyet Gazetesi, 25.06.1962, s.1,7.

³⁰⁹ “Gazetede bu ifade para basılmayacağı, fakat hareketsiz kalmış sermaye piyasasını canlandıracak bir kredi politikası düzenleneceği şeklinde yorumlanmıştır.”

³¹⁰ “Organize kredi piyasasında %12-15 olan faiz oranı bu piyasa dışında %30'lara varmaktadır. %12-15 faiz oranının dahi üretimde zaman ufkunu çok kısıltacağı açıktır.”, Yenel, a.g.m, s.24.

Konuyla ilgili ilk metin olan I. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda, halkın küçük tasarruflarının kalkınmanın finansmanına yöneltilerek değerlendirilmesi yer almış, sermaye piyasasının gerekliliği net bir biçimde vurgulanmıştır:

“Son senelerde müteşebbislerin çektikleri uzun süreli finansman sıkıntısı büyük ölçüde, küçük tasarrufları harekete getirecek bir sermaye piyasasının bulunmamasından ve müteşebbislerin ferdi teşebbüs alışkanlıklarından doğmuştur... Uzun süreli yatırım kredisinin yeter derecede bulunmaması müteşebbisleri sabit sermaye yatırımlarını kısa süreli kredilerle karşılamak yoluna itmiştir. Bu da, uzun süreli ihtiyaçlar, yüksek faizli ve kısa süreli kredilerle sağlandığı için kısa ömürlü ve ekonomik bakımdan zayıf birçok işletmelerin doğmasına sebep olmuştur.”³¹²

Planda şirket sahipleri ve yatırımcıların neden sermaye piyasasına girmekten çekindiğine de yer verilmiştir:

“Müteşebbisler şirketlerine aile dışı sermayedarları almaktan, kontrol imkânlarının azalacağı düşüncesi ile çekinmektedirler, öte yandan ellerinde küçük miktarlarda likit sermaye bulduran serbest meslek sahipleri gayrimenkul sahipleri ve memurlar, kanunlarımız şirketlerde azınlıkta kalanların haklarını gereği kadar korumadığından, bu şirketlere katılmak istememektedirler.”³¹³

Planın ‘Hedefler’ bölümünde de sermaye piyasaları aşağıdaki gibi yer almıştır:³¹⁴

“...kredi müesseseleri ve kredi mekanizmasının geliştirilmesine önem verilecek, kredi müessese ve mekanizması, tasarrufları teşvik edecek şekilde donatılacaktır. Para ve sermaye piyasası ihtiyaçlarını tatminkâr bir şekilde karşılayacak gerekli organizasyonun kurulması sağlanacaktır.”

“Sermaye piyasasında çalışacak müesseselerin, kâra iştirakli tahvil ihracı, kâr garantisi verilmesi gibi yollarla tasarrufların sermaye piyasasına akmasını sağlayacak tedbirler üzerinde durmaları teşvik olunacaktır.”³¹⁵

³¹¹ Milliyet Gazetesi, 23.05.1962, s.1.

³¹² Devlet Planlama Teşkilatı, **Kalkınma Planı (Birinci Beş Yıl) 1963-1967**, www.dpt.gov.tr, (2 Aralık 2009), s.78.

³¹³ A.g.e, s.77-78.

³¹⁴ A.g.e, s.113.

³¹⁵ A.g.e, s.482.

“Tasarrufları yatırımlara yönelten en önemli müesseselerden biri de sermaye piyasasıdır. Türkiye’de yatırım yapabilecek ileri görüşlü müteşebbislerin küçük tasarrufları toplanmış bir halde kullanabilmelerini sağlayacak bir sermaye piyasasının en kısa zamanda kurulması elzemdir. Gerek böyle bir piyasanın kurulması, gerekse özel sektörün daha rasyonel çalışması ve gelişmesi için sermaye şirketleri teşvik edilecek, Ticaret Kanunu ile vergi mevzuatı bu piyasanın çalışabilir bir şekilde kurulması ve yayılabilmesini sağlamak üzere gözden geçirilip düzenlenecektir.³¹⁶

Bakanlar Kurulu tarafından 29 Haziran 1961’de kabul edilen Yüksek Planlama Kurulu kararında da,

“...Özel sektörde hâsıl olan tasarrufun artması ve bunun en verimli sahalara gitmesi, iyi işleyen bir sermaye piyasasının varlığına bağlıdır. Hâlbuki memleketimizde bu bakımdan tam bir boşluk vardır. Kamu fonlarının dışında sermaye, sahibine sıkı sıkıya bağlıdır. Bu yüzden de ufak sermayelerin birleşmesi mümkün olamamaktadır. Banka sistemini sosyal sigortalar ve esham - tahvilât borsaları gibi kurumları, ellerindeki fonların kullanılması bakımından bir sermaye piyasası meydana getirecek şekilde yeniden teşkilâtlandırmak şarttır.”

ifadesi yer almaktadır.

İkinci Beş Yıllık Plan’da da (1968-72)³¹⁷ henüz kurulamamış olan sermaye piyasası temel politika öncelikleri arasında yer almıştır:

“Özel sektörden beklenen yatırımların gerçekleştirilmesi için gönüllü tasarrufların büyük ölçüde artırılması ve teşvik edilen yatırım alanlarına yöneltmesi zorunludur. Gönüllü tasarrufların ve özellikle küçük tasarrufların artırılmasında; bunların etkin bir şekilde dağılmasında ve kullanılmasında ’kurulacak sermaye piyasasının önemli rolü olacaktır.

...sermaye piyasasının gelişmesi için bir yandan tasarrufları teşvik edecek mali ve hukuki tedbirler alınırken, öte yandan piyasanın talep yönünde yer alan teşebbüslerin istenen şekilde düzenlenmesi, fon talebiyle piyasaya başvururken Devletin dahi belli prensiplere uyması, piyasanın etkili bir denetime tabi tutulması ve tasarruf sahiplerinin tercihine uygun menkul kıymet ihraçlarının sağlanması yanında; halkı bu mekanizmaya alıştıracak örnekler verilmesi sağlanacaktır. Söz konusu

³¹⁶ A.g.e, s.493.

³¹⁷ Devlet Planlama Teşkilatı, **Kalkınma Planı (İkinci Beş Yıl - 1968-1972)**, <http://ekutup.105dpt.gov.tr/plan2.pdf> (9 Kasım 2009).

örneklerin başarılı olmaları ölçüsünde, halkın menkul kıymetleri alıp satma alışkanlığı ve emniyet duygusu artacaktır.

...

Birinci Beş Yıllık Plan dönemi içinde sermaye piyasasının düzenlenmesi ve teşvikine ilişkin çalışmalar sonucu hazırlanan ve genellikle-halka açık anonim ortaklıklarının kurulmasının teşviki konusuna ağırlık veren tasarının kanunlaşması sağlanacaktır.”

Sermaye piyasası Üçüncü Beş Yıllık Plan’ın (1973-1977) hedefleri arasında daha genel olarak yerini almış, ancak ‘kanunlaşması sağlanacaktır” ifadesi yerini “...bir sistem kurulacaktır”a bırakmıştır:

“Türkiye’de yüksek büyüme hızını gerçekleştirecek çapta yatırımı beslemeye yeterli iç tasarruf düzeyine ulaşmamıştır... Tasarruf birikimini engelleyen nedenlerden biri örgütlenmiş bir sermaye piyasasının kurulmamasıdır... Sermaye piyasası geliştirilerek gönüllü tasarrufların artırılmasına ve küçük tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasına imkan verecek düzenleyici bir sistem kurulacaktır.”³¹⁸

Üçüncü kalkınma planında dikkati çeken diğer bir hedef, “özel kesime ait kuruluşlarca ihraç edilen hisse senetlerinin yurtdışındaki Türk vatandaşlarına yabancı para karşılığında satışına ait ayrıcalıkların tespiti ve teşvik düzeninin kurulmasının sağlanmasıdır.”³¹⁹

Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı’nda (1979-1983) ise artık ülkede düzenleme dışı bir biçimde gelişen sermaye piyasasının fiili varlığı kabul edilmiştir ve sermaye piyasası kurma hedefi keskinliğini yitirmiş görünmektedir:

“Planlı dönem boyunca emredici planların ve buradan kaynaklanan politikaların 15 yıl öncesine göre gerçekleşebilme olanaklarında önemli değişiklikler olmuştur. IV. Plan döneminin başlangıcında ülkenin kıt kaynaklarını gelişme hedefleri doğrultusunda tahsis işlevimi etkinlikle sürdürebilmek için, öncelikle para - sermaye piyasasını yönlendirecek bir temel politika oluşturma aşamasına varılmıştır.

“Özel kesimde kurumsal tasarrufların artırılmasını sağlamak üzere sermaye piyasası geliştirilecek; gönüllü tasarrufların arttırılmasını ve taşınır değerlere

³¹⁸ Devlet Planlama Teşkilatı, **Kalkınma Planı (Üçüncü Beş Yıl - 1973-1977)**, <http://ekutup.105dpt.gov.tr/plan3.pdf> ‘ten aktaran Yasin, a.g.e, s.57-58.

³¹⁹ Devlet Planlama Teşkilatı, **Kalkınma Planı (Üçüncü Beş Yıl - 1973-1977)**, <http://ekutup.105dpt.gov.tr/plan3.pdf> , s.883.

yatırılmasını özendirmek için, küçük tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarlarını koruyan düzenlemelere gidilecektir.”³²⁰

“Özel kişisel tasarrufların, öncelikli alanlarda girişimde bulunacak çok ortaklı şirketlere ve kooperatiflere yöneltilmesine özen gösterilmesi, fonları mali aracı kurumlara yöneltici önlemlerin desteklenmesi”³²¹ gibi hedeflerin de yer aldığı Dördüncü Plan açısından ilginç olan, 1980’deki yapısal değişimle birlikte düzenli sermaye piyasasının bu planın kapsadığı dönem içerisinde kurulmasıdır.

3.3.1.3.Sermaye Piyasasının Yasal Çerçevesinin Kurulması Çalışmaları

Türkiye’de sermaye piyasasının kurulmasını engelleyen iktisadi, hukuki ve mali engelleri belirlemek, gidermek ve piyasanın bir an önce gelişmesini sağlamak için gerekli önlemleri tespit etmek amacıyla DPT, Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası tarafından ortak bir araştırma yapılması kararlaştırılmış, bu araştırmanın planlanması ve yürütülmesi görevi Türkiye Sınai Kalkınma Bankası’na verilmiştir.³²²

TSKB tarafından hazırlatılan sermaye piyasası etüdü 1964’te Odalar Birliği tarafından yayımlandıktan³²³ sonra bir çalışma grubu kurularak özel bir kanun taslağı hazırlanmasına karar verilmiştir. Çalışma grubu DPT, Odalar Birliği, Merkez Bankası, Bankalar Birliği, Adalet Bakanlığı ve Ticaret Bakanlığı temsilcilerinden oluşmuş³²⁴ ve etüde ilişkin değerlendirmesini bir rapor halinde yayımlanmıştır.³²⁵

Söz konusu tasarı taslağı Maliye Bakanlığı tarafından ele alınarak ve bazı değişiklikler yapılmak suretiyle bir tasarı haline getirilmiş ve Başbakanlıkça 1967 yılında TBMM’ye sunulmuştur. Geçici komisyona havale edilen tasarı iki yıla yakın bir süre çalışma konusu olmuş ve komisyon ancak 1969’da tasarıyı Meclis

³²⁰ Devlet Planlama Teşkilatı, **Kalkınma Planı (Dördüncü Beş Yıl - 1979-1983)**, <http://ekutup.105dpt.gov.tr/plan4.pdf>, s.270, 279.

³²¹ Yasin, a.g.e, s.57-58.

³²² Yenal a.g.m, s.1.

³²³ Yenal, a.g.e, Poroy ve Erem, a.g.e. ile Özcan Eroğuz, “*Türk Vergi Sistemi ve Sermaye Piyasası (Vergi Bakımından Araştırma)*”nın yer aldığı çalışma.

³²⁴ Alkin, a.g.e, s.528-529.

³²⁵ Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, **Sermaye Piyasası Çalışma Grubu İktisadi ve Mali Raporları**, Ankara, 1964.

Başkanlığı'na tevdi etmiştir. Bu arada Meclisin devresi sona erdiğinden tasarı hükümden düşmüştür.

1969'da yeni bir taslak hazırlanmış, DPT tarafından Maliye Bakanlığı'na gönderildiği halde, bakanlık taslakta sadece birkaç noktayı eski tasarıya alarak metni yeniden Başbakanlık kanalı ile TBMM'ye sevk etmiştir. Yine uzun bir çalışma devresinin ardından 1972'de Genel Kurul'a sevk edilen tasarı, 1973'te yasama devresinin sona ermesi yüzünden hükümden düşmüştür.³²⁶

1960'larda borsaya ilişkin düzenlemelerin de yenilenmek istendiği, ancak sonuç vermediği anlaşılmaktadır. Dönemin Borsa Başkanı Selimoğlu, 'Meclis yaz tatiline girmeden önce çıkması beklenen Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu' dolayısıyla yaptığı açıklamada, "Türkiye'de bir sermaye piyasasının kurulmasıyla, halk ve sermaye sahipleri tasarruflarını taş ve toprağa yatırmaktan kurtulacaktır."³²⁷ demiştir.

Ancak bu dönemde ne sermaye piyasası kanunu, ne de yeni borsa kanunu çıkarılabildiği. Tanör'e göre bir ekonomik yapının gücünün onun "hukuksal çerçevesinin niteliği"ne bağlı bulunduğu kuşkusuzdur. Hukuksal düzenlemelerin başarılı olup olmadıklarını ise en başta, "yaşamdaki gerçek" karşısındaki konumlarına, bu gerçeğe sağladıkları uyuma bağlı olarak değerlendirmek gerekmektedir. Özellikle ekonomi alanına hele hele daha genç ve daha özel yaklaşım gerektiren finansal piyasalara ilişkin olarak gerçekleştirilen hukuksal düzenlemelerin, uygulamanın gerisine düşmemesi, tersine, onu geliştirici özelliklere sahip nitelikte olması, bu açıdan büyük önem taşımaktadır. Ancak kendi finans piyasamız geçmişten günümüze gelen süreç içinde, eksik hukuksal düzenlemeler, yanlış ve yetersiz uygulamalarla çevrelenmiştir.³²⁸

Sermaye Piyasası Çalışma Grubu'nun Adalet Bakanlığı temsilcisi ise tam aksi görüştedir:

"Adalet Bakanlığı Temsilcisi ... sermaye piyasasının gelişmesinin iktisadi bir konu olduğunu, bunda hukuki tedbirlerin bir rolü olacağına henüz ispatı yapılamadığını ve bu husus ispatlanmadan mevcut hukuk

³²⁶ Aynı yer. Alkin, a.g.e, s.528-529.

³²⁷ Milliyet Gazetesi, 22.06.1963, s.2.

³²⁸ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, I.Cilt, s.24.

düzeninde bir değişiklik yapılmaması gerektiğini, daha önce yazılı olarak vermiş olduğu görüşünü tekrarladı.”³²⁹

Sermaye Piyasası kanun tasarısı komisyonlarında görev alan Hukukçu Tekinalp, neden bir kanun gerektiğini şöyle açıklamıştır:

“Sermaye piyasasının gerekliliğini iki maddeyle açıklamaktadır: sermaye birikimini sağlamak ve toplumsal bir piyasa kurabilmek. Toplumsal piyasa; üretici ve tüketicinin eşit şartlarla karşılaştığı ve korunduğu; genel ekonomik düzene tekellerin önlendiği; işverene uygun koşulların sağlandığı ve emeğin karşılığını sosyal adalete uygun bir gelir dağılımına yakışır şekilde aldığı; işletme yönetimine ve kârlarına katıldığı ve nihayet küçük pay sahiplerinin en iyi şekilde aydınlatılıp özenle korunduğu bir piyasadır. İşte halka açık anonim ortaklıklar böyle bir piyasa içinde yer alırlarsa yararlı olurlar. Sermaye birikimi ancak bu şekilde sağlanabilir. Bu piyasanın asgari şartı ise; yeni tip ortaklığı kendisine konu alan ve çeşitli denetleme ve koruma hükümlerini getiren bir kanundur.”³³⁰

Tekinalp, bir türlü sonuca ulaşmayan hikâyenin günümüze de pek yabancı olmayan sonunu getirmektedir.³³¹

“Bilen bilmeyen herkesin hakkında konuştuğu, her menfaat grubunun bir tarafını didiklediği, yabancılar hazırlamadığı için yeterliliği şüphe ile karşılanan; ilgili makamların kendisine sahip çıkmadığı; Maliye Bakanlığı'nın yeni vergi olanaklarını araştırma ve yaratmada kendisinden yararlandığı bir, şimdi nerede olduğu bilinmeyen, Tasarıyı ortaya attık “daha mükemmeli” temennisi ile bağlanan küçük, meseleye etkili olmayan eleştiriler ve tereddütlerle kanunlaşmasına engel olmaya çalıştık ve başardık.”

İpekçi yasanın bir türlü çıkmamasını sert biçimde eleştirenler arasındadır.³³²

“...Türkiye’de böyle bir sistemi teşvik edecek tedbirler şimdiye kadar alınmamıştır. Küçük tasarruflar ya hiçbir işe yaramadan saklanmakta (mesela altına çevrilmekte), ya da bankalara aslında büyük sermayedarların yararına yatırılmaktadır. Oysa gelişmiş ülkeler gibi gelişen ülkeler de (İsrail gibi) küçük tasarruf sahiplerini büyük anonim şirketlerin hisse senetlerini almaya teşvik edecek tedbirlere başvurmuşlar

³²⁹ Sermaye Piyasası Çalışma Grubu İktisadi ve Mali Raporları, s.IX-X.

³³⁰ Ünal Tekinalp, “*Sermaye Piyasası için Kanun Gecikmemelidir*”, Milliyet Gazetesi, 09.01.1970, s.2

³³¹ Aynı yer.

³³² Abdi İpekçi, “*Halk Kapitalizmi ve Türkiye*”, Milliyet Gazetesi, 19.04.1967, s.1.

ve çok olumlu sonuçlara varmışlardır. Bu durum hem şirket kârlarının sadece belirli ellerde toplanmasını önleyip önemli kısmının halka intikalini sağlamakta, hem de daha fazla hisse senedi edinebilmek amacıyla halk arasında tasarruf eğilimini artırmaktadır.

Böyle bir gelişmeyi gerçekleştirecek belli başlı tedbir, sağlam esaslara dayanan bir sermaye piyasası yaratmaktır. Bunun için bir yandan büyük teşebbüslerin hisse senetlerini halka satışa çıkarmak yolunun açılması, bir yandan da küçük tasarruf sahiplerinin güvenliğini sağlayıp sermaye piyasasının kötü amaçlara kullanılmasını önleyecek tedbirlerin alınması gerekir. Bu mesele üzerinde Türkiye’de son yıllarda durulmaya başlanmış, hatta kanun tasarıları da hazırlanmıştır. Ne var ki işbaşına gelen hükümetler, herhalde işin önemini kavrayamadıklarından tasarılar, kaldırıldıkları raflarda beklemektedirler.

Görülüyor ki şimdiye kadar işbaşına gelen hükümetler yararları ispatlanmış ve bizzat Türkiye’de de kendi çabaları ile ortaya çıkan bazı teşebbüslerle doğrulanmış bir sistemi gerçekleştirmek üzere hiçbir şey yapmamışlardır. Bununla da kalınmamış, kanuni tedbirleri beklemeden harekete geçenlere dahi yardımcı olunmamıştır.

Bugünkü iktidar sosyal huzursuzlukların giderilmesinde ve memleket ekonomisinin gelişmesinde küçük tasarrufların değerlendirilmesinin yararına inanıyorsa, tıkanıklıkları bir an önce kaldırıp, teşvik tedbirlerini derhal almalıdır.”

3.3.1.4.Tarafların Sermaye Piyasasına Bakışı

Konuyla ilgili görüşlere o güne kadarki en kapsamlı çalışma olan Sermaye Piyasası Etüdü ile başlamak yerinde olacaktır. Üç bölümden oluşan Etüt, analiz ve önerilerini iktisat, hukuk ve vergi başlıkları altında toplamıştır.

İlk olarak sermaye piyasasının geliştirilmesinin, biriken fonların nasıl kullanılacağı hakkındaki kararların politik ve idari kararlar olmaktan çıkarılıp bir sisteme bağlanmasıyla ilgili olduğuna dikkat çekilmiştir.³³³ Buna göre Türkiye’de sermaye piyasasının kurulmasının iktisadi gelişme açısından asıl önemi, tasarruf ve yatırım kararları ile ilgili sektör ve müesseseler arasında işbölümü ve ihtisaslaşmayı geliştirerek kaynakların daha rasyonel dağılımını sağlamak noktasındadır.³³⁴

“Ekonomide verimlilik esas ise sermayenin fiyatına göre işlem görmesi şarttır. Karma bir ekonominin oyun kuralları, sermayenin verim

³³³ Yenal, a.g.m, s.8.

³³⁴ Aynı yer.

ve fiyatına göre dağılmasını gerektirir. Toplumda sermaye fonları, bu fonları biriktirenler tarafından değil, bu fonlara en yüksek değeri verenler tarafından kullanılmalıdır. Buna göre özel tasarrufları devlet satın alabileceği gibi, özel sektör de devletin fonlarını kullanabilmelidir.”³³⁵

Kazgan, ana akım iktisat görüşünün yansıması olan bu görüşe en kârlı işlerin her zaman ulusal refaha en çok katkısı olan işler olmadığına dikkat çekerek temkinli yaklaşmakta, yeni yatırım kaynakları yaratılamazsa sermaye piyasasının ancak yatırım mallarının fiyatlarının pahalalanmasına yol açacağını dile getirmektedir.³³⁶

Etütte sunulan iktisadi teklifler tam bir fiyat istikrarının sağlanması, kredi ve faiz sisteminin rasyonelleştirilmesi, hayat sigortacılığı ve emekli sandıklarının teşvik edilerek iktisadi gelişme gayesine göre çalışması, gerçek anlamda sermaye şirketlerinin teşvik edilmesi, uzun vadeli kredi ve yatırım müesseselerinin kurulması ve iktisat politikasındaki çelişmelerin giderilmesidir.³³⁷

Hukuksal alanda da Kıta Avrupası hukuk sistemine dahil olan Türk hukukunda sermaye piyasasının gelişmesini önleyici veya desteklemekte kısır nitelikte hükümler bulunduğu dikkat çekilerek³³⁸ anonim şirketlerin kuruluş ve sermaye artırımının basitleştirilmesi, kayıtlı sermaye sisteminin (o zaman kullanılan adıyla müsaade edilen ya da müseccel sermaye sistemi) kabul edilmesi ve şirketlerin esaslı denetiminin sağlanması önerilmiştir.³³⁹

Vergi alanında da gayrimenkul sermaye iradında ilk 5.000 TL'nin, faiz gelirlerinde ilk 200 TL'nin vergiden müstesna olduğu ve bunun her hesap için ayrı ayrı geçerli olduğuna dikkat çekilerek, sermaye piyasasının gelişmesi için kâr payındaki (temettü) vergi yükünün asgari eşit, hatta teşvik için daha az olması önerilmiştir.³⁴⁰

³³⁵ A.g.m, s.20-21.

³³⁶ Haydar Kazgan, “AP Neler Getiriyor?”, Milliyet Gazetesi, 16.11.1969, s.2.

³³⁷ “Bu çelişkilere örnek olarak bir yandan gayrimenkul inşaatı teşvik edilirken öte yandan tasarrufların sanayiye gitmesine çalışılması verilmiştir.”, Yenal, a.g.m, s.32.

³³⁸ Poroy ve Erem, a.g.m, s.41.

³³⁹ A.g.m, s.53-54.

³⁴⁰ Ozan Eroğuz, “Türk Vergi Sistemi ve Sermaye Piyasası (Vergi Bakımından Araştırma)”, s.209-224, **Sermaye Piyasası Etüdü: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi için Gerekli Tedbirler**, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara, 1964, s.223.

Etüdü değerlendirmek ve sermaye piyasası kurulması konusundaki çalışmaları derinleştirmek üzere Maliye, Ticaret ve Adalet Bakanlıkları, DPT, Merkez Bankası, Odalar Birliği ve Bankalar Birliği'nin katılımıyla bir çalışma grubu oluşturulmuştur.

Grubun görüşme özetleri incelendiğinde, DPT'nin diğer kurumların çalışmalara etkin bir biçimde katılmadıklarını belirttiği görülmektedir:

“DPT Temsilcisi ... bazı temsilcilerin mevcut araştırmalar tetkik edildikten sonra görüşlerini bildirmekle yetinerek kesin tasarıların hazırlanması için gerekli çalışmalara genellikle katılmadıklarını, ilgililerle temas sağlanmaya çalışılıp kendilerine bazı konular verildiğini, fakat bunlardan da zamanında yeterli sonuçlar alınamadığını, şimdi bu komisyonda gerçekte bir kişi kaldığını, bu şartlarda çalışmaların istenilen zamanda başarılı bir şekilde sonuçlandırılmayacağı görüşünde olduğunu bildirdi.”

Etütteki önerilerin önemli bir kısmına katılan Grubun nihai raporunda sermaye piyasasının gelişmesi için başlıca şartlar olarak; “iktisadi ve siyasi istikrar, para, kredi ve faiz oranları alanında sermaye piyasasının gelişmesini teşvik edici tedbirler alınması, sermaye arzının artırılması, bunun için başlıca milli gelirin yükselmesi, zorunlu sosyal tasarruf kurumlarının geliştirilmesi ve yenilerinin kurulması, halkın hisse senedi ve tahvil almasının temini” sayılmıştır.³⁴¹

“Bu da her şeyden önce sermaye piyasasında likidite ve emniyetin sağlanmasına bağlıdır. Türkiye’de halkın tasarruflarını tutma şeklinde bu eğilimler başlıca rol oynamaktadır. Öte yandan halkın bu konuda aydınlatılması ve eğitimi de gereklidir. Likidite ve emniyet, hisse senedi ve tahviller için düşünülebilecek etkin bir kefalet, geri alma garantisi ve kötüye kullanımı önleyecek bir kontrol sistemi ile sağlanabilir.”³⁴²

Aracı kurumların geliştirilmesi, bunun için bir taraftan mevcut yatırım ve kalkınma bankalarının kaynaklarının artırılması, yenilerinin tesisi, yatırım

³⁴¹ Sermaye Piyasası Çalışma Grubu İktisadi ve Mali Raporları, s.15.

³⁴² Aynı yer.

şirketlerinin kurulması, menkul kıymet borsalarının yeterli bir hale getirilmesi de raporda sayılan hususlar arasındadır.³⁴³

Yine, halkın menkul kıymetlere alıştırılması bakımından, kısa vadeli likiditesi yüksek Hazine bonolarının küçük kupürler halinde halka intikalinin sağlanması uygun görülmüş³⁴⁴, böylece likiditesi sağlam ve emniyetli menkul kıymetlere halkın alışması, halkın kısa vadeli küçük yatırımlara teşviki, Hazinesinin banka sistemi ve diğer ilgili kurumlara fon teminindeki müracaatının azalması, kısa vadeli kredi piyasasının kurulması, ayrıca mevsimlik sınai ticari faaliyetler dolayısıyla kısa vadeli olarak serbest bulunan fonların, altın iddiharı³⁴⁵ veya nakit olarak saklanması eğiliminin azaltılacağı dile getirilmiştir.³⁴⁶

İpekçi sermaye piyasalarının sosyal boyutuna değinmektedir:³⁴⁷

“Küçük tasarruf sahiplerini, ekonomiye yararlı katkılarda bulunabilecek yatırım şirketlerine yöneltmek gerekirse bunun için halka açık anonim şirketlerin kurulmasını ve sermaye piyasasının yaratılmasını sağlamak elzemdir. Bunun bir faydası da şu olacaktır: ekonomiye hâkim olan kuruluşlar birkaç ailenin elinde kalmayacak, geniş halk kitlelerine intikal edecektir. Böylelikle meydana gelecek halk kapitalizmi, sosyal adalete daha uygun düşecek, milli gelirin dağılımındaki nisbetsizlikleri yumuşatmak mümkün olacaktır.”

Altan özel sektörün devlete sırtını dayama çabasını eleştirmektedir.³⁴⁸

“Devlet dışı müesseseler, devlet himayesini aramadan iç ve dış pazarlarda kendilerini isbat etmeye alışmalıdırlar. Biz isteriz ki, artık özel sektör kendisi bir sermaye piyasası yaratsın. Kredi yoluyla sağladığı sermayeyi yine devlet bütçesi sayesinde kârlandırıp iş yapıyor gözükerek geçinmeye kalkmasın. İktisadi hercümercimizin bütün düğüm noktası burasıdır.”

Sermaye piyasasının kurulmasına daha mesafeli yaklaşan ve özellikle halka açık şirketlere ilişkin endişelerini dile getirenler de bulunmaktadır. Kazgan, Poroy ve Bisalman bunlara örnektir:

³⁴³ Aynı yer.

³⁴⁴ A.g.e, s.9-10.

³⁴⁵ “Biriktirme, toplayıp saklama.”, Devellioğlu, a.g.e, s.410.

³⁴⁶ Sermaye Piyasası Çalışma Grubu İktisadi ve Mali Raporları, s.27.

³⁴⁷ Milliyet Gazetesi, 18.09.1968, s.1.

³⁴⁸ Çetin Altan, “Bir Prensibe Varmalı Artık”, Milliyet Gazetesi, 07.06.1963, s.2.

Kazgan'a göre "halka açık anonim şirket demek, Türkiye'de halkın tasarruflarını değerlendirmek demek değildir. Zannediliyor ki, Türkiye'de halkın elindeki paralar alınır, bunlarla yatırım yapılır. Bu yanlış bir şey, zira ancak muayyen yatırımlardan vazgeçerek, başkalarını yapabilirsiniz. Yani, Türkiye'nin bugünkü seviyede yatırım kaynakları zaten sonuna kadar kullanılmıştır. Hatta başka devletlerden de kaynak ithal edilmiştir. Ama eğer halkı daha az tüketmeğe ve daha çok tasarruf etmeğe zorlarsanız, yani mevcut kaynak seviyesinin üstünde yeni ek kaynak yaratabilirseniz, işte o zaman ortaya yeni bir yatırım kaynağı çıkar. Yoksa bugünkü tüketim seviyesinde halkın bankalara verdiği paraları sermaye piyasasına çevirtmekle, Türkiye'nin yeni bir yatırım seviyesine kavuşacağı iktisadi bakımdan bir hayaldir. Bankalardaki paralar da zaten iktisadi faaliyette kullanılmaktadır."³⁴⁹

Poroy, tasarıyla ilgili olarak halka açık anonim şirketlerin duygulara hitap ederek mavi göğü bile parselleyip halka satabileceklerini söylemiş ve yeni "tasarının bu mahzurları gidermek istediğini" belirtmiştir.³⁵⁰

Bisalman da yatırımcının korunmasının önemini vurgulamaktadır:³⁵¹

"...Her ne kadar iş, memleket hesabına büyük yatırımlar yapmak, bireylerin tasarruflarını değerlendirmek ve yastık altında saklanan paraları iş sahasına aktarmak gibi "üçlü bir hayır" olarak görünmekteyse de, bu hayrın bir de şer tarafı olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz.

Bu şer de, halka açık anonim şirket hüviyeti altında bazı tecrübesiz kişilerin aldatılması ve fakir fukaranın, dışten tırnaktan artırdıkları paraların bazı açığöz, ya da iş bilmez kişilerin elinde çarçur olmasıdır."

Sermaye piyasasının kurulmasını destekleyen işadamları arasında yer alan Vehbi Koç da güven unsurunu vurgulamıştır: "Sermaye piyasasına herhangi bir şirket veya müessesenin hisse senetleri satışa çıkarıldığı zaman halkın emniyetini sağlayan mesela Sınai Kalkınma Bankası (TSKB) gibi bir bankanın şirketin bünyesi hakkında izahat vermesi ve tavsiye etmesi icap eder. Her şirket kuran parlak ilanlarla hisse senetlerini satışa çıkarır ve bunlar içerisinde de bilahare büyük falsolar olursa,

³⁴⁹ Haydar Kazgan, "AP Neler Getiriyor?", s.2.

³⁵⁰ Reha Poroy, Milliyet Gazetesi, 26.04.69, s.1.

³⁵¹ Kemal Bisalman, Milliyet Gazetesi, 10.02.1969, s.2.

halkın itimadını kaybeder ve sermaye piyasası doğmadan ölür. Onun için başlangıçta bu işe çok dikkat edilmesi ve sağlam tutulması lazımdır.”³⁵²

Son olarak siyasi partilerin yaklaşımına göz atmakta yarar var. 1965 seçimleri öncesinde partilerin seçim beyannamelerine göz atıldığında, sermaye piyasaları konusunda CHP’nin daha somut ve kararlı bir tutumu olduğu görülmektedir.

32 bölümlü CHP seçim beyannamesinin Sermaye Piyasası ve Halka Açık Anonim Ortaklıkları başlığı ile başlayan bölümünde, sanayileşmeyi hızlandırmak ve sanayileşme gayretine halkın katılmasını kolaylaştırmak amacıyla sermaye piyasasının yaratılacağı, büyük çaptaki işlerin küçük halk tasarrufları ile kurulacak (halka açık) anonim ortaklıklar yoluyla başarılması için gerekli tedbirlerin alınacağı belirtilmektedir. Ayrıca halka açık anonim ortaklıkların çıkaracakları hisse senetlerinin asgari değerinin 100 liraya indirileceği de ifade edilmektedir.³⁵³

AP’nin seçim beyannamesinde ise daha genel ve sermaye tarafına ağırlık veren bir ifade kullanılmıştır: “Sanayii teşvik için yeni tesis kuran sanayicilerin makinalar üzerinde gümrük resmini indirmek, yatırım yapanlara belirli bir süre gelir vergisi indirimi tanımak, sermaye piyasası kurulmasına yardımcı olmak, standardizasyona önem vermek.”³⁵⁴

Üstünel’e göre sermaye piyasasının geliştirilmesi; bankaların, para ve kredi politikasının plan hedeflerine uygun bir şekilde yeniden düzenlenmesi; tarım ürünlerinde fiyat desteklemelerine gidilmesi; küçük sanayici ve esnafın çeşitli yollardan desteklenmesi gibi ekonomi politikası ile ilgili vaatler az ya da çok ayrıntılara inerek, fakat genellikle aynı ifadelerle –TİP dışındaki- bütün siyasi partilerin seçim bildirgelerinde yer almaktadır.³⁵⁵

1969 seçimlerinde de CHP’nin konuya ilgisi çok daha belirgindir:

“CHP, büyük halk topluluklarının ortaklaşa sanayi girişimlerine başlamalarını gerekli görmektedir. Bunun için de sermaye piyasasının gelişmesine şartlı olarak

³⁵² Milliyet Gazetesi, 31.05.1964, s.2.

³⁵³ A.g.e, 18.09.1965, s.3.

³⁵⁴ A.g.e, 19.09.1965, s.3.

³⁵⁵ A.g.e, 05.10.1965, s.2.

tafaftardır. Bu Şartlar, “Sermaye piyasasının kamu yararını gözetmesi ve kontrolün belirli ellerde toplanmasını önleyecek tedbirlerin” alınmasıdır.

Beyannameye göre “para yatırınlara faiz yerine işletme kredisi veren “yatırım bankası” kurulacaktır. Bu banka atıl özel sermayenin halk yararına katkıda bulunmasına ve sanayileŐmemize etkili olacaktır. Köylü ve çiftçilerin kuracağı kooperatif birlikleri sınaı yatırımlar yapmağa teşvik edilecektir. İŞçiler, memurlar, öğretmenler sendikaları ve yardımlaşma kurumları aracılığı ile sanayileşmeye katkıda bulunacak yatırımlara teşvik edilecektir. Esnaf ve sanatkrlar da aralarında birleşerek büyük iŐletmeciliđe geçmeleri için desteklenecektir.”³⁵⁶

AP’nin bildirisinde de “...sermaye piyasalarının kurulması, gönüllü tasarrufların teşviki, halka açık anonim ortaklıklar gibi konularda alacağımız tedbirlerle halkın elindeki tasarrufların değerlenmesi ve bunların yatırımlara aktarılması sağlanacaktır.”³⁵⁷ ifadesi yer almaktadır.

Sonuç itibariyle 1960’lı yıllarda sermaye piyasası kurulması girişimleri özellikle DPT bürokratları ve TSKB tarafından desteklenirken, bürokrasinin genelinden yeterli desteği alamamıştır.

Siyasi kesimde ise Cumhuriyet Halk Partisi sermaye piyasası kurulması fikrine sahip çıkarken, Adalet Partisi ve diğer partilerde bu kadar belirgin bir eğilim görünmemektedir. Bu dönemde sermaye piyasası, kalkınmaya katkısı ve emeğin sermayeye ortak olmasıyla sosyal adalete hizmet eden yönüyle dikkatleri çekmiştir.

Özel sektörde de destekleyenler olmakla birlikte aile Őirketlerindeki egemenliği kaybetme korkusu genelde mesafeli kalınmasına yol açmıştır. Bu duruma ilişkin olarak Tanör, Türk giriŐimcisinin bireyselliğini ne çıkaran, paylaŐımı zorunlu olmadıkça istemeyen ve denetimden hoŐlanmayan yapısını vurgulamıştır. Buna göre alım-satımla fazlaca haŐır neŐir olunmamasının da etkisiyle olsa gerek, bir Őeyi satmanın eksiklik olarak algılandığı, “Allah sattırmasın” ya da “az olsun benim olsun” tabirlerinin çokça duyulduğu bir toplumsal ortamda, yaratılan değerlerin baŐkalarına satıŐı çok ne çıkmamaktadır.³⁵⁸

³⁵⁶ A.g.e, 14.08.1969, s.4.

³⁵⁷ A.g.e, 24.09.1969, s.4.

³⁵⁸ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.65-66.

Bankaların da kendilerine rakip olarak algıladıkları sermaye piyasasına destek verdiği söylenemez. Yasin'e göre bankalar sermaye piyasasının gelişmesinin kendi faaliyetlerini olumsuz etkileyeceğinden çekinmekteydi.³⁵⁹

Son olarak geniş halk kitlelerinin bu tartışmanın dışında olduğunu, ancak kuralların olmadığı piyasada birçok kez mağdur olduklarını söyleyebiliriz.

3.3.2. Hürriyet İstikrazı Tahvilleri ve Tasarruf Bonoları

1960'lı yılların başlarında devlet hürriyet istikrazı tahvili ve tasarruf bonusu adları altında iki yeni borçlanma aracı çıkarmıştır. Bu araçların ilki olan ve 15 Ekim 1960'ta çıkarılan hürriyet istikrazı tahvilleri özünde hemen her yıl çıkarılan diğer devlet tahvillerinden farklı değildir. Yalnız dönemin siyasi atmosferi içinde tasarruf sahiplerini ve özellikle kurumları özveri göstermeye davet eden yarı mecburi niteliği dolayısıyla diğer devlet borçlanmalarından ayrılmaktadır. Bu tahviller diğer iç borçlanma senetlerinden, 100 liralık kupürler halinde olmasıyla küçük tasarruf sahiplerine hitap etmesi ve ikinci elde yaygın olarak alınıp satılmasıyla da ayrılmaktaydı.³⁶⁰

Planlı kalkınmaya dayalı bir modelin yerleştirilmeye çalışıldığı dönemde kamu finansmanının artık vergi dışı kaynaklardan da sağlanması yönündeki arayışlar sonucunda ortaya çıkan bu tahvillerin satın alınmasının bireysel ve kurumsal yatırımcılara üstü kapalı bir biçimde dayatılması sonucunda yaygın bir alıcı kitlesi oluşturulmuş, ancak tahvillerin getirisinin piyasa genelinin altında kalması, bunları “yarı zorunluluk” içinde alanları bir an önce elden çıkarmaya yöneltmiştir. Bu kağıtları toplayıp değerlendirmeyi aklına getirenlerin terazinin diğer kefesine binmesiyle, idari otorite tarafından konulmuş kuralları bulunmayan bir gayri resmi ‘ikincil piyasa’ ortaya çıkmıştır.³⁶¹

Çok daha kapsamlı bir uygulamaya sahne olan tasarruf bonoları sistemi ise 5 Ocak 1961 tarih, 223 sayılı “Yatırımlar Finansman Fonu ve Tasarruf Bonoları

³⁵⁹ Yasin, a.g.e, s.55.

³⁶⁰ Fertekligil, a.g.e, s.186,188.

³⁶¹ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.29.

Hakkında Kanun” ile kabul edilmiş ve 1 Mart 1961 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Tasarruf bonoları %6 faiz oranıyla 10 yıl vadeli olarak çıkarılmıştır.³⁶²

Dönemin Maliye Bakanı Kemal Kurdaş, kanunun önemini aşağıdaki gibi dile getirmektedir:³⁶³

“...bu kanun, mali sistem ve düşünce hayatımıza temel iki yeni fikir getirmiştir:

1. Türkiye’de yatırımların finansmanı için bir fon teşkili.
2. Bu fonun, mecburi bir tasarruf yolu olan tasarruf bonoları ile finanse edilmesi.

...Tasarruf bonoları hasılatı ayrı bir Yatırımları Finansman Fonu’nda toplanacak; bu fonda biriken kaynaklar ile ekonominin hızlı kalkınması için gerekli temel yatırımlar –özellikle sanayi alanında olanlar- gerçekleştirilecek, bu yatırımlardan bir kısmı, ileride kârlı duruma geçince hisse senetleri tasarruf bonolarıyla değiştirilerek halka devredilecek; aynı yöntem evvelce kurulmuş bir kısım iktisadi devlet teşekküllerinin hisse senetleri tasarruf bonolarıyla değiştirilip mevcut yatırımların halka aktarılmasında da kullanılabilir.”

Bir başka görüşe göre de amaç, “sermaye piyasasını geniş halk kitlelerine açmak, herkesi gücü ölçüsünde ülke kalkınmasına ortak etmek ve zorla da olsa tasarruf ve yatırımların sahibi yapmak”tı.³⁶⁴

Tasarruf bonolarının alımı, hürriyet istikrazı tahvillerinden farklı olarak; gelir ve kurumlar vergisi yükümlüleri, emlak, veraset ve intikal vergisi ödemesi gerekenler, stopaja tabi bulunanlar ile Milli Piyango ve Spor Toto’dan para kazananlara Maliye Bakanlığı’nın belirlediği esaslar dahilinde zorunlu tutulmuştur.³⁶⁵

Gönüllü olarak edinilmeyen bu bonolar da ilk fırsatta nakde dönüştürülmek istenmiş ve hürriyet istikraz tahvillerinde olduğu gibi gayri resmi ikincil piyasa bir kez daha ciddi bir hukuksal çerçeveden yoksun bir ortamda geniş bir uygulama alanı bulmuştur.³⁶⁶

³⁶² Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.48-49.

³⁶³ Fertekligil, a.g.e, s.189.

³⁶⁴ Aynı yer.

³⁶⁵ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.29.

³⁶⁶ Aynı yer.

Tasarruf bonoları, çoğunlukla memur ve işçi kesiminin elinde bulunuyordu. Bu piyasanın doğuşunun iki temel nedeni, bonoların faiz oranının (%6) cari piyasa faizinin (%12 civarında) çok altında olması³⁶⁷ ve sabit gelirli sahiplerinin tasarruf kabiliyetinin düşük olmasıdır.

Bu dönemde 100 liralık belgeler 9-10 TL gibi fiyatlarla aracı ve tefecilerin eline geçmiş, her yerde ‘tasarruf bonusu alınır’ levhaları görülmeye başlanmıştır. Böylece Osmanlı döneminden sonra zayıflamış bulunan bankerlik mesleği yeniden güç kazanmıştır.³⁶⁸

30 Nisan 1969’da Tasarruf Bonolarını Değiştirme ve Tevsik İşlemleri Tüzüğü ile ellerindeki bonoları hangi nedenlerle Hazine’den aldıklarını belgeleyemeyenlerden %40 oranında vergi kesileceği hükmünün getirilmesi³⁶⁹ geç kalmış bir uygulama olmuştur.

Tasarruf bonolarının, isimleri her ne kadar bono da olsa satın alma zorunluluğu nedeniyle bir sermaye piyasası aracı olmaktan çok vergi olarak algılandığı söylenebilir. Kamuda da benzer bir algı olmalı ki, 1971’de bu zorlama uygulamaya son verilerek yerine mali denge vergisi konulmuştur.³⁷⁰

Oysa bu bonoların geliriyle ayrı bir yatırım fonu oluşturulması ve yatırımlara hızlı kaynak aktarımı amaçlanmıştı.³⁷¹ Ancak elde edilen gelir bütçeye dahil edilip toplam harcamalar içinde herhangi bir fark gözetilmeden kullanılmış, ‘Yatırım Finansmanı Fonu’ ise hiçbir zaman kurulmamıştır.³⁷²

Bonoların mucidi dönemin Maliye Bakanı Kemal Kurdaş, sistemin planlandığı gibi işlemediğinden yakınmıştır.³⁷³

“Tasarruf bonoları 1961 yılından bu yana devlete beş milyar liraya yakın net gelir sağlamıştır. Şayet vaktiyle düşündüğümüz gibi bu paralarla 7-8 büyük fabrika yapılmış olsaydı, hem Türkiye’de sermaye piyasasının kuruluşuna yardım edilecek, hem de memlekette sermaye ve

³⁶⁷ Parasız, “*Sermaye Piyasasının Gelişimi*”, s.217-219

³⁶⁸ Kazgan, “*Ekonomide Uyku*”, s.238.

³⁶⁹ Toktamış Ateş ve Nadir Eroğlu, “*Cumhuriyet Dönemi İktisadi Yapı ve Finans Sistemi, 1946-1980 Dönemi*”, s.209-348, **Osmanlı’dan Günümüze Türk Finans Tarihi, II.Cilt**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999, s.332.

³⁷⁰ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.30.

³⁷¹ A.g.e, s.29.

³⁷² Fertekliçil, a.g.e, s.190.

³⁷³ Milliyet Gazetesi, 09.07.1969, s.9.

sanayi mülkiyeti geniş halk tabakalarına yayılacaktı... Yani tasarruf bonoları mekanizması, halka dayanan köklü bir sanayi mülkiyetinin gerçekleştirilme aracı olacaktı.

Düşündüğümüz ve arzuladığımız çerçeve içinde gelişmedi. Bizden sonraki hükümetler tasarruf bonolarını bütçelerinde genel gelirler meyanında alıkoymaya devam ettiler.

O zaman ifade ettiğim plan şu idi:

Bir yatırımlar finansman fonu anlayışı içinde özel ve kamu sektörünün yatırımlarını finanse edecek güçlü iki yatırım bankası kurulacak... Tasarruf bonoları hâsılatı bu bankalara devredilecek. Bu bankalar kanalıyla Türkiye’de sanayi, tarım ve ulaştırma sahalarında yeni yatırımlara girişilecek. Bu yatırımların verimi başladıktan sonra (ki o zamana kadar ilk tasarruf bonolarının vadeleri gelmiş olacaktı) yeni fabrikaların hisse senetleri arzu eden kimselere tasarruf bonoları karşılığında devredilecek. Maalesef böyle olmadı. Böyle işlemedi sistem.”

Öte yandan Tanör, bütçe dışında bir fon oluşturma fikrini, 1980’li yılların fon furyasına öncülük ettiği gerekçesiyle eleştirmiştir.³⁷⁴ Işıl da alıcıların tasarruf kabiliyeti olmamasına dikkat çekmiştir.³⁷⁵

“Bonolar sahiplerinin adına çıkarılmış olmasına rağmen, çıkarılışlarından (Mart 1961) kısa bir süre satılmağa başlanmıştır. Tasarruf bonusu sahipleri ellerindeki bonoları tek sebeple satarlar. Bu sebep, paraya olan ihtiyaçlarıdır...”

Tasarruf bonolarının idaresinde iki usülden biri seçilebilir. Birincisi bugün kullandığımız usuldür, yani devlet borçlanır ve borcunu temsil eden belgeyi -tasarruf bonosunu- alacaklısının eline verir. İkinci usulde, devlet borçlanır fakat borçlarını merkezi bir kayıt ve hesaba göre idare eder. Devlet, faizleri ve anaparayı doğrudan doğruya alacaklı kişilere gönderir. Bizde, masrafsız ve kolay olduğu için birinci usul seçilmiştir. Ancak burada gözden kaçırılan bir iktisadi gerçek vardır. Tasarruf bonusu, tasarruf kabiliyeti olan kişiler yönünden bir değer taşır. Tasarruf kabiliyeti olmayan memurlar, işçiler ve küçük gelirli kişilerden zorlayıcı borçlanmalar yapıp, üstelik bir de ellerine bonoları verildiği zaman, bunların tasarruf kabiliyeti olanlara çaresiz şekilde satılacağını kabul etmek gerekir.”

³⁷⁴ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.49.

³⁷⁵ Erhan Işıl, “*Tasarruf Bonoları*”, Milliyet Gazetesi, 29.08.1963, s.2.

Yazar daha sonra böyle bir sistemin kurulamayacağını ve kamu işletmelerinin hisse senetleri ile değiştirmenin de sakıncalarına dikkat çekerek sistemin tasfiye edilmesini önermektedir.

Sonuçta hürriyet istikrazı tahvilleri ve tasarruf bonoları, kendilerinden beklenen faydayı verememiş, yol açtığı ikincil piyasa işlemleriyle borsacılığın gelişiminde yerini almıştır. Buna göre Türkiye’de menkul kıymet alım-satımının yeniden doğuşunun bu tahvil ve bonolarla gerçekleştiği söylenebilir.³⁷⁶

Kazgan³⁷⁷ ve Fertekligil³⁷⁸ tasarruf bonolarının sermaye piyasası faaliyetlerinin yayılmasında ve ilk deneyimlerin kazanılmasında oynadığı role vurgu yapmıştır. Kanımızca işlemlerin hiçbir denetime tabi olmaksızın borsa dışında gerçekleşmesi³⁷⁹ ve sahiplerinin zor durumlarının suistimal edilmesi nedeniyle halkın sermaye piyasası faaliyetlerine bakışına olumsuz etkisi ağır basmaktadır.

Bonolarla ilgili son bir nokta, bunları toplayanların geri ödemelere dair kuşku yaratma çabalarıdır.³⁸⁰ Devletin çıkardığı borçlanma araçlarına yönelik bu spekülasyonlar bu döneme özgü olmayıp 19. Yüzyılda, I. Dünya Savaşı’nda ve Kurtuluş Savaşı sırasında da görülmektedir. Sayılan dönemlerdeki tüm borçlanma senetleri zamanında itfa edilmesine karşın devletin bu konuda güveni tam olarak bir türlü sağlayamaması, Türk sermaye piyasası tarihinin dikkat çeken yönleri arasındadır.

3.3.3. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası

Türkiye’de sermaye piyasasının gelişiminde Kıta Avrupası’nda olduğu gibi yatırım bankalarının kurulmasının öncelikli olduğu daha önce belirtilmişti. Buna göre “geri kalmış ülkelerde sermaye fonları kadar yatırım projelerinin de kıtlığı göz önünde tutulursa, uzmanlaşmış yatırım kurumlarının her iki yönden büyük fayda sağlayabileceği görülmektedir. Bu kurumlar uzmanlık gerektiren hisse yatırımları yapıp bu yatırımları daha garantili ve riski dağılmış hisse ve borç senetleri halinde

³⁷⁶ Parasız, “*Sermaye Piyasasının Gelişimi*”, s.217.

³⁷⁷ Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.122.

³⁷⁸ Fertekligil, a.g.e, s.189.

³⁷⁹ Kazgan, “*Ekonomide Uyku*”, s.238.

³⁸⁰ Fertekligil, a.g.e, s.186,188.

halka aksettirebilecekleri gibi yeni teşebbüsleri kurmak ya da ortak olmak suretiyle bir girişimci işlevi de görmektedir.³⁸¹

Yatırım bankacılığının Türkiye'deki en başarılı uygulaması olarak, 1950'de 12,5 milyon TL olan sermayesinin yarısını hükümetin, diğer yarısını Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD) ile Türk girişimcilerin sağladığı Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB)³⁸² dikkat çekmektedir.³⁸³

Kuruluş günlerine ait bir gazete kesiğinde dönemin genel müdürü Norman Tueker, bankanın amaçlarını sıralamaktadır:³⁸⁴

“Türkiye’de yeni sanayinin kurulmasına veya mevcut sanayinin inkişafına yardım etmek, mahalli ve yabancı sermayenin Türk sanayiye katkısını kolaylaştırmak ve nihayet Türkiye’de bir sermaye piyasasının teessüsüne hâdim olarak Türk sanayiinin hisse senetleri ve tahvillerinin hususi ellerde kalmasını temin etmek.³⁸⁵

Bu maksatları temin etmek için icra ettiği muameleler:

- 1- Hususi sanayiye orta ve uzun vadeli ve icabında kısa vadeli ikrazatta bulunmak,
- 2- Sanayi teşebbüslerine iştirak etmek,
- 3- İstisnai hallerde kendi kaynakları ile teşebbüsler vücuda getirmek
- 4- Müşterilerine teknik ve idari yardımlar temin etmek.”

Bankanın ilk yıllarına ait bir ilan TSKB'nin bugün de geçerli olan işlevini (uygun biçimde mali destek sağlamak ve danışmanlık, teknik yardım ve finansal aracılık hizmetleri sağlamak³⁸⁶) ortaya koymaktadır.³⁸⁷

³⁸¹ Yenal, a.g.m, s.29-30.

³⁸² Ateş ve Eroğlu, a.g.m, s.272

³⁸³ “Girişimciler arasında 13 banka (bazıları İş, Yapı Kredi, Osmanlı), 5 kuruluş (ikisi İstanbul Ticaret Odası ve İstanbul Ticaret Borsası) ve Vehbi Koç’un da aralarında bulunduğu 7 özel girişimci vardır.”, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.31.

³⁸⁴ Milliyet Gazetesi, 30.11.1950, s.2.

³⁸⁵ “Bankanın amaçları bugün de aynıdır: Türkiye’de öncelikle sanayi olmak üzere bütün ekonomik sektörlerdeki girişimlere ait yatırımları desteklemek, yabancı ve yerli sermayenin Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak şirketlere iştirakine yardımcı olmak, Türkiye’de sermaye piyasasının gelişmesine yardım etmek.”, TSKB Tarihi,

http://www.tskb.com.tr/sirket_profili/detail_tarihce.aspx?SectionID=H%2b1JNcITRyoXIM%2bLbn%2fVQ%3d%3d&ContentId=jWJo3bZLqKIFoQbe7mTvMQ%3d%3d, (6 Aralık 2009).

³⁸⁶ Aynı yer.

³⁸⁷ Milliyet Gazetesi, 12.11.1959, s.4.

“Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Banka mali ve teknik imkânlarını aşağıdaki maksatlar için hususi sektörün emrine müheyya tutmaktadır:

- 1- İthalatın yerine kaim olacak emtiayı veya ihraç mallarını imal edecek sanayinin tesis, tevdi, modernleştirme ve rantabilitesinin artırılması için yatırım tutarının %60'ına kadar bilhassa döviz ile uzun vadeli kredi vermek,
- 2- Bu yatırımlar için lüzumlu projelerin hazırlanmasında ve etütlerin yapılmasında teşebbüs sahiplerine yardım etmek,
- 3- Yeni kurulacak veya sermayesi artırılacak sınai şirketlerin hisselerinin sermaye piyasasına intikaline yardım etmek,
- 4- Sermayelerini veya tasarruflarını hususi sanayi sahasında çalışan şirketlere yatırmak isteyen sermayedar veya tasarruf erbabına bu hususta yardım etmek,
- 5- Bankaca finansmanı mümkün, iktisaden faydeli yatırım sahaları hakkında teşebbüs erbabına bilgi vermek.”

TSKB'nin faaliyetinin esasını, yatırımlarını finanse etmekte sermaye yetersizliği içinde bulunan sanayi kuruluşlarına sermayelerinin %25'ini aşmamak ve yönetimlerine karışmamak üzere ortak olmak, bu şirketler kendi ayakları üzerinde faaliyet göstermeye başladıklarında da bu hisseleri tasarruf sahiplerine satarak aynı çemberi bu kez yeni iştirakler gerçekleştirmek suretiyle döndürmek oluşturmaktadır.³⁸⁸

Özel sektörün öncelik kazanmasıyla 1950'de kurulan banka, sermaye piyasasına esas katkısını 1960'tan sonra yapmıştır. Bankanın 1960'lı ve 1970'li yıllarda ortak ve tahvillerine garantör olduğu şirketlerin birçoğu³⁸⁹ ileride İMKB'de işlem görecektir. Banka bir anlamda şirketleri modern sermaye piyasasına hazırlama işlevini başarıyla yerine getirmiştir. Sermayenin yaygın biçimde küçük tasarruf sahiplerine aktarılması için kullanılan satış üst sınırı gibi çeşitli uygulamalar da ilk kez TSKB tarafından yapılmıştır.³⁹⁰

TSKB'nin faaliyetleri bu dönemde pasif bir durumda olan İstanbul Borsası'na yönelmemiştir:

³⁸⁸ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.31.

³⁸⁹ Şirketlerin listesi için bkz. aynı yer.

³⁹⁰ Aynı yer.

“Tasarruflular TSKB'nin fiyatını önceden saptayarak satış gününü ilan ettiği hisseleri kuyruğa girerek satın alıyordu. Bir formalite olarak bu satışlar Sirkeci Dördüncü Vakıf Han'daki borsaya kaydediliyordu. O handaki ve yöresindeki alıcılar da sokak pazarını oluşturmuştu. Bu pazarda, tahvil, tasarruf bonusu ve şirket hisseleri alınıp satılıyordu.”³⁹¹

TSKB, kuruluşunda iştirak ettiği ve dış kredi sağladığı şirketler kuruluş dönemi tamamlanıp kâra geçtikten sonra, portföyündeki hisse senetlerini primli, fakat makul bir fiyatla halka satmak suretiyle hem sermaye piyasasına kaynak sağlamış, hem de zaman zaman likide ettiği fonlarla yeni kuruluşları desteklemiş ve kendisi kâr elde etmiştir.³⁹²

Hisse senedi satışlarında TSKB'nin payı, sektördeki etkinliğini göstermektedir: 1966'da 28,9 milyon TL'lik toplam hisse senedi ihracının 24,6 milyon TL'si TSKB tarafından yapılmıştır. TSKB'nin sektördeki rolü, sermaye piyasasının ilk gelişme devresinde aracı kurumların önemini göstermektedir.”³⁹³

3.3.4. Sigorta Kurumları

Planlı dönemde sermaye piyasalarına yönelik çalışmalarda yeni oluşmaya başlayan sigorta kurumlarına da en önemli fon kaynaklarından biri olarak özel önem verilmiştir. Bugün yanlış politikalar nedeniyle fon kaynağı olmak bir yana, sürekli açık verir hale gelen sigorta kurumlarının, yeni yeni büyümeye başladıkları o yıllarda, Batı'daki gibi sermaye piyasasının kurumsal yatırımcıları arasına girmesi bekleniyordu.

Sermaye Piyasası Etüdü'nde de yeterli bir sermaye piyasası için sosyal ve özel sigortalar gibi kurumsal tasarrufların geliştirilmesi ve bu fonların menkul kıymetlere yatırılmak suretiyle değerlendirilmesi gerektiği³⁹⁴ belirtilmiştir.

³⁹¹ Bulutoğlu, a.g.e, s.43.

³⁹² Parasız, “Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi”, s.217-219.

³⁹³ İbrahim Öngüt, **Türkiye'de Sermaye Piyasası Konusunda Yapılan Çalışmalar**, İktisadi Araştırmalar Tesisi, İstanbul, 1966, s.16-17.

³⁹⁴ Yenal, a.g.m, s.2.

Kanunla kurulmuş sosyal sigorta kurumları olan Emekli Sandığı, İşçi Sigortaları Kurumu ve Ordu Yardımlaşma Kurumu'nda biriken fonların büyük tutarlara varması, bu fonların sermaye piyasası için önemli kaynak olacağı beklentisini yaratmıştır.³⁹⁵

Bu fonların bütçe finansmanına tahsisinin yol açtığı soruna dikkat çekilmiştir:

Türkiye gibi yeni gelişmekte olan bir memlekette sermaye piyasasını besleyecek fonların önemli bir kısmı kurumsal tasarruflardan gelecektir. Bu tasarrufları devlet sektörünün finansmanına tahsis ettiğimiz takdirde, sermaye piyasasını önemli bir kaynaktan mahrum ettiğimizi bilmemiz gerekir. Halkın tasarruflarında hızlı bir artış beklenemez. Bu sorun çözülmezse, sermaye talebi yaratılsa bile, mevcut kurumsal fonların paylaşılması devlet ile özel teşebbüs arasında bir çekişme ve kapışma konusu olmaya mahkûmdur.³⁹⁶

Yenal'a göre bu sigorta fonlarının büyük kısmı finans yatırımları, yani menkul kıymetlere yatırım için kullanılmalıdır. Gerek mevzuatta, gerekse alışkanlıklarda bu yönde bir değişme şarttır. Bu, bir yandan alışlagelmiş gayrimenkul yatırımlarını azaltmak, öbür yandan da bazen heveslenen işletmecilik alanına kayma eğilimini frenlemek demektir.³⁹⁷

Bu kapsamda T.C. Emekli Sandığı özel sektör şirketlerinin hisse senetlerini ve tahvillerini almaya yetkili olmasına rağmen uygulamada bu yola gitmemiştir.³⁹⁸ Etüd'ün İşçi Sigortaları Kurumu'nun kaynaklarının büyük bir kısmı özel sanayi sektöründen geldiği için Kurum yatırımlarının bir kısmının yine sanayi sektörüne kanalize edilmesi gerektiği yolundaki görüşleri, Çalışma Grubu'na da haklı bulunmuştur. Sanayi sektörüne işletme kredisi olarak tahsis olunacak 50 milyon liralık fonun kurum yedek akçelerinin %10'unun (250 milyon TL'den fazla) çıkarılacak yeni bir yasa tasarısıyla; tamamının mevduata yatırılması öngörülmüş, bir kısmının sanayi sektörüne kredi vermekte uzmanlaşmış kalkınma ve yatırım bankalarının çıkarılacak tahvillere yatırılmasının temini istenmiştir.³⁹⁹

³⁹⁵ Sermaye Piyasası Çalışma Grubu İktisadi ve Mali Raporları, s.21.

³⁹⁶ Yenal, a.g.m, s.21.

³⁹⁷ A.g.e, s.27-28.

³⁹⁸ Sermaye Piyasası Çalışma Grubu İktisadi ve Mali Raporları, s.10.

³⁹⁹ Aynı yer.

DPT'nin 3. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda da prim gelirlerinin yurtiçi tasarruftaki payının 1973'te toplam %17,9'a ulaştığına dikkat çekilerek sosyal güvenlik fonlarının ülke ekonomisinin gelişmesi için yatırıma yöneltilmesi zorunluluğu vurgulanmıştır.⁴⁰⁰

Sonuçta Emekli Sandığı yetkisine rağmen özel sektör tahvillerine yatırım yapmazken, SSK yasal olarak bu olanaktan mahrum bırakılmış, fonlar kamu açıklarının finansmanında düşük verimlilikle kullanılmıştır.⁴⁰¹

3.3.5.Özel Sektördeki Sermaye Piyasası Gelişmeleri

Dönemin başlıca gelişmeleri çok ortaklı şirketlerin ortaya çıkması, holdingleşmenin artması, hisse senetleri ve özel sektör tahvillerinin borsa dışında ihraç edilmesi sayılabilir. Bu dönemde, “bir türlü kanunlaşamayan tasarının karşısında uygulama gelişmiş, halka açık şirketler kurulmuş, menkul değerler halka arz edilmiş,⁴⁰² sermaye piyasası canlanmaya başlamıştır.⁴⁰³

Yine de bankalar mali sisteme yönelen gönüllü tasarrufların büyük bölümünü toplayan ve kullandıran kurumlar olmayı sürdürmüşlerdir. Düzenli para ve sermaye piyasalarında uygulanan düşük ve denetimli faiz rejimi, düzenlenemeyen ve denetlenemeyen serbest piyasanın güçlenmesine katkıda bulunmuştur.⁴⁰⁴

Özgür vd.'ye göre “sermaye piyasamızın yıllardır ağır aksak gelişmesinin temelinde, küçük tasarruf sahiplerine ve yatırımcılara güvence veremeyen dağınık faaliyetlerin sürüp gitmesi, en ciddi kurum ve kuruluşların dahi bu piyasayı biçimlendirmek konusunda çekimser ve isteksiz davranmaları yatmaktadır. Buna mevzuat yokluğunu ve kifayetsizliğini de eklemek gerekir. Soruna çözüm getirebilecek tasavvur ve girişimci mevcut ise de, bu tasavvur ve girişimler konusunda kamu yeterince oluşturulmadığı ve hatta kamu oluşturulmasına gerek

⁴⁰⁰ Devlet Planlama Teşkilatı, **Kalkınma Planı (Üçüncü Beş Yıl - 1973-1977)**, s.798.

⁴⁰¹ Ateş ve Eroğlu, a.g.m, s.338.

⁴⁰² Alkin, a.g.e, s.533.

⁴⁰³ Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.120.

⁴⁰⁴ Dpt, 4. Plan, s.124.

duyulmadan konuya yaklaşımda bulunulduğu için üst düzeydeki girişimlerin hiç değilse bir süre için neticesiz kalabileceği düşünülebilir. Fert başına milli gelirin 1000 dolara yaklaştığı Türkiyemizde sermaye piyasasının düzenlenmesi ve kurum ve kuruluşları ile organize edilmesi gereğine eğilmenin zamanı gelmiş, hatta geçmiştir.”⁴⁰⁵

1957 tarihli Türk Ticaret Kanunu ile düzenlenen sermaye şirketleri, özellikle 1965’ten sonra hızlı bir holdingleşme sürecine girmiş, şirketlere getirilen hisse senedi ve tahvil ihracı imkânı yaygın olarak kullanılmıştır. Ancak Kazgan’a göre birçok şirket, hisse senetlerini yüksek fiyatlarla küçük tasarruf sahiplerine satmış, fakat çok düşük kâr payları ödemiştir. Bu arada Borsa ve yasal yapı ihtiyacı karşılayamadığından şirketler ihraç ettikleri menkul değerleri bankerler eliyle satmaya yönelmişlerdir.⁴⁰⁶

Bu dönemde piyasadaki fon toplamaya yönelik çok ortaklı girişimler arasında Hastaş özellikle akıllarda kalmıştır. Bu girişimde, “sağlık sektörüne yatırım yapmak bir grup girişimcinin önderliğinde henüz kuralları çizilmemiş bir piyasada halka arz denemesi yapılmış, bu doğrultuda büyük bir tanıtım kampanyası gerçekleştirilmiş ve sonunda halkın ilgisi çekilerek büyük miktarda fon toplanmıştır. Ancak sermayenin tabana yayılması konusundaki bu öncü özel sektör girişimi daha sonra çıkmaza sürüklenmiş ve bu deneme de tasarruf sahiplerinin umutlarını kıran diğer girişimlerin yanına eklenmiştir.”⁴⁰⁷

Reklamlarında çeşitli yerlerde hastane ve başka sağlık tesisleri inşa ederek bunları son derece uygun şartlarla ortaklarının istifadesine sunacağını ve yüksek kar dağıtacağını vadeden şirket bir türlü sağlıklı bir işleyişe kavuşamamış ve iki yıl içinde tüm fonu harcanmış olarak büyük bir skandalla iflas etmiştir.⁴⁰⁸

Tanör hukuksal çerçevenin eksikliğine dikkat çekmektedir:

“Dinamik, canlı, ele avuca sığmaz bir piyasanın bir bakıma kaçınılmaz olan taşkınlıklarının aynı dinamik gelişme ivmesi içinde yürürlüğe konması gereken hukuksal bentlerle önlenememesi, yargının

⁴⁰⁵ Ertan Özgür, Mehmet Şükrü Tekbaş, Ünal Bozkurt, “*Sermaye Piyasası Nerededir, Nereye Gidiyor?*”, s.33-47, Banka ve Ekonomik Yorumlar, Haziran 1976, C.13, S.6, s.34-35.

⁴⁰⁶ Kazgan, *İstanbul Borsası*, s.123.

⁴⁰⁷ Tanör, *Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt*, s.30.

⁴⁰⁸ Ateş ve Soyak, a.g.m, s.328.

da zaten bu yönde hemen hiçbir işlevinin bulunmamasıyla kurulamayan düzen yalnız tarafların değil, değişik yansımalarıyla kamu esenliğinin de zararına yol açmıştır.

Acı olan gerçek; bu sonuca yol açan nedenler öğrenildiği, dersler çıkarıldığı halde, sonraki yıllarda bu tabloda önemli bir düzeltmenin yapılamamış olması ve bu nedenle aynı özellikleri karbon kâğıdının altından çıkmışçasına taşıyan hukuk ihlallerinin önüne geçilemeyerek, sermaye piyasamızın gelişme sürecinin bir türlü hak ettiği ivmeye kavuşturulamamış olunmasıdır.”⁴⁰⁹

Bu dönemde bir de yurtdışındaki Türk işçilerin birikimlerini biraraya getirerek geniş katılımlı ekonomik yatırımlara yöneltmek istedikleri görülmüş, ancak bu girişimler de kalıcı olmamıştır.⁴¹⁰

Özellikle 1970’li yılların bir başka niteliği, tahvil ihracını artırarak piyasaya giren devletin sermaye piyasasına yönelebilecek kaynakların büyük çoğunluğunu toplamasıdır. Çoğunlukla bankalar ve diğer mali kurumlar tarafından satın alınan tahviller ile kamunun piyasadaki yararlanma payı 1975’te %90’ın üzerine çıkmıştır.⁴¹¹

Bir başka gelişme de, TCMB’nin Haziran 1970’te özel kesim tahvillerinin faiz ve satış koşullarını ilk kez saptamaya başlanmasıdır.⁴¹² Banka, sermaye piyasasını doğrudan düzenleyen çağdaş bir yasanın eksikliğinin yarattığı olumsuzlukları bir ölçüde azaltmak amacıyla tahvil ihraçları ile ilgili tebliğler yayımlayarak kısmi düzenlemeler getirirse de, piyasanın geneli yeterli düzenlemeden yoksun kalmıştır.⁴¹³

Düzenleme eksikliğine Aysan vd. de dikkat çekmiştir: Enflasyona karşı dayanıklı bir menkul kıymet olarak kabul edilen hisse senetlerinin bu işlevi Türkiye’de sınırlı kalmıştır. Bunun türlü nedenleri arasında Türk sermaye piyasasının iyi denetimini sağlayacak bir düzenin kurulamamış olması da vardır. Bilanço ve gelir tablosu bilgilerinden yoksun olan yatırımcılar, şirketlerin mali durumlarını değerlendirememektedir. Bu nedenle alım-satım kararlarında kâr payları tek ölçüt

⁴⁰⁹ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.27-28.

⁴¹⁰ A.g.e, s.30.

⁴¹¹ “1971’de 1,5 milyar TL olan devlet tahvili ihraç tutarı 1979’da 45 milyar TL’ye ulaşmıştır.”, Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.50.

⁴¹² DPT, 4. Plan, s.113-114.

⁴¹³ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.52.

olmaktadır. Oysa ki şirketin finansal yapısının sağlamlığı özellikle hisse senedi alımlarında en önemli faktörlerdendir.⁴¹⁴

Bu yıllarda resmi faiz oranının yüksek enflasyon karşısında düşük kalması ve devletin piyasadaki fonların çoğunluğunu toplamasının yarattığı arz-talep dengesizliği, borsa dışında faaliyette bulunan bankerlerin, firmaların tahvillerini toptan satın alarak resmi faiz oranının çok üzerinde faizle satmaya başlamalarına neden olmuştur.⁴¹⁵

Bu da dönemin bir nevi kapanışı olarak da görülebilecek bankerler olayına yol açmıştır.⁴¹⁶

“Özel sektörün devletin büyük kısmına el attığı kaynaklardan olabildiği kadar yararlanabilme telaşı, hukuksal boşluk ve denetleme eksikliği ortamında boy gösterince, piyasadaki pay kapma yarışı piyasayı dinamitleyen skandallardan bir başkası ile son bulmuştur. Kaynak arayışındaki ortaklıkların tahvil ihracı yoluyla halkın tasarruflarına başvurması zorunluluğunu kurnazca değerlendiren ve adlarına gerçek bankerlikle bağdaşmasa da banker denen bazı komisyoncular, tahvil ihraç eden kuruluşlardan bunları ucuza kapatıp, reel faizle yatırımcıya pazarlamışlardır. Böylelikle yasal faiz sınırı aşılır ve pozitif faiz geliri elde edilirken, tasarrufçu, şirket ve bankerin mutluluk üçgeni oluşturduğu bir düzen ortaya çıkmıştır.”

Yüksek getirili tahvillerin mevduattan kaçışı başlatması nedeniyle küçük bankalar da yüksek faizli tahvil ve mevduat sertifikası ihraç etmeye başlamış ve bir ölçüde başarılı olmuş, bu kez de büyük bankalarla şirketler zorlanmaya başlamış, artan rekabet faizleri iyice tırmandırarak bir kısır döngü oluşturmuştur. Çok geç bir önlem olarak Temmuz 1980’de faizlerin serbest bırakılması da sorunu çözmemiştir.⁴¹⁷

Ponzi finansman sisteminin bir örneği olan sistemin işlemesi için giren paranın çıkan paradan sürekli fazla olması gerekiyordu. Bu da faizleri gitgide

⁴¹⁴ Mustafa A. Aysan, Ertan Özgür, “*Sermaye Piyasası, Nerededir, Nereye Gidiyor?*”, s.30-35, Banka ve Ekonomik Yorumlar, Eylül 1975, c.12, S.9, s.32.

⁴¹⁵ Yasin, a.g.e, s.54.

⁴¹⁶ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.56.

⁴¹⁷ A.g.e, s.56.

yükseltmiştir. ⁴¹⁸ Nihayet toplumsal çılgınlık güven bunalımına dönüşmüş, 100 binden fazla kişi banker iflasları ve mevduat sertifikasını en çok kullanan bankaların batması ile parasını kaybetmiştir. ⁴¹⁹

Daha çok bankacılık sektörü ve para piyasasıyla ilgili bir gelişme olmasına karşın, on binlerce ailenin paralarını kaybetmeleri, mali piyasalardaki her çeşit aracı kuruluşa ve bunların faaliyetine karşı duyulan güveni sarsmıştır. ⁴²⁰

Tahvilin mevduat toplama aracına dönüştürülmesi suç olmasına rağmen, hukuki düzenleme ve etkili denetim yokluğu bu sonuca yol açmıştır. ⁴²¹ Bu dönemi Osmanlı döneminin kualsız alım-satım piyasasına benzeten Tanör, ⁴²² hem bu olayda hem de hürriyet istikrazı tahvilleri ve tasarruf bonolarında işlemlerin olması gereken yerde, yani borsada ya da teşkilatlanmış bir piyasada değil, bunların dışında gerçekleşmesi nedeniyle tasarruf sahiplerinin büyük zarar gördüğünü vurgulamıştır. ⁴²³

Sonuç itibariyle 1960-1980 döneminin konumuz açısından esas dinamiklerini kuraldışı bir ortamda gelişen sermaye piyasası, bu nedenle tasarruf sahiplerinin güvenini sarsan ikincil piyasa işlemleri, kamu açıklarının artmasıyla devletin piyasadaki fonların tamamına yakınına toplamaya başlaması ve negatif reel faiz oranlarının ekonomik ilişkilerde yarattığı dengesizlik olarak sıralayabiliriz.

3.3.6.Değerlendirme

Sermaye piyasası ve halkın tasarruflarının artırılarak verimli bir biçimde yatırımlara yönlendirilmesi, 1960'lı yılların ekonomi gündemine damgasını vuran konular arasında yer almıştır. Ancak bir türlü yasal düzenlemenin yapılamaması, devletçe uygulamaya konulan tasarruf bonusu gibi uygulamaların planlandığı gibi uygulanmaması ve amacından sapması, sağlıklı bir sermaye piyasası oluşumunu engellemiştir.

⁴¹⁸ "1981'e gelindiğinde gazetelere verilen ilanlarda yıllık faiz oranları %144'e kadar çıkmıştı.", Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.128-130.

⁴¹⁹ Ateş ve Eroğlu, a.g.m, s.334.

⁴²⁰ Kazgan, **İstanbul Borsası**, s.130.

⁴²¹ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.56.

⁴²² Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.28.

⁴²³ A.g.e, s.30.

Sermaye piyasasının başıboş denebilecek bir şekilde denetim dışı olarak gelişmesi nedeniyle sermaye piyasası ve borsaların en öncelikli şartı olan güvenilirlik sağlanamamış, menkul kıymet yatırımı halkın gözünde bir yatırım alternatifi haline dönüşmemiştir. Bu dönemde halkın nispeten artan tasarruf gücü etkin bir biçimde sermaye piyasalarına yönlendirilememiş, tasarruf bonolarında olduğu gibi zorunlu tasarruf uygulamalarında yapılan hatalar da sermaye piyasasına ilişkin algıyı olumsuz etkilemiştir.

Bu dönemde Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB), şirketlere hisselerini satın alarak fon sağlaması ve daha sonra bu hisseleri yatırımcılara satmasıyla başarılı bir örnek olarak öne çıkmıştır.

Yeni yeni birikimlerini oluşturmaya başlayan ve henüz açık vermeyen sigorta kurumlarının fonlarının sermaye piyasasında kullanılmasının önünün açılmaması da dikkati çeken bir başka gelişmedir.

Özel sektöre bakıldığında şirketlerin kendi hisse ve tahvillerini arz etmeye başladıkları, ancak denetimin olmadığı ve şirket bilgilerinin sağlıklı bir şekilde yatırımcılara ulaştırılmadığı bir ortamda suistimaller ortaya çıkmış, özel sektör hisse ve tahvilleri istikrarlı bir yatırım seçeneğine dönüşmemiştir.

Bu dönemde sermaye piyasaları yoğun olarak gündemde olmasına rağmen, İstanbul Borsası yeterince gündeme gelmemiştir. Sermaye piyasası işlemleri borsa dışında yapılmış ve borsa bir piyasa niteliği kazanamamıştır. Kalkınma planlarında sürekli olarak yer verilmesine karşın yasal düzenlemenin yapılamamasında siyasi istikrarsızlık ve konunun ekonomideki rolünün yeterince anlaşılmasının önemli rolü bulunmaktadır.

3.4.LİBERAL DÖNEME GEÇİŞ (1980-1985)

3.4.1.Kurallı Sermaye Piyasasının Kurulması

1980 sonrası dönemin, günümüz sermaye piyasasının temellerini atması itibariyle güncel durum değerlendirilirken incelenmesi yerinde olmakla birlikte, tarihsel süreci günümüzle ilişkilendirmek ve çalışmayı bugünkü sistemin kuruluşuna kadar taşımak amacıyla 1980-1985 döneminin de kısaca ele alınması yararlı görülmüştür.

1970’li yılların ikinci yarısında dış ödeme güçlüklerindeki artış ve yüksek enflasyon biçiminde ortaya çıkan ağır bir bunalıma sürüklenen Türk ekonomisi, 24 Ocak 1980 kararlarıyla birlikte yeni bir döneme girmiştir. Önceleri geçici bir nitelik taşıyan kararlar, aynı yılın siyasi gelişmeleriyle de tamamlanarak 1980’den bugüne Türk ekonomisinin temellerini oluşturmuştur.⁴²⁴

Yeni dönemin belirleyici özelliği, ekonomiye ilişkin karar süreçlerinde piyasanın kendi işleyişine göre oluşacak fiyatların tek ‘yol gösterici’ olması; tüketim, yatırım ve yeniden üretim kararlarını belirlemesidir. Fiyat serbestisi kuralı yalnız ülke içinde değil, uluslararası ticarete de geçerli olacaktır. Yeni dönemin üç temel ayağını kamu kesiminin daraltılması, sermaye-emek piyasalarının arz ve talep koşullarına bırakılması ve iç ve özellikle dış piyasada serbestinin artırılması oluşturmaktadır.⁴²⁵

Sermaye piyasasının hukuksal çerçevesinin belirlenmesi ekonominin serbestleştirilmesi ve dışa açılması kapsamında bir gereklilik olarak ortaya çıkarken, piyasaya genel bir kuralsızlığın hâkim olması ve banker faciasının acı sonuçları da yeni düzenlemenin hayata geçmesini hızlandırmıştır.

1970’te TBMM’ye sunulan, Geçici Komisyon’da önemli değişiklikler görüp 29 Kasım 1972’de Meclis Başkanlığı’na gönderilen, fakat görüşme konusu yapılmadan kadük olan ikinci sermaye piyasası kanun tasarısı, bazı değişikliklerle 28 Temmuz 1981’de Milli Güvenlik Konseyi tarafından kabul edilerek yasalaşmıştır.⁴²⁶ Tanör’e göre hukuk düzenini yaşanan onca sıkıntıdan sonra sağlam ve çağdaş ilkeler

⁴²⁴ Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.195.

⁴²⁵ A.g.e, s.199, 212.

⁴²⁶ Yasin, a.g.e, s.56.

üzerine oturtmanın kaçınılmaz gerekliliği, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun kabulüyle sonuçlanan yolu açmıştır.⁴²⁷

20.03.1981 tarihli Bütçe-Plan Komisyonu Raporuna ekli gerekçe metnine göre yeni kanunun temel hedefleri;

-Sermaye piyasasının güven ve kararlılık içinde çalışmasını sağlamak ve tasarruf sahiplerinin haklarını korumak ve

-Sağlanan güven ve kararlılık içinde mobilize edilen tasarrufları iktisadi kalkınmanın emrine sunmak ve şirketleri sermaye bakımından halka açarak mülkiyetin tabanını yaygınlaştırmaktır.⁴²⁸

7 Kasım 1982 tarihli yeni anayasanın 167. maddesinde de sermaye piyasası anayasal güvenceye kavuşturulmuştur:

“Devlet, para, kredi, sermaye, mal ve hizmet piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlayıcı ve geliştirici tedbirler alır; piyasalarda fiili veya anlaşma sonucu doğacak tekelleşme ve kartelleşmeyi önler.”⁴²⁹

‘Sermaye piyasası’ ifadesinin yer almadığı 1961 Anayasası'nın 41. maddesinde ise “iktisadi, sosyal ve kültürel kalkınmayı demokratik yollarla gerçekleştirmek; bu maksatla, milli tasarrufları artırmak, yatırımları toplum yararının gerektirdiği önceliklere yöneltmek, ... devletin görevidir”.⁴³⁰ hükmü yer almaktaydı. 1961 Anayasası'nın planlı kalkınmaya ağırlık veren bakışına karşılık 1982 Anayasası'nda serbest piyasa odaklı bir bakış açısı bulunmaktadır. Yeni sermaye piyasasının toplumsal işlevi, kanunun gerekçesinde vurgulanmıştır.⁴³¹

“tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın biçimde katılmasını sağlamak amacıyla sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemek.”

⁴²⁷Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt**, s.36.

⁴²⁸ Fertekligil, a.g.e, s.250-251.

⁴²⁹ A.g.e, s.55.

⁴³⁰ Aynı yer.

⁴³¹ Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt**, s.68.

Yeni yasayla sermaye piyasası gelişmiş ülkelerdekine yakın sayılabilecek bir hukuksal düzenlemeye kavuşmuştur.⁴³² Batıdaki örneklerine benzer şekilde Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş (13 Ocak 1982⁴³³), borsanın yeniden yapılandırılması çalışmalarına başlanmıştır.

Tasarıyla kabul edilen temel ilkeler:

- Her türlü menkul kıymetin arz ve satışını düzenlemek ve denetlemek,
- Halka arz olunan menkul kıymetlere ilişkin bilgilerin halka tam ve gerçeğe uygun bir biçimde açıklanmasını sağlamak,
- Kara Avrupası hukuk sisteminin etkisi altında bulunan şirketler hukukumuzda, şirketlerin halka açılmasını kolaylaştıracak kurumlar getirmek,
- Sermaye piyasasını etkin bir şekilde denetleyecek bir kurum oluşturmak,
- Sermaye piyasasında faaliyet gösteren yardımcı kurumları düzenlemek ve disiplin altına almak, mahiyetleri itibariyle sermaye piyasasına yardımcı kuruluşların faaliyetleri ile bağdaşmayan bazı işlemlere son vermek ve bugüne kadar yapılmış işlemlerin bir geçiş dönemi içinde tedricen tasfiye edilmesini sağlamak,
- Menkul kıymetler borsalarının çalışmalarına elverişli bir ortam hazırlamaktır.⁴³⁴

Sermaye Piyasası Kanunu ile menkul kıymetlerin tanımları, halka arz ve satışları, menkul kıymetleri çıkaran şirketler, kayıtlı sermaye sisteminin kabulü, temettü dağıtımı, kamuyu aydınlatma, bağımsız dış denetim gibi pek çok başlık altında eskiden beri gündemde olan sorunların çözümüne yönelik olarak piyasaya genel bir düzen getirilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu düzenleyici otorite olarak piyasanın kuruluş, geliştirme, gözetim ve denetimini üstlenmiştir.

⁴³² A.g.e, s.57.

⁴³³ **Sermaye Piyasasında Meydana Gelen Önemli Gelişmeler**, Sermaye Piyasası Kurulu, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=0&pid=5&submenuheader=-1> (25 Mart 2010).

⁴³⁴ Fertekliçil, a.g.e, s.251.

3.4.2.Borsanın Yeniden Kurulması

Sermaye Piyasası Kanunu'nun ardından sıra borsanın yeniden yapılandırılmasına gelmiştir. 06.10.1983 tarih, 18183 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname (KHK/91), borsanın yeniden yapılandırılmasına ilişkin ilk düzenlemedir. Bu düzenleme ile

“menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için menkul kıymetler borsalarının açık, düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamak üzere; kuruluş, yönetim, çalışma esasları ve denetlenmelerini düzenlemek suretiyle sermaye piyasasının ekonomik gelişmede etkin bir rol oynamasını sağlamak”

amaçlanmıştır. Kararnamede Borsaların kuruluşu, yönetiminin atanması, üyeleri, genel kurulu ve mali hükümleriyle ilgili çerçeve hükümlere yer verilmiştir. Yine bu kararname ile 1929 tarihli Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yürürlükten kaldırılmıştır.⁴³⁵

Bir yıl sonra da 06.10.1984 tarih, 18537 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan “Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” yürürlüğe girmiştir.⁴³⁶ Bu yönetmelik Türkiye’de faaliyette bulunan/bulunacak olan menkul kıymetler borsalarının, kuruluş, yönetim, çalışma ve denetleme esaslarını düzenlemektedir.

Yönetmelikte borsanın tanımı aşağıdaki gibi yapılmıştır:

Borsalar, bu Yönetmeliğe göre borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin, alım satımının KHK’de yazılı esaslar dairesinde, belli kaidelere göre düzen içinde yapılmasını sağlayan, teşekkül eden fiyatların ilanına yetkili, tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır.⁴³⁷

Yönetmelikle borsaya üye olabileceklerin nitelik, yetki ve yükümlülükleri; teminatlar; borsa genel kurulu ve diğer organların yapısı, görev ve yetkileri; menkul

⁴³⁵ Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, s.1-6, R.G. no: 18183, tarihi: 06.10.1983, <http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/LegalGround.aspx>, (25 Mart 2010).

⁴³⁶ Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, s.1-16, R.G. no: 18537, tarihi: 06.10.1984, <http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/LegalGround.aspx>, (25 Mart 2010).

⁴³⁷ A.g.e, s.2.

kıymetlerin borsa kotuna alınması ve çıkarılması ile ilgili esaslar; borsaların çalışma düzeni; pazarlar; fiyatların ilanı; borsa işlemleri ve bu işlemlerin gözetim ve denetimi gibi borsanın faaliyetinin esasını oluşturan konular netleştirilmiştir.

Kuruluş sürecinin son adımı olarak, 19.10.1984 tarihinde “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” (İMKB) adıyla kurulması kararlaştırılan borsanın çalışma esas ve kurallarını belirlemek amacıyla 18.12.1985 tarihinde İMKB Yönetmeliği yürürlüğe girmiştir.⁴³⁸ Böylelikle eskiden beri varolan borsanın yerine tamamıyla yeni bir borsa kurulmaktadır. İMKB Yönetmeliği ile bir önceki genel yönetmelikteki hükümler ayrıntılandırılmıştır.

Bu düzenlemelerin ardından Mart 1986’da Muharrem Karılı ilk İMKB Başkanı olarak atanmış, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 26 Aralık 1985’te kurulmuş ve 3 Ocak 1986’da Cağaloğlu’ndaki Ziraat Bankası’nın 2. ve 3. katında faaliyete geçmiştir.⁴³⁹

3.4.3.Değerlendirme

24 Ocak 1980 kararlarının özellikle gerçek ücretlerin düşürülmesi, faiz oranlarının serbest bırakılması, gelir bölüşümünü özel sermaye birikimi lehine değiştirmeyi amaçlaması ve getirdiği serbestinin yol açtığı sonuçlar bu tezin hem konusunun hem de tarih aralığının dışındadır. Konumuz açısından, fiyatların arz ve talebe göre belirlenmesinin genel bir politika olarak kabul edilmesinin, sermaye kaynaklarının fiyatının arz ve talebe göre belirlendiği piyasayı ifade eden borsanın faal hale gelmesinin önünü açtığı söylenebilir. Nitekim sermaye piyasası ve borsa bu doğrultuda daha ciddi bir biçimde ele alınmış ve uzunca bir süredir sürüncemede kalan yasal düzenlemeler yapılmıştır.

Yeni ekonomik düzene ilişkin en önemli eleştiri, sanayileşmeye ilişkin kamusal tercihlerin geri planda bırakılması olarak öne çıkmış⁴⁴⁰; kaynakların sanayileşmede kullanımının piyasa koşullarına bırakılması, uzun dönemli büyüme

⁴³⁸ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği, s.1-20, R.G. no: 18962, tarihi: 18.12.1985 (19.12.1996’da aynı isimle yeni bir yönetmelik çıkarılarak bu yönetmelik yürürlükten kaldırılmıştır.), <http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/LegalGround.aspx>, (25 Mart 2010).

⁴³⁹ 25. Yılda Borsa Tarihi, İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/25yil/index.html> (25 Mart 2009).

⁴⁴⁰ Kepenek ve Yentürk, a.g.e, s.212.

açısından eleştiri konusu olmuştur. Daha önce de değinildiği gibi (s.72) Kazgan da en kârlı işlerin her zaman ulusal refaha en çok katkısı olan işler olmadığına dikkat çekmişti. Bu koşullarda sermaye piyasası, 1960'lı yıllardan farklı olarak, sermayenin tabana yayılması ve büyük sanayi yatırımlarının finansmanından çok, kaynakların etkin dağılımının sağlanması işleviyle ön plana çıkmıştır. Bu tabii ki sermaye piyasasının kalkınmaya ve bölüşüme katkı sağlamayacağı/sağlamadığı anlamına gelmemektedir; nitekim sermaye piyasası 1985'ten bugüne ekonomiye fon sağlamaktadır. Ancak alım-satım işlemlerinin bu şekilde öne çıkmasının, sermaye piyasası ve borsanın ekonomik büyümedeki katkısının geniş kitlelerce yeterince anlaşılmasında küçük de olsa bir payı olduğu söylenebilir.

Sonuç olarak 1980-1985 dönemi, Türkiye'nin 1860'larda başlayan sermaye piyasası faaliyetlerinin kurallara bağlandığı ve denetim altına alındığı, uluslararası standartlarda yeniden yapılandırıldığı dönem olmuştur. Oldukça kapsamlı olan ve takip eden yıllarda da sürekli eklemeler ve değişiklikler yapılan düzenleyici çerçeve ile Türk sermaye piyasasının Batı ülkelerindeki standartlara yaklaştığını söylemek mümkündür. Bir yandan geçmişteki suistimaller dikkate alınarak kurallı bir çerçeve oluşturulmaya çalışılırken, diğer yandan da işler bir piyasa kurulmaya çalışılmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da bu kapsamda ele alınma fırsatı bulmuş, tamamen yeniden kurularak bugünkü yapısına kavuşmuştur.

SONUÇ

Gelişmiş bir ülke ekonomisinin temel taşlarından sermaye piyasalarının Türkiye Cumhuriyeti tarihinde izlediği yolun, Osmanlı Devleti'nden alınan mirasla başladığı görülmektedir. Olumsuz yönleri ağır basan bu miras, ülke ekonomisine katkısı olmayan ve spekülatif hareketlerin yön verdiği bir yapıyı içermektedir.

Esas itibariyle, Osmanlı Devleti'ne borç veren batılı mali kurumların ve bir bakıma onların Türkiye'de uzantılarını teşkil eden Galata bankerlerinin telkin, tavsiye ve gayretleriyle kurulmuş olan Osmanlı Borsası, hiçbir zaman Osmanlı ekonomisiyle bütünleşememiş, tasarruf sahiplerine güven telkin etmediği için tasarrufları hareketlendirememiş ve ekonominin finansmanına ciddi bir destek sağlayamamıştır.

İmparatorluğun özel mülkiyetin ve burjuvazinin gelişmesini engelleyen, tasarruftan caydırıcı siyasi yapısının, sermaye birikimini de engellediği görülmektedir. Sanayi Devrimi'nin yaşandığı ülkelerin tersine ilk menkul kıymet hareketlerine sermaye birikimi değil, devletin kaynak arayışları yol açmıştır. Bu koşullarda 19. Yüzyılda İstanbul'da gelişen piyasa sınırlı bir çevrede kalmış, hiçbir zaman üretime fon aktarır duruma gelememiştir.

Oysa ki borsalar normal şartlarda, sanayileşmeyle birlikte ulus-devlet yapısının bir parçası olarak ortaya çıkmaktadır. Bu durumda Osmanlı döneminde bu anlamda bir sermaye piyasasının oluşmamış olmasına da şaşmamak gerekir. Ulusal ekonominin tamamlayıcı parçası olan sermaye piyasası, ancak ulus-devletin kurulmasından sonra, yani Cumhuriyet'e gündeme gelebilirdi.

Nitekim Mustafa Kemal ve arkadaşlarının yönetiminin borsa konusundaki ilk icraatı düzeni sağlamak ve kuruma ulusal bir kimlik kazandırmak yönündedir. Bundan sonra Cumhuriyetin ilk yıllarında sanayileşmeye ve bankacılık sektörünün gelişimine ağırlık verilmiştir. Yıkık durumda ve yoksul bir ülkeyi devralan Cumhuriyet'in ilk yıllarında sermaye piyasasına sıra gelmesi düşünülemezdi. Özel sektörün, özel mülkiyetin ve orta sınıfın çok sınırlı olduğu Cumhuriyetin ilk yıllarında sermaye piyasasının gelişmesi için henüz erkendir.

Kuruluş yıllarında Cumhuriyet yönetimi ulusal bankaların kurulup geliştirilmesi politikasını benimsemiş, küçük tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi bu şekilde sağlanmıştır. Zaten oluşmuş bir sermaye piyasası yoktur. Bir yandan devlet yatırımları sürdürülürken, özel sanayi girişimleri, aile şirketleri olarak kısmen öz sermayelerde, kısmen de devlet bankalarının iştirakleri şeklinde gerçekleştirilmiştir. Öte yandan halkın tasarruf eğiliminin artırılmasına çalışılmıştır.

Kuruluş yılları, endüstri toplumunun diğer kurumları gibi sermaye piyasası için de gerekli zeminin üretildiği yıllardır. Zamanla gelir düzeyi arttıkça ve özel sektör geliştikçe, yatırımların daha da ileri taşınması ve kalkınmanın sağlanması için sermaye piyasası gündeme gelmiş, 1960'larda planlı dönemle birlikte ekonomik gündemin değişmez parçalarından biri olmuştur. Ancak bu dönemdeki çalışmalar istenilen sonuca ulaştırılamamış, düzenli ve denetim altında bir sermaye piyasası kurulamamıştır.

Bu dönemde zorunlu borçlanma araçları da çıkarılmış, ancak hem yatırımlara yönlendirilmemiş, hem de bu kâğıtlar spekülasyonlara konu olarak devlete olan güveni zedelemiştir.

Sermaye ve para piyasaları tasarrufların akışını sağlayan mekanizmalardır. Bu piyasaların yaşaması için bireylerin tasarruf gücünün olması ve sermaye birikiminin belli bir düzeye gelmesinin yanında, bu iki ayağı birleştiren güvenilir bir ortam olması gerekmektedir.

Ancak bir türlü yasal düzenlemenin yapılamaması, devletçe uygulamaya konulan tasarruf bonusu gibi uygulamaların sonuna kadar takip edilmemesi ve amacından sapması, sağlıklı bir sermaye piyasası oluşumunu engellemiştir.

Sermaye piyasası ve borsaların en öncelikli şartı olan güvenilirlik sağlanamamış, menkul kıymet yatırımı halkın gözünde bir yatırım alternatifi haline dönüşmemiştir.

Bu noktada tarihsel süreç içinde sermaye piyasalarının faal olduğu 1960-1980 dönemiyle Cumhuriyet öncesi dönem ile Osmanlı dönemi arasındaki benzerlikler dikkat çekmiştir. Spekülatif işlemler her iki dönemde de görülmekte, devletin düzenlemeleri iki dönemde de yetersiz kalmaktadır.

Sonuç itibariyle 1960'lı yıllarda sermaye piyasası kurulması girişimleri özellikle DPT bürokratları ve TSKB tarafından desteklenirken, bürokrasinin genelinden yeterli desteği alamamıştır. Siyasi kesimde Cumhuriyet Halk Partisi destekler, Adalet Partisi mesafeli yaklaşırken, sermaye piyasası kalkınmaya katkısı ve emeğin sermayeye ortak olmasıyla sosyal adalete hizmet eden yönüyle dikkatleri çekmiştir. Özel sektör ve bankaların da sermaye piyasası düzenleme girişimlerine mesafeli olduğu söylenebilir.

Düzenlemenin yapılmaması nedeniyle şirketlerin hisse senedi ve tahvil ihraçları borsa dışında gerçekleşmiş, halkın güveninin suistimal edildiği olaylar yaşanmıştır.

Girişimlerin bu şekilde kontrol dışına çıkması, bazı uzmanlar tarafından menkul kıymet işlemlerinin yaygınlaşması ve halkın bu işlemlerle tanışması anlamında olumlu karşılanmaktadır. Ancak kanımızca, bu tür başarısız girişimler, etkileri bugün de süren sorunların kökeninde yatan etkenlerden biridir. Bugün halâ borsada menkul kıymet alım satımı çoğu kişi tarafından bir yatırım seçeneği değil, kısa vadeli bir kazanç kapısı, bir oyun olarak görülmektedir.

1930'lar döneminin başarılı iktisat politikası uygulamaları da dikkate alındığında, sermaye piyasasına ilişkin girişimlerin nedenleri arasında, çok partili düzende idealist bürokratla siyasetçinin bir araya gelememesi de sayılabilir. Ayrıca takipçi bir liderin yokluğu, her konuda olduğu gibi burada da sonuç almada belirleyicidir.

Sermaye piyasasını geliştirmeye yönelik girişimler, Türk tarihinde çokça örnekleri görünen doğru bir fikirle yola çıkıp, yol üzerinde bambaşka faktörlerin etkisiyle değişerek amacından ve özünden kopmasına bir örnektir.

Gelir durumu, siyasal istikrarsızlık vb. nedenlerle kanun tasarıları yasalaşaydı bile çok ilerleme sağlanamayabilirdi, ancak çok daha önceden yol almaya başlanabilirdi. Bu anlamda sermaye piyasası kanununun 1981'e kadar gecikmesi kayıptır.

Sonuç itibariyle sermaye piyasalarının Türkiye'deki gelişimi, ekonominin gelişme sürecinden ayrı değildir. Ekonominin çok partili dönemdeki istikrarsız

gidişatı ve popülist eğilimlere öncelik verilmesi, bu tür yapısal bir dönüşümün gecikmeli olarak kurulabilmesine tamamlanmasına izin vermemiştir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Akyıldız, Ali; Osmanlı Dönemi Tahvil ve Hisse Senetleri/“Ottoman Securities”, Türkçe-İngilizce, Türk Ekonomi Bankası A.Ş, Tarih Vakfı, İstanbul, 2001.

Atuk, M. Bülent; Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi, (yayınevi belirtilmemiş), İstanbul, 1974.

Boratav, Korkut; Türkiye İktisat Tarihi (1908-1985), İstanbul, 1988.

Bulutoğlu, Kenan; Tepeden Dibe Borsalar, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2003.

Çapraz, Neşe; Ekonomik Bunalımların Dünya'da ve Türkiye'de Yansımaları, Der Yayınları, İstanbul, 2001.

Devellioğlu, Ferit; Osmanlıca-Türkçe Ansiklopedik Lûgat, Aydın Kitabevi Yayınları, 24. Baskı, Ankara, 2007.

Eğilmez, Mahfi; Kumcu, Ercan; Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2004.

Eldem, Vedat; Harp ve Mütareke Yıllarında Osmanlı İmparatorluğu Ekonomisi, Türk Tarih Kurumu, Ankara, 1994.

_____ ; Osmanlı İmparatorluğu'nun İktisadi Şartları Hakkında Bir Tetkik, Türk Tarih Kurumu, Ankara, 1994.

Fertekligil, Azmi; Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, İMKB Yayınları, İstanbul, 2000.

İstanbul Esham ve Tahvilat - Kambiyo ve Nukut Borsası İdaresi; Borsa Rehberi (1928), İMKB Yayınları, İstanbul, 1990.

_____ ; Borsa Rehberi (1928) - 2: Osmanlı Dönemi Borsa ve Mali Sistemi, İMKB Yayınları, İstanbul, 1990.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 20. Basım, İMKB Yayınları, İstanbul, 2008.

Karlı, Muharrem; Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003.

Kazgan, Haydar; Galata Bankerleri, Türk Ekonomi Bankası A.Ş, İstanbul, 1991.

_____ ; Galata Bankerleri II.Cilt, Orion Yayınevi, Ankara, 2006.

_____ ; Tarih Boyunca İstanbul Borsası, İMKB Yayınları, İstanbul, 1995.

Kepek, Yakup; Yentürk, Nurhan; Türkiye Ekonomisi, 22. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2009.

Kılıçbay, Ahmet; Türkiye Ekonomisi, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1984.

Kocatürk, Utkan, Atatürk ve Türkiye Cumhuriyeti Tarihi Kronolojisi 1918-1938, Türk Tarih Kurumu, Ankara, 2000.

Kurdaş, Kemal; Ekonomik Politika Üzerine: İncelemeler-Yorumlar, Beta Basım Yayım, İstanbul, 1994.

Olson, James S.; Encyclopedia of the Industrial Revolution in America, Greenwood Press, Westport, 2002.

Öngüt, İbrahim; Türkiye’de Sermaye Piyasası Konusunda Yapılan Çalışmalar, İktisadi Araştırmalar Tesisi, İstanbul, 1966.

Tanör, Reha; Türk Sermaye Piyasası, I.Cilt: Taraflar, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş, İstanbul, 1999.

_____ ; Türk Sermaye Piyasası, II.Cilt: Halka Arz, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş, İstanbul, 2000.

Targan, Ünal; Dünyada ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 1990.

Pamuk, Şevket; Osmanlı İmparatorluğu’nda Paranın Tarihi, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 2003.

_____ ; Osmanlı-Türkiye İktisadi Tarihi (1500-1914), İletişim Yayınları, İstanbul, 2005.

Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti; Sermaye Piyasası Çalışma Grubu İktisadi ve Mali Raporları, Ankara, 1964.

Teweles, Richard J.; Bradley, Edward S.; Teweles, Ted M.; The Stock Market, 6. Edition, John Wiley & Sons Inc, 1992.

Uygun, Bülent; FinansPolitik: Finans Piyasaları, Borsa, Ekonomi ve Yaşam Üzerine Yazılar, Kızılelma Yayıncılık, İstanbul, 2001.

Yasin, Melikşah; Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2002.

Yavuz, Bige; Kurtuluş Savaşı Döneminde Türk-Fransız İlişkileri, Fransız Arşiv Belgeleri Açısından (1918-1922), Türk Tarih Kurumu Basımevi, Ankara, 1994.

Yıldırım, Abdurrahman; Borsanın ABC’si, Bilgi Yayınevi, Ankara, 1990.

Yıldırım, Cemal; Bilim Tarihi, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1997.

MAKALELER

Al, Hüseyin; Akar, Şevket Kamil; “Osmanlı Maliyesinde Kısır Döngü ve 1861 Ticari Krizi”, s.51-86, Türk Kültürü İncelemeleri Dergisi, S.18, 2008.

_____ ; “Söylentinin Gücü: İstanbul’da Büyük Panik ve 1861 Finansal Krizi”, s.23-59, Tarih ve Toplum Yeni Yaklaşımlar, S.7, Bahar-Yaz 2008.

Alkin, Erdoğan; “Para-Kredi-Banka”, Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi, Memduh Yaşar idaresinde, Akbank Kültür Yayını, İstanbul, 1980.

- Altan, Çetin; “*Bir Prensibe Varmalı Artık*”, Milliyet Gazetesi, 07 Haziran 1963, s.2.
- Ateş, Toktamış; Eroğlu, Nadir; “*Cumhuriyet Dönemi İktisadi Yapı ve Finans Sistemi -1946-1980 Dönemi-*”, s.209-348, Osmanlı’dan Günümüze Türk Finans Tarihi, II.Cilt, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999.
- Ateş, Toktamış; Soyak, Alkan; “*Cumhuriyet Dönemi İktisadi Yapı ve Finans Sistemi -1923-1946 Dönemi-*”, s.5-208, Osmanlı’dan Günümüze Türk Finans Tarihi, II.Cilt, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999.
- Aysan, Mustafa A.; Özgür, Ertan; “*Sermaye Piyasası, Nerededir, Nereye Gidiyor?*”, s.30-35, Banka ve Ekonomik Yorumlar, Nisan 1975, c.12, S.4.
- Ekren, Nazım; “*Özel Finans Kurumları*”, s.167-172, 75 Yılda Paranın Serüveni, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998.
- Eroğuz, Özan; “*Türk Vergi Sistemi ve Sermaye Piyasası (Vergi Bakımından Araştırma)*”, s.209-224, Sermaye Piyasası Etüdü: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi için Gerekli Tedbirler, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara, 1964.
- Genç, Mehmet, “*Osmanlı İktisadi Dünya Görüşünün İlkeleri*”, s.175-185, İstanbul Üniversitesi Edebiyat Fakültesi Sosyoloji Dergisi, III, İstanbul, 1989.
- Güran, Tevfik; “*Tanzimat Döneminde Devlet Fabrikaları*”, s.235-249, 150. Yılında Tanzimat, yay.haz. Hakkı Dursun Yıldız, Ankara, TTK, 1992.
- Işıl, Erhan; “*Tasarruf Bonoları*”, Milliyet Gazetesi, 29 Ağustos 1963, s.2.
- İpekçi, Abdi; “*Halk Kapitalizmi ve Türkiye*”, Milliyet Gazetesi, 19 Nisan 1967, s.1.
- Kazgan, Haydar; “*AP Neler Getiriyor?*”, Milliyet Gazetesi, 16 Kasım 1969, s.2.
- _____; “*Ekonomide Kuruluş, Borsada Uyku Dönemi: Dünya Krizi ve Ekonomide Yapılanma*”, s.233-240, 75 Yılda Paranın Serüveni, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998.
- _____; “*Türkiye’de Sosyal Güvenliğin Finansmanı ve Ekonominin Sosyal Güvenlik Yaratma Gücü*”, s.25-29, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Nisan 1975, c.12, S.4.
- Kazgan, Haydar; Ateş, Toktamış; Koraltürk, Murat; “*Osmanlı Devleti’nde Finansal Faaliyetler ve Kurumlar -Kuruluştan Tanzimata-*”, s.87-216, Osmanlı’dan Günümüze Türk Finans Tarihi I.Cilt -Kuruluştan Cumhuriyete-, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999.
- _____; “*Osmanlı Devleti’nde Finansal Faaliyetler ve Kurumlar -Tanzimat’tan Cumhuriyete-*”, s.217-446, Osmanlı’dan Günümüze Türk Finans Tarihi I.Cilt -Kuruluştan Cumhuriyete-, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999.
- Keyder, Çağlar; “*1923-1929 Dönemi Bankalar*”, s.115-126, 75 Yılda Para’nın Serüveni, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998.
- Önsoy, Rifat; “*Tanzimat Dönemi İktisat Politikaları*”, s.255-262, Tanzimat’ın 150. Yıldönümü Uluslararası Sempozyumu, Ankara 31 Ekim-3 Kasım 1989, Türk Tarih Kurumu, Ankara, 1994.

Özgür, Ertan; Tekbaş, Mehmet Şükrü; Bozkurt, Ünal; “*Sermaye Piyasası Nerededir, Nereye Gidiyor?*”, s.33-47, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Haziran 1976, c.13, S.6.

Parasız, İlker; “*Türkiye’de Bankacılığın Tarihsel Gelişimi*”, s.109-114, 75 Yılda Paranın Serüveni, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998.

_____; “*Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişimi*”, s.217-232, 75 Yılda Paranın Serüveni, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998.

Poroy, Reha; Erem, Turgut S.; “*Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi için Hukuki Tedbirler (Hukuki Araştırma)*”, s.41-208, Sermaye Piyasası Etüdü: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi için Gerekli Tedbirler, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara, 1964.

Sarc, Ömer Celal; “*Tanzimat ve Sanayimiz*”, s.423-440, Tanzimat I, Maarif Vekâleti, İstanbul, 1940.

Sönmez, Mustafa; “*Sermaye Birikiminin 75 Yıllık Gelişimi: Kilometre Taşları*”, s.51-82, 75 Yılda Para'nın Serüveni, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998.

Tekeli, İlhan; İlkin Selim; “*TC Merkez Bankası'nın Kuruluşu*”, s.195-200, 75 Yılda Para'nın Serüveni, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul, 1998.

Tekin, Oğuz; “*Başlangıcından Cumhuriyete Akdeniz Dünyasında Para*”, s.13-86, Osmanlı’dan Günümüze Türk Finans Tarihi I.Cilt -Kuruluştan Cumhuriyete-, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1999.

Tekinalp, Ünal; “*Sermaye Piyasası için Kanun Gecikmemelidir*”, Milliyet Gazetesi, 9 Ocak 1970, s.2.

Üstünel, Besim; “*Sermaye Piyasasını Geliştirmenin Temel Şartları*”, Milliyet Gazetesi, 19 Aralık 1964, s.2.

Yenal, Oktay; “*Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi Meselesinin İktisadi Mahiyeti ve Önemi (İktisadi Araştırma)*”, s.7-40, Sermaye Piyasası Etüdü: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi için Gerekli Tedbirler, Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Ankara, 1964.

TEZLER

Al, Hüseyin; 19. Yüzyılda Ülke Riski, Finans Politik, İngiliz Tahvil Sahipleri ve Babıâli, İstanbul Üniversitesi İktisat Tarihi Bilim Dalı Doktora Tezi, İstanbul, 2005.

Dilbaz, Kemaleddin; Menkul Kıymet Borsalarının Özelleştirilmesi ve İMKB için Bir Değerlendirme, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007.

Mazgit, İsmail; Mülkiyetin Tabana Yayılması ve Servet Dağılımının Sağlanmasında Sermaye Piyasasının Rolü ve Etkisi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 1991.

Nazlıgöl, Kadir; Gelişen Borsalar ve İMKB'nin Karşılaştırmalı Özellikleri, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.

Özbay, Ali Kemal; Borsa Kavramı ve İMKB'nin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Malatya, 2007.

Öztürk, Sevinç; Avrupa Birliği Sürecinde Türk Sermaye Piyasaları, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007.

Semiz, Yaşar; 1929-1938 Döneminde Milli İktisat ve Tasarruf Cemiyeti, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Atatürk İlkeleri ve İnkılap Tarihi Anabilim Dalı Doktora Tezi, Konya, 1991.

GAZETELER

Cumhuriyet Gazetesi, 5 Aralık 1929.

_____ ; 6 Aralık 1929.

_____ ; 7 Aralık 1929.

_____ ; 12 Aralık 1929.

_____ ; 19 Aralık 1929.

Milliyet Gazetesi, 30 Kasım 1950.

_____ ; 23 Eylül 1953.

_____ ; 7 Mart 1954.

_____ ; 19 Şubat 1958.

_____ ; 10 Mayıs 1959.

_____ ; 12 Kasım 1959.

_____ ; 23 Mayıs 1962.

_____ ; 25 Haziran 1.962

_____ ; 22 Haziran 1963.

_____ ; 31 Mayıs 1964.

_____ ; 18 Eylül 1965.

_____ ; 19 Eylül 1965.

_____ ; 5 Ekim 1965.

_____ ; 9 Şubat 1969.

_____ ; 10 Şubat 1969.

_____ ; 26 Nisan 1969.

_____ ; 14 Ağustos 1969.

_____ ; 24 Eylül 1969.

_____ ; 29 Kasım 1969.

AĞ SAYFALARI

American Stock Exchange; American Stock Exchange Historical Timeline, NYSE Euronext (15.10.2009), <<http://www.nyse.com/pdfs/AmexTimeline.pdf>>.

Devlet Planlama Teşkilatı; 1. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1963-1967), (02.12.2009), <<http://www.dpt.gov.tr>>.

_____ ; 2. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1968-1972), (02.12.2009), <<http://www.dpt.gov.tr>>.

_____ ; 3. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1973-1977), (02.12.2009), <<http://www.dpt.gov.tr>>.

_____ ; 4. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1979-1983), (02.12.2009), <<http://www.dpt.gov.tr>>.

_____, Tarihçe, 1960 Sonrası Dönemde Planlama, (07.12.2009).
<http://www.dpt.gov.tr/DPT.portal>

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası; Hukuki Çerçeve, (30.11.2009), <<http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/LegalGround.aspx>>.

_____ ; İMKB Eğitim Setleri, (01.12.2009), <<http://www.imkb.gov.tr/Training/Training Sets.aspx>>.

_____ ; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği, s.1-20, R.G. no: 18962, tarihi: 18.12.1985, (25 Mart 2010), <<http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/LegalGround.aspx>>.

_____ ; İşlem Hacmi, İşlem Miktarı ve Sözleşme Sayıları, (03.01.2010), <<http://www.imkb.gov.tr/Data/Consolidated.aspx>>.

_____ ; Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, s.1-6, R.G. no: 18183, tarihi: 06.10.1983, (25.03.2010), <<http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/LegalGround.aspx>>.

_____ ; Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, s.1-16, R.G. no: 18537, tarihi: 06.10.1984, (25.03.2010), <<http://www.imkb.gov.tr/AboutUs/LegalGround.aspx>>.

_____ ; 25. Yılda Borsa Tarihi, (25.03.2010), <<http://www.imkb.gov.tr/25yil/index.html>>.

Merkezi Kayıt Kuruluşu; Aylık İstatistikler: Yatırımcı Sayısı, (03.01.2010), <http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/piyasa/istatistik_a.jsp>.

Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kanunu, R.G. no: 17416, Tarih: 30.07.1981, (03.11.2009), <http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html>.

Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasasında Meydana Gelen Önemli Gelişmeler (25.03.2010), <<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=0&pid=5&submenuheader=-1>>.

Türk Dil Kurumu; Güncel Türkçe Sözlük ve İktisadi Terimler Sözlüğü, (01.12.2009) <<http://tdkterim.gov.tr>>.

Türkiye Sınâî Kalkınma Bankası; TSKB Tarihi, (6 Aralık 2009), <http://www.tskb.com.tr/sirket_profil/detail_tarihce.aspx?SectionID=H%2bv1JNcI TRyoXIM%2bLbn%2fVQ%3d%3d&ContentId=jWJo3bZLqKIFoQbe7mTvMQ%3d%3d>.

Vikipedi, Özgür Ansiklopedi, Sanayi Devrimi, (09.01.2008), <http://tr.wikipedia.org/wiki/Sanayi_Devrimi>.