

TASARRUF-YATIRIM SÜRECİNİN AKTÖRLERİ

Dr. Ahmet Burçin YERELİ*

Tasarruf-yatırım süreci, tasarrufların yatırım amacıyla değerlendirilmesini ifade etmektedir. Avrupa' da sanayi devrimi ile birlikte, sınai yatırımların ve alt-yapı yatırımlarının hızlı bir gelişim göstermesi, bu yatırımların finansman sorununu da beraberinde getirmiştir. Uluslararası ticaretin yaygınlaşmaya başladığı dönemlerde küçük bankerlik kuruluşları şeklinde gelişmeye başlayan mali kurumlar ile 1600' lü yıllarda ilk olarak Japonya' da görülen vadeli işlem piyasaları, zamanla oldukça karmaşık bir yapıya bürünen mali sistemin koşullarına uyum sağlayarak işlevlerini günden güne artırmışlardır.

Gelir sahipleri ile sermaye talebinde bulunanlar tasarruf-yatırım sürecinin taraflarını oluşturmaktadırlar. Gelir sahiplerinin tasarruf edecekleri gelir kısmı aslında bir tür sermaye arzıdır ve sermaye talebinde bulunanlar bu arz ile belli piyasalarda karşılaşılır ve bu arz-talep ilişkisine çoğunlukla aracılık eden mali kurumlar mevcuttur. Aracı kurumlar tasarruf şekline ve tasarruf aracına göre farklılık göstermektedirler.

XX. yüzyılda çok hızlı bir gelişme gösteren mali piyasalar, yatırımcı kuruluşların, hatta devletin dahi doğrudan tasarrufları toplayarak kullanabilmesini sağlayan yeni bir takım tasarruf araçlarının ortaya çıkmasına yol açmışlardır. Böylece finansman krizine giren, ancak sermaye yapıları güçlü kurumların kendi öz varlıklarına karşılık sermaye piyasalarından tasarrufları, serbest piyasa kurallarına göre toplayabilmeleri ve sağladıkları bu kaynakları kâra dönüştürerek tasarruf sahiplerine dağıtabilme olanakları da gelişmiştir.

A. Tasarruf Araçları

Tasarruf araçları; gelirin tüketilmeyen kısmının belli koşullar dahilinde, gelir sahibi tarafından spekülatif amaçla değerlendirildiği mali araçlardır. Tasarruf araçları her zaman gelir sahibine pozitif bir getiri sağlamayabilirler. Bazan getiri negatif olabilir. Bu nedenle tasarruf aracının niteliği ve tasarruf koşulları gelir sahibi tarafından verilecek tasarruf kararında ve spekülatif amacın düzeyinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Spekülatif amacın düzeyi arttıkça, risk de yükselecek, buna karşın gelir sahibinin tasarruf ettiği meblağa karşı kazancı ya da kaybı aynı oranda büyüyecektir.

* D.E.Ü., İ.İ.B.F. Maliye Bölümü.

Günümüzde, tasarruf araçlarının belli ölçütlere göre tasnifini yapabilmek pek mümkün değildir. Kullanılan ölçütlere göre bazı tasarruf araçları birden fazla sınıfa girebilmektedir. Bu karmaşıklığı en aza indirgeyecek şekilde tasarruf araçlarını şu şekilde sınıflandırabiliriz.

1. Senede Bağlı Tasarruf Araçları

Senede bağlı tasarruflar, nakit olarak tutulan meblağın bir borç sözleşmesi dahilinde, kıymetli evrak niteliğini haiz bir menkul kıymete dönüştürülmesidir. Örnek olarak tahvilleri, hazine bonolarını, varlığa dayalı menkul kıymetleri, vb. verebiliriz.

Bu tür tasarruf araçlarında tasarruf sahibi ile sermaye talebinde bulunan arasında, tasarruf şartlarını, tasarruf aracı niteliğini haiz senedin hukuki dayanaklarını, tarafların yasal haklarını düzenleyen bir borç sözleşmesinin yeralması önemli bir özelliktir. Bu sözleşme, tasarruf aracı niteliğini haiz senedin üzerinde basılı bir ifade olabileceği gibi, iki taraf arasında ayrıca yapılan bir sözleşme de olabilir. Eğer senet üzerinde basılı bir sözleşme sözkonusu ise, genellikle tasarruf sahibi, bu senedin maliki olması ile sözleşme şartlarını kabul etmiş olmaktadır.

Tasarruf sahibi elindeki nakit tutarını önceden belirlenen vadeler dahilinde ve sermaye talebinde bulunan tarafından veya taraflarca karşılıklı olmak üzere tesbit edilmiş bir getiri oranı üzerinden senede çevirir. Senedin getirisinin önceden belirlenmiş olması da bu tür tasarrufların önemli bir özelliğidir.

Aynı şekilde bankalarda açılan vadeli mevduat hesapları da bu sınıflandırmaya dahil edilebilir. Bu durumda banka tarafından verilen vadeli mevduat hesap cüzdanları senet niteliği taşımaktadır.

2. Banknota Bağlı Tasarruf Araçları

Genelde tasarruf para ile yapılır. Her ne kadar, herhangi bir tasarruf aracına para yatırılrsa da, bu tasarruf aracı vade sonunda tekrar nakde çevrilebilmektedir. Banknota bağlı tasarruf aracından kasıt, gelir sahibinin elindeki banknotu, milli para dışındaki diğer ülke paralarına çevirerek tasarrufta bulunmasıdır. Yani döviz talep etmesidir. Yabancı paralar, döviz piyasalarında tıpkı bir ekonomik mal gibi alınır ve satılırlar. Döviz talebi genellikle «türemiş» bir taleptir, yani fertler yabancı parayı onunla yabancı mal ve hizmet satın almak için talep ederler. Ancak bunun istisnaları da vardır. Bazen fertler yabancı parayı sırf para olarak tutmak için da talep etmiş olabilirler. Örneğin döviz spekü-

lasyonunda olduğu gibi¹. Günümüzde Amerikan doları, Japon yeni, Alman markı, İsviçre frangı gibi paralar daha çok spekülâtif amaçlı olarak talep edilmektedir. Bu yönüyle, adı geçen ülke paraları birer tasarruf aracı niteliğine bürünmüştür.

Banknota bağı tasarruflar doğrudan döviz talebi niteliğinde olabileceğı gibi, dövizle bağı kağıtlar şeklinde de olabilir. Döviz sertifikaları bu tasarruf aracına verilebilecek en güzel örnektir.

Ancak burada karıştırılmaması gereken bir durum sözkonusudur. Dövizle endeksli tahviller veya hazine bonoları da sanki bu gruba girmekteymiş gibi görünebilir. Oysa, bu tür tasarruf araçları daha çok senede bağı tasarruf araçları tanımına uymaktadır. Çünkü dövizle endeksli de olsalar, sonuç olarak getiri oranları baştan belirlenmiştir. Buna karşın döviz sertifikaları tamamen bağı oldukları ülke dövizindeki değeri değişimlerine endekslenmektedir.

3. Kıymetli Madene Bağı Tasarruf Araçları

Gelir sahipleri ellerindeki fonları kıymetli madenlere yatırabilmektedirler. Özellikle altın ve gümüş türündeki kıymetli madenler, ziynet eşyası olmalarının yanı sıra tasarruf amacıyla da talep edilebilmektedir. Kıymetli madene bağı tasarruf araçları, aynen banknota bağı tasarruf araçlarında olduğu gibi kağıda bağlanabilmektedir. Örneğin altın sertifikaları gibi.

4. Mal Karşılığı Tasarruf Araçları

Aynî tasarruflar aynı zamanda mal tasarrufu olarak adlandırılabilir. Ancak borsaların gelişmesi ile birlikte aynî olarak tasarruf edilen değerler sertifikalar yoluyla tasarruf sahiplerine sunulmaktadır.

Mal karşılığı işlemler daha çok tarımsal ürün borsalarında görülmektedir. Belli bir tarımsal ürünün belli bir dönemdeki birim fiyatı üzerinden ürün miktarına karşılık gelen tutar tasarrufçu tarafından ödenerek belli bir pay (sertifika karşılığı) alınır. Daha sonra bu pay senedi istenildiğı anda, o ürünün o andaki birim fiyatı üzerinden nakde çevrilir. Bu tür işlemler daha çok tahıl, pamuk, hububat borsalarında gerçekleştirilmektedir. Mal karşılığı işlemlere konut sertifikalarını da örnek olarak verebiliriz.

5. İşletme Faaliyetlerine Bağı Tasarruf Araçları

İşletmelerin faaliyette bulunmaları ve bu faaliyetleri sonucunda oluşacak dönemsonu net kârına tasarruf sahiplerini ortak etmeleri veya yeni yapılmakta

¹ Halil SEYİDOĞLU; Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama, Geliştirilmiş 4. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara 1982, s. 139.

olan bir yatırıma kaynak sağlamak amacıyla gelir ortaklığı tesis etmeleri bu tür tasarruf araçlarını ortaya çıkarmıştır. Kâr/zarar ortaklığı belgeleri, hisse senetleri, gelir ortaklığı senetleri bu tür tasarruf araçlarına örnek olarak verilebilir.

6. Spekülatif İşlemlere Bağlı Tasarruf Araçları

Son yıllarda mali piyasaların gelişmesi ile birlikte çeşitli tasarruf araçları alım-satım işlemlerinin gerçekleştirildiği borsalar da gelişme göstermiştir. Bu borsalarda faaliyette bulunan aracı kurumların oluşturduğu menkul kıymetler yatırım fonları, katılma belgeleri tanzim etmek suretiyle tasarruf sahiplerini bu fonlara ortak etme yoluna gitmişlerdir.

Menkul kıymetler yatırım fonları veya benzeri yatırım fonlarının en önemli özelliği fonu oluşturan meblağın çeşitli tasarruf araçlarına dağıtılmış olmasıdır. Böylelikle risk de dağıtılmış olmaktadır. Bu fonlar katılma belgeleri aracılığı ile belli bir bedel üzerinden tasarruf sahiplerine arz edilmektedir. Söz konusu katılma belgeleri spekülatif işlemlere dayalı olarak istenildiği anda o anki değeri üzerinden nakde çevrilebilmektedir.

B. Tasarruf Piyasaları

Tasarruf arzı aslında bir tür sermaye arzıdır. Arz edilen tasarrufun karşısındaki talepler, bu tasarrufları ya kendi sermaye ihtiyaçları olarak değerlendirilmekte ya da sermaye ihtiyacı olanlara pazarlamaktadırlar. Bu bağlamda, arz edilen tasarrufları talep edenler ikiye ayrılmaktadır. Kendi sermaye ihtiyaçları için talepte bulunanları «gerçek girişimciler», bu tasarrufları başkalarına pazarlayanları ise «aracı kurumlar» olarak tanımlayabiliriz.

Sermaye talebinde bulunanlar ile tasarruf arz edenlerin karşı karşıya geldiği piyasalar genel olarak «para ve sermaye piyasaları» ya da «mali piyasalar» denilmektedir. Bu piyasalar özellikle XX. yüzyıldan itibaren önemli bir gelişme göstermiştir. Gerek işlem hacmi, gerekse işlem çeşidi açısından hızla gelişen para ve sermaye piyasaları, dünya ekonomisinde mali kesimlerin önemini de hızla artırmıştır.

Mali piyasalar, tam rekabetin geçerli olmadığı piyasalardır. Yani, her birinden farklı koşulların, faiz oranlarının, kredi ve katılma olanaklarının geçerli olduğu çeşitli yan piyasalar vardır¹.

Ekonomide satın alma güçlerinin, tasarruf sahiplerinden sermaye talebinde bulunanlara aktarılması mali piyasaların temel işlevidir. Bu işlev tasarruf

¹ Ali Sait YÜKSEK, Gültekin RODOPLU; *Sermaye Piyasası*, Formül Matbaası, İstanbul 1980, s. 2.

araçlarını kullanan çeşitli mali kurumlar aracılığı ile yürütülür. Her ekonominin mali piyasalardan beklediği gerekli miktarda kaynağı, gerektiği zaman ve nite-likte hazır bulundurması mümkün değildir¹. Çünkü, mali piyasalara fon arz edenlerle, talep edenlerin tercihleri, vade, kârlılık ve maliyetler açısından büyük farklılıklar gösterir. Bu nedenle, mali piyasalar, çok genel anlamda, finansman faaliyetlerinin tümünün ele alındığı piyasalardır. Mali piyasalarda, vadeleri ne olursa olsun, asıl olan fon arz ve talebinin karşılaşmasıdır².

Tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi sürecinde asıl önemli olan, ta-sarrufların kalkınmanın finansmanına hangi mekanizma (bankalar sistemi veya sermaye piyasası) ile aktarıldığı değil, ekonomik ve sosyal amaçlar bakımından hangi uygunlukta aktarıldığıdır. Mekanizmaların hangisinin daha önemli ol-duğu, kaynakları hangi uygunlukta aktarabildiklerine bağlıdır. Dolayısıyla uy-gunluk derecesi önce aktarmanın niteliği sonra da mekanizmalar açısından ele alınabilir. Aktarmanın niteliği ise tasarrufların sermaye payı olarak mı, yoksa borç olarak mı aktarıldığıdır. İşletmelerde sağlıklı bir finansman yapısı için öz kaynakların dış kaynaklarla en azından dengeli olması gerekir. Ayrıca öz kay-nakların ağırlığı ne kadar artarsa mali yapı da o kadar sağlamlaşır. Burada, ak-tarmanın niteliği bakımından, ekonomik uygunluk derecesinin ölçütü ortaya çıkmaktadır. Bu ölçüt, tasarrufların ne kadarının sermaye payı olarak aktarıldı-ğıdır. Aktarmanın niteliği bakımından, sosyal amaca uygunluk derecesinin öl-çütü de yine, hatta daha önemli olarak, halkın tasarruflarının ne kadarının ser-maye payı olarak aktarıldığı dolayısıyla şirketlerin mülkiyetinin ne ölçüde ta-bana yaygınlaştığıdır.

Aktarmanın niteliği bakımından tasarrufların borç değil, sermaye payı olarak aktarılması ekonomik ve sosyal amaçlar açısından daha önemli olmakla birlikte yeterli gayret gösterildiği halde, bu şekilde aktarılamayan tasarrufların da borç olarak aktarılması gerekmektedir. Yine bu aktarmada asıl amaç meka-nizmanın kendisi değil aktarma etkinliğidir.

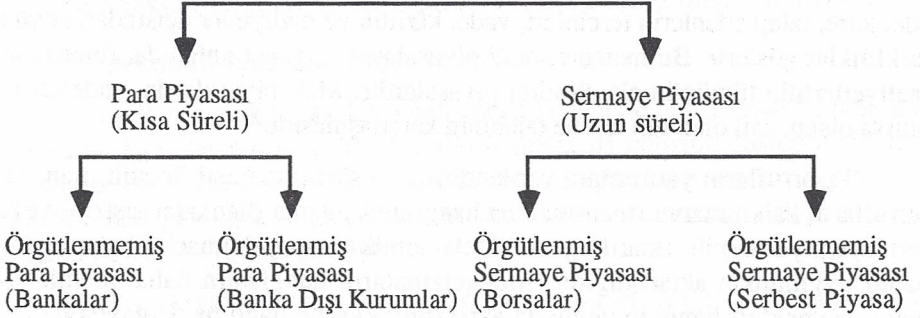
Bu görüşler doğrultusunda tasarrufların yatırımlara kanalize oluşunda et-kili olan süreci para piyasaları ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayırarak ince-leyebiliriz.

¹ Daha geniş bilgi için bkz. Orhan TUNABOYLU; «Sermaye Piyasasında Devletin Denetimi ve Maliye Bakanlığı'nın Rolü», 1982 Yılında Sermaye Piyasasının Yasal Düzeni ve Sorunları Konferansı, Sermaye Piyasası Araştırma Merkezi, İstanbul 1982, s. 58.

² Adil KORUYAN; Sermaye Piyasaları (Teorik Yapısı ve İşleyişi), D.E.Ü. İ.İ.B.F. Resmi Teksir Yayınları No: 148, İzmir 1985, s. 4.

Mali Piyasaların Yapısı

MALİ PİYASALAR



Kaynak: KORUYAN; a.g.e., s. 5.

1. Para Piyasaları

Para piyasaları, para arz ve talebinin karşı karşıya geldiği piyasalardır. Geniş bir işbölümü ve uzmanlaşmaya dayanan günümüz ekonomilerinde, ekonomik birimler ödeme ihtiyaçlarını karşılamak üzere maddi varlıklarının bir kısmını banknot, ufaklık madeni para ve banka parası şeklinde tutarlar.

Kişilerin ve kurumların cepte, kasada, bankalarda vadesiz mevduat hesabında tuttukları para miktarı, fiilen tedavülde bulunan para miktarını gösterir. Hükümet ve bankalar tarafından tutulan paralar ise, fiilen tedavülde sayılmaz¹.

Dar anlamda para arzı, tedavüldeki banknot ve ufaklık madeni para miktarı ile bankalardaki vadesiz ticari mevduat ve TC. Merkez Bankasındaki serbest mevduat toplamını ifade etmektedir.

Geniş anlamda para arzı efektif para ile kaydi paranın toplamı olarak tanımlanmaktadır². Geniş anlamdaki para arzını şu şekilde formüle edebiliriz:

$$M_1 = \text{Dolaşımdaki Para} + \text{Banka Sektöründeki Vadesiz Mevduat} + \text{Merkez Bankasındaki Mevduat}$$

$$M_2 = M_1 + \text{Vadeli Mevduat}$$

$$M_4 = M_2 + \text{Resmi Mevduat} + \text{Merkez Bankası Diğer Mevduatı} + \text{Yatırım Bankaları Mevduatı}$$

¹ Avni ZARAKOLU; **Para, Kredi ve İktisadi Faaliyetler**, Genişletilmiş 2. Basım, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 41, Eğitim Merkezi Ders Kitapları Serisi No: 7, Ayyıldız Matbaası, Ankara 1977, s. 31.

² Daha geniş bilgi için bkz. Feridun ERGİN; **Para ve Faiz Teorileri**, 2. Baskı, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul 1983, s. 73,74.

Ekonomik birimlerin likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacı ile cephelerinde, kasalarında ve bankalardaki vadesiz mevduat hesaplarında tutmak istedikleri para miktarına para talebi veya likidite tercihi denir. Para talebi ile tasarruflar arasındaki ilişki önceki bölümde ele alınmıştı.

Para piyasalarındaki tasarruf işlemleri daha çok paranın banknot veya bozuk metal para olarak bankalardaki vadeli veya vadesiz mevduat hesaplarında tutulması şeklinde kendini göstermektedir. Sermaye talebinde bulunanların bu tasarruflardan faydalanabilmeleri için, tasarrufları mevduat şeklinde bünyesinde toplayan bankalara başvurarak kredi talebinde bulunmaları gerekmektedir.

Para piyasaları, mali piyasalar içinde kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Genelde, en çok bir yıl vadeli fonların işlem gördüğü bu piyasaların aracı kurumları ticaret bankalarıdır. Para piyasasından talep edilen fonlar, genellikle işletmelerin dönen varlıklarının finansmanına yöneliktir.

Para piyasasında faaliyet gösteren mali kurumların hesaplarında her an çift yönlü ve yoğun bir likidite akımı vardır. Hazine, bankalar ve diğer mali araçlar likidite açığını para piyasasından yaptıkları alımlarla karşılarlar ve likidite fazlasını da kullanacakları tarihe kadar ödünç vererek işletirler. Kambiyo borsalarının «acyo»* ve «arbitraj»* işlemlerinde ihtiyaç duyulan fonların bir kısmı para piyasasından sağlanır. Para piyasası, merkez bankalarının müdahalelerine, dış ödemeler dengesine, politik olaylara, borsa eğilimlerine ve dış dünya koşullarına karşı duyarlıdır¹.

Para piyasalarında, tasarrufların arz edildiği bir diğer alan ise döviz piyasalarıdır. Yabancı ülke paralarındaki artış beklentisi ile ortaya çıkan döviz talebi tasarrufların dövizde yönelmesine yol açmaktadır. Serbest döviz piyasalarındaki döviz işlemleri tamamen spekülatif nitelikte olmakla birlikte, sermaye talebine yeteri kadar cevap verememektedir.

Bu piyasalarda faaliyette bulunan kurumlar daha çok döviz alım-satım işlemlerini kolaylaştırıcı ve dış ticaret ile uğraşan kişilerce tercih edilen kurumlardır. Ancak gelişmekte olan veya sürekli enflasyon ortamı içinde yaşayan ülkelerde, devalüasyon beklentileri nedeniyle tasarrufların önemli bir bölümü dövizde yönelebilmekte ve bu ülkelerin kalkınmasının finansmanı için son derece gerekli olan sermaye ihtiyacı bir anda tamamen verimsiz bir alana kayabilmek-

* Bankalarca, senetler üzerinden hesaplanan para farkı ve komisyon gibi tutarların toplamıdır.

* Fiyat farklarından yararlanmak üzere, senet, para, mali varlıklar ve kıymetli madenlerin alım-satılmasından kazanç sağlamaktır. Acyo ve arbitraj hakkında daha geniş bilgi için bkz. Sururi KOCAİMAMOĞLU; **Bankacılık Ansiklopedisi**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No: 208, Ankara 1980.

¹ Feridun ERGİN; **Kredi Sistemi**, İ.Ü. İktisat Fakültesi Yayın No: 363, İstanbul 1975, s. 39.

tedir. Dolayısıyla bu tür ülkelerde döviz piyasaları tam anlamıyla serbestleştirilmemekte, bankalar dışındaki kurumlarca yapılan döviz işlemleri yasaklanabilmektedir.

Turizmin ve dış ticaretin gelişmiş olduğu ülkelerde ise, döviz işlemlerinin çok yoğun olması nedeniyle döviz piyasalarının serbestleştirilmesi bir zorunluluk halini almaktadır. Bu durumda, eğer sürekli enflasyon sözkonusu ise tasarrufların bir kısmının son derece verimsiz olmasına rağmen döviz yönelmesi kaçınılmaz olmaktadır. İşte böyle bir ortamda hükümetin döviz işlemlerini yakından izlemesi ve bu piyasalarda faaliyette bulunan kurumları sıkı bir şekilde denetlemesi gerekmektedir.

2. Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasası, örgütlenmiş kuruluşlar ile bazı nitelikleri haiz hak taşıyıcı belgeler aracılığı ile ödünç verilebilir orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasa olarak tanımlanabilir¹. Para piyasasında likit fonlar veya kısa zamanda nakde dönüştürülebilecek kredi aletleri kullanılmasına karşın, sermaye piyasasındaki plasmanlar, süreli veya süresiz olarak bağlanmış haldedir. Sermaye piyasasına bağlanmış değerlerin tutarı para piyasalarınınkinden çok daha büyüktür.

Sermaye piyasası, serbest piyasa düzenine sahip ülkelerin bir kurumu olduğuna göre²; piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde, bütün üretim faktörlerinde olduğu gibi, belki de hepsinden daha çok sermaye arz ve talebinin karşı karşıya geldiği bir piyasanın bulunması zorunludur. Temeli sermaye birikimine ve bu birikimin girişimciler aracılığı ile yatırımlara aktarılmasına dayanan bir ekonomide, tasarrufların yatırımlara yöneltilmesini sağlayan mekanizma³, sermaye piyasası düzeninde sağlanır.

Sermaye piyasaları ile likidite tercihi açısından fon arzedenerler kısa vadeli plasman imkanlarını korurlarken, aynı fonlar orta ve uzun vadeli olarak yatırımlara kaydırılabilmektedir. Sermaye piyasası esas olarak 3 ana unsurdan oluşur.

- Piyasaya fon arz eden tasarruf sahipleri,
- Piyasadan fon talep eden ve menkul kıymet ihraç eden ortaklıklar,
- Fon arz ve talebinin karşılaşmasına yardımcı olan aracı kurumlar.

¹ Yural GÜNAL; **Sermaye Piyasası Hukuku**, 2. Baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 5, Ankara 1987, s. 1.

² Cafer Tayyar SADIKLAR; **Türk Mali Sistemi İçinde Bankalar**, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 78, Ankara 1981, s. 156.

³ Sedat ÖZKANLI; «Sermaye Piyasasında Yeni Vergi Düzeni», **Sermaye Piyasasının Yasal Düzeni ve Sorunları Konferansı**, Sermaye Piyasası Araştırma Merkezi, İstanbul 1982, s. 81.

Mali piyasalar içinde yeralan para ve sermaye piyasalarının temel nitelikteki özellikleri dışında iki piyasayı kesin çizgilerle ayıran bir sınır yoktur. Zaman zaman, sermaye piyasasının araçları ile para piyasasının araçları birbiri ile karışabilmekte veya para piyasasının araçları, sermaye piyasasına fon sağlayabilmekte ya da doğrudan sermaye piyasası işlemleri ile uğraşabilmektedirler. Buna rağmen, para ve sermaye piyasaları arasındaki farkları şu şekilde ayırabiliriz

Özellik	Para Piyasası	Sermaye Piyasası
Vade	Kısa	Uzun
Kullanım Amacı	Dönen varlıkların finansmanı	Duran varlıkların finansmanı
Tasarruf Araçları	Ticari senetler	Finansal varlıklar
Enflasyonist Etki	Var	Yok

Uzun süreli fon ihtiyacı duyan işletmelerin kendi mali varlıklarını satışı çıkararak fon talep etmeleri; buna karşın, ellerinde gelir fazlası olan gerçek veya tüzel kişilerin de fon ihtiyacı bulunanlara bu fonları vermeleri karşılığında mali varlıklar talep etmeleri, sermaye piyasasının temel hareketliliğini ortaya koyar.

Sermaye piyasasının teorik yapısının oluşumunda, arz ve talep cepheleri, fonlar ve mali varlıklar açısından ters yönlü bir ilişki içindedir. Sermaye piyasasının fon arz edenleri, mali varlık talep edenleri; fon talep edenleri ise, mali varlık arz edenleridir. Ancak, genel kural şeklinde kurulan bu ilişki, işlemlerin yoğunluğu ölçüsünde tersine dönse bile, arz ve talep cephelerinin yön değiştirmesinden başka bir şey değildir¹.

Menkul kıymet ihracı ile ilgili başlangıç işlemlerinin tümüne «birinci el piyasası» işlemleri denilmektedir. Daha önce halka arz edilmiş veya satılmış olan menkul kıymetlerin arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara ise «ikinci el piyasası» denilmektedir. Bu piyasaların en somut örneğini «menkul kıymet borsaları» oluşturmaktadır.

a) Birincil Piyasa

Sermaye piyasasındaki alıcı ile mali varlığı çıkaran ortaklığın doğrudan doğruya karşılaştığı piyasalar «Birincil Piyasalar»dır. Diğer bir deyişle, birincil piyasalar, yeni hisse senedi, tahvil ve diğer finansal varlıkların ilk kez çıkarıldıkları piyasalardır². Bu açıdan birincil piyasalar, anonim ortaklıkların kuruluşu

¹ KORUYAN; a.g.e., s. 17.

² Özcan ERTUNA; **Finansal Kurumlar**, D.E.Ü. İ.İ.B.F. Yayın No: 3, İzmir 1982, s. 35.

veya sermaye artırımları esnasında ihraç ettikleri senetlerinin ya da yatırım ihtiyaçları için çıkardıkları tahvillerin ilk satıldıkları piyasa olmaktadır.

b) İkincil Piyasa

Mali varlıkların el değiştirmesi, yani alınıp satılması, bu alım satımlara aracılık eden kurumların ve hepsinden önemlisi örgütlenmiş (borsa) düzenin varlığının sözkonusu olduğu piyasalara «İkincil Piyasalar» denir. İkincil piyasa işlemleri, birincil piyasanın devamı ve tamamlayıcısı niteliğindedir. İkincil piyasada, kote edilmiş olan mali varlıklar menkul kıymetler borsalarında; diğerleri ise, serbest piyasada arz ve talep edilir. İkincil piyasa işlevsel yapısı içinde, mali varlıkların arz ve talep edildikleri yerler olarak iki kısma ayrılır. Bunlar, örgütlenmiş ve örgütlenmemiş piyasalardır.

ba) Örgütlenmiş Piyasa

Mali varlıkların, ilk çıkarılışlarını izleyen dönem sonrası arz ve taleplerinin menkul kıymetler borsası bünyesinde yerine getirildiği piyasalardır. Örgütlenmiş piyasada işlem görecekt mali varlıkların öncelikle borsaya kote edilmiş olması asıldır. Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde, örgütlenmiş piyasa olarak, borsalara mali varlıkların kotasyonu, yasal zorunluluk olarak değil; mali varlık çıkaran ortaklıkların belli bir dönem içinde mali yapısının güçlülüğünü kanıtladıktan sonra elde ettikleri bir hakttır. Menkul kıymetler borsası, işlem gören mali varlıkların gerçek fiyatlarının oluşumuna ortam hazırladığı gibi, mali varlıkların likidasyonunu sağlayan bir mekanizma şeklinde örgütlenmiş olması nedeniyle, piyasanın sağlıklı işlemesi ve gelişmesi açısından büyük yararlar sağlamaktadır.

bb) Örgütlenmemiş Piyasa

Sermaye piyasasının tamamlayıcı bir parçasını oluşturur. Örgütlenmemiş piyasada, borsada kotasyona alınmamış mali varlıkların alış ve satışları sözkonusudur.

C. Uluslararası Tasarruf Piyasaları

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınmalarının finansmanında dış finansman ihtiyacının temel nedenlerinden biri iç tasarrufların yetersizliğidir. Gelişmekte olan ülkelerin dış finansman kaynakları, geleneksel ve alternatif finansmanlardan oluşur. Geleneksel finansmanlar; uluslararası çok taraflı mali kurumların finansmanları, devletlerarası finansmanlar ve uluslararası ticari banka kredilerini kapsarken; alternatif finansmanlar, başta uluslararası portföy

yatırımları olmak üzere tüm diğer özel kaynaklı finansmanları içeriğine almaktadır¹.

Gelişmiş ülkelerdeki fon sahiplerinin fon talep eden gelişmekte olan ülke kurumlarına veya bu ülkelerdeki yatırımcılara kaynak aktarmasına aracılık eden bu piyasalar genelde gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarıdır. Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarından finans teminleri 1980' den sonraki borç krizi yıllarına kadar gelişme göstermekle birlikte, 1980' den sonraki yılların olumsuz koşulları bu piyasalara gelişmekte olan ülkelerin girebilmelerini önemli ölçüde kısıtlamıştır.

Belli başlı uluslararası tasarruf piyasaları arasında A.B.D. Sermaye Piyasası, Eurotahvil Piyasaları ve Samuray Piyasası sayılabilir.

D. Tasarrufların Değerlendirilmesine Aracılık Eden Kurumlar

Alıcı ve satıcılar piyasalarda doğrudan karşılaşılabildikleri gibi; fon ihtiyacı olan ve mali varlık arz eden ortaklıklar, mali varlıklarının satımından hızla kasalarına fon girişi sağlamak arzusu ile satışın bir aracı kurum aracılığı ile yapılmasını isteyebilmektedirler. Tasarruf sahipleri ile sermaye talebinde bulunan girişimciler arasındaki ilişkiyi kuran aracı kurumları bir kaç başlık altında inceleyebiliriz.

1. Yatırım Bankaları

Yatırım bankaları daha çok sermaye piyasasının geliştiği ülkelerde halkın kısa veya uzun bir süre kullanmayacağı tasarrufları ile işletmelerin ve devletin uzun vadeli finansman ihtiyacının karşılanmasına aracı olurlar. Sınai ve ticari şirketler tarafından çıkarılan hisse senetleri ve tahvillerin ve devlet tahvillerinin halk tarafından alınmasını sağlamak suretiyle halkın elindeki atıl fonların sınai ve ticari yatırımlara akmasını ve devletin uzun vadeli finansman ihtiyacının karşılanmasını kolaylaştırırlar.

Hisse senedi ve tahvil çıkarmak suretiyle sermaye tedarik etmek isteyen şirketler bu işi genellikle yatırım bankaları aracılığı ile yaparlar. Yatırım bankaları hisse senedi ve tahvil ihracı işini bazı incelemeler yaptıktan sonra üzerlerine alırlar. Örneğin, hisse senedi ve tahvil ihraç eden firmanın faaliyette bulunduğu sanayi kolunu, bu sanayi içindeki yerini, finansman talebinin amacını incelerler; firmanın maddi varlığı, kâr ve zarar durumu ve ödeme gücü hakkında araştırma yaparlar; bu inceleme ve araştırmalar sonucu ihraç edilecek hisse senedi ve tah-

¹ Harun BAL; «Uluslararası Finansman ve Tahvil Piyasaları: Türkiye ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Finansman Kaynakları Açısından Bir İnceleme», Maliye Yazıları, Sayı: 43, Nisan-Haziran 1994, s. 36-37.

villerin halka satılabileceği kanaatine varırlarsa, ihrac işini üzerlerine alırlar. Yatırım bankalarının ihrac işini gelişigüzel üzerlerine almamaları halka güven verir; menkul kıymetlerin halka satışını kolaylaştırır.

Yatırım bankaları menkul kıymet ihracına çeşitli şekilde aracı olabilirler. Örneğin, ihrac edilecek hisse senedi veya tahvilleri belli bir fiyat üzerinden satın alarak, kendi nam ve hesabına halka satar; veya destekleme alımı yaparak, halka arz sonrasında firmanın elinde kalan menkul kıymetlerin bir kısmını satın alır ve kendi nam ve hesabına satar; ya da satılacak menkul kıymetlerin satım işlemlerine aracılık eder ve bu işlemlerden belli oranda bir komisyon alırlar.

2. Kalkınma Bankaları

Hisse senedi ve tahvil piyasasının gelişmediği ülkelerde halkın kısa veya uzun bir süre kullanmadığı paraların, uzun vadeli finansman ihtiyacı olan sınai veya ticari yatırımlara aktarılmasını sağlayan aracı mali kurumlar gelişmemiştir. Nisbeten hızlı bir gelişme içinde bulunan mevduat ve ticaret bankaları likidite ve rantabilite amacı ile kısa vadeli ticari kredi vermeyi menkul kıymet portföyüne tercih etmektedirler.

Bu durum iç ve dış kaynaklardan sağlanan özel fonları, bu fonların uzun vadeli yatırımlara akmasını sağlayan yatırımcılara gerekli teknik yardımda bulunan aracı kurumların kurulmasını zorunlu kılmış ve kalkınma bankaları denilen yeni bir tür bankacılık gelişmiştir. Genellikle, devletin müdahalesi ve bazı özel çabalarla kurulan bu bankalar, iç ve dış kaynaklardan sağlanan kamu fonları ile sınai ve ticari yatırımların, konut inşaatının, orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamaya çalışırlar; uygun yatırım projelerine uzun vadeli kredi veya katılım şeklinde fon transferleri yaparlar; yabancı sermayenin yatırımlara iştirakine yardım ederler; sermaye piyasasını geliştirecek faaliyette bulunurlar; yatırım projelerinin hazırlanmasında yardımcı olurlar; işletmenin kuruluş ve işletme devrelerinde teknik yardım yaparlar.

3. Sosyal Güvenlik Kurumları

Günümüzde zorunlu tasarruf uygulamalarının en önemli örneği sosyal güvenlik kurumlarınca oluşturulan parafiskal gelirlerdir. Bu tür tasarruflara «kurumsal tasarruf», «kollektif tasarruflar»¹ ya da «sosyal fon» da denilmektedir. Bilindiği gibi sosyal nitelikli kuruluşlar üyelerinden prim gelirleri sağlarken temel amaç iştirakçilerin sosyal güvenliğinin sağlanmasıdır. Bu nedenle yükümlülere yapılan bütün ödemeler tasarrufa dönüşmemekte önemli bir kısmı tekrar

¹ Memduh YAŞA; «Kurumsal Tasarrufların Değerlendirilmesi», Halil Arslanlı' nın Anısına Armağan, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1978, s. 233-234.

üyelerinin hastalık, yaşlılık, sakatlık, v.b. sosyal güvenlik ihtiyaçlarına, yasalarda belirtilen sınırlar içinde tahsis edilmektedir¹.

Bu kurumlar da uzun vadeli olarak fon arzında bulunmaktadırlar. Örneğin, müteakabiliyet esasına dayanan tasarruf ve yardımlaşma sandıkları, yaşam sigortaları, sosyal sigortalar gibi. Bu kurumlar mevduat toplamazlar, banka parası arz etmezler. Bu yönleri ile bankalardan ayrılırlar.

Sosyal güvenlik amacı ile kurulmuş bulunan tasarruf kurumlarının gelirleri kanunlarla belirlenmiştir. Bu doğrultuda elde ettikleri prim gelirlerini çeşitli şekillerde değerlendirirler. Tasarruf sahiplerinin, zorunlu olarak tasarruf ettikleri miktarın nerede ve nasıl değerlendirildiğini yönlendirme hakları yoktur. Bu fonları değerlendiren sosyal güvenlik kurumları kamu tüzel kişiliği olarak kurulabileceği gibi özel kesimce de faaliyette bulunabilirler.

4. Borsa Bankerleri

Bu gruba giren bankerler, örgütlenmiş sermaye piyasası diye adlandırılan ve sermaye piyasası yasaları çerçevesinde menkul değer alım-satımı ile uğraşan kuruluşlardır. Bu kuruluşların ana işlevi tahvil, hisse senedi ve mevduat sertifikaları gibi menkul değerleri pazarlayarak oluşan fonları sanayi kesimine aktarmaktır. Menkul değerler pazarlanırken anlaşma sonucu saptanan komisyonlar borsa bankerlerinin komisyonlarını oluşturur.

Birincil ve ikincil piyasalarda faaliyet gösterecek şekilde örgütlenen borsa bankerleri, özellikle borsa mekanizması içinde mali varlıkların likidasyonu yönünde de büyük hizmetler sunarlar. Bu kurumların borsalarda doğrudan ve dolaylı olarak işlem yapabilmesi, bu likidasyon görevini daha etkin bir şekilde yerine getirmesine sebep olur. Borsa bankerleri, sermaye piyasası içinde ortaya çıkan aracılık hizmetlerini tek başlarına yerine getirebilecekleri gibi, kendi aralarında veya sermaye piyasasının diğer aracı kuruluşları ile konsorsiyumlar oluşturabilirler.

Borsa bankerleri kavramını daha geniş düşünürsek altın borsalarından tarımsal ürün borsalarına kadar tüm borsalarda faaliyette bulunan ve tasarrufları yönlendiren aracı kurumları da bu başlığa dahil etmemiz gerekecektir. Gerçekten de menkul kıymetlerle ilgili işlemlerin pek çoğu altın borsalarında, tarımsal ürün borsalarında veya diğer borsalarda benzer şekilde gerçekleştirilmekte ve tasarrufların yönlendirilmesine hizmet edilmektedir.

¹ Türkan ÖNCEL; **Parafiskal Yükümlülükler**, İ.Ü. Yayınları No: 3115, İktisat Fakültesi Yayın No: 494, Güryay Matbaası, İstanbul 1983, s. 54.

5. Döviz Büfeleri

Halkın tasarruf eğilimlerinin dövizle yönelmesi durumunda dövizle olan talebe doğrudan aracılık eden bu kurumlar, aslında fon talebine herhangi bir şekilde cevap vermemektedirler. Dolayısıyla bu kurumların tasarrufların yatırımlara kanallandırılmasına yönelik herhangi bir işlevi bulunmamaktadır. Sadece döviz olarak tasarruf edilen atıl fonlara aracılık etmekte, ancak atıl fonların ataleti üzerinde herhangi bir şekilde etkili olamamaktadırlar.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Adil KORUYAN; Sermaye Piyasaları (Teorik Yapısı ve İşleyişi), D.E.Ü. İ.İ.B.F. Resmi Teksir Yayınları No: 148, İzmir 1985.
- Ali Sait YÜKSEK, Gültekin RODOPLU; Sermaye Piyasası, Formül Matbaası, İstanbul 1980.
- Avni ZARAKOLU; Para, Kredi ve İktisadi Faaliyetler, Genişletilmiş 2. Basım, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 41, Eğitim Merkezi Ders Kitapları Serisi No: 7, Ayyıldız Matbaası, Ankara 1977.
- Cafer Tayyar SADIKLAR; Türk Mali Sistemi İçinde Bankalar, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 78, Ankara 1981.
- Feridun ERGİN; Kredi Sistemi, İ.Ü. İktisat Fakültesi Yayın No: 363, İstanbul 1975.
- Feridun ERGİN; Para ve Faiz Teorileri, 2. Baskı, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul 1983.
- Halil SEYİDOĞLU; Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama, Geliştirilmiş 4. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara 1982.
- Harun BAL; «Uluslararası Finansman ve Tahvil Piyasaları: Türkiye ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkelerin Dış Finansman Kaynakları Açısından Bir İnceleme», Maliye Yazıları, Sayı: 43, Nisan-Haziran 1994.
- Memduh YAŞA; «Kurumsal Tasarrufların Değerlendirilmesi», Halil Arslanlı' nın Anısına Armağan, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1978.
- Orhan TUNABOYLU; «Sermaye Piyasasında Devletin Denetimi ve Maliye Bakanlığı'nın Rolü», 1982 Yılında Sermaye Piyasasının Yasal Düzeni ve Sorunları Konferansı, Sermaye Piyasası Araştırma Merkezi, İstanbul 1982.
- Özcan ERTUNA; Finansal Kurumlar, D.E.Ü. İ.İ.B.F. Yayın No: 3, İzmir 1982.
- Sedat ÖZKANLI; «Sermaye Piyasasında Yeni Vergi Düzeni», Sermaye Piyasasının Yasal Düzeni ve Sorunları Konferansı, Sermaye Piyasası Araştırma Merkezi, İstanbul 1982.
- Sururi KOCAİMAMOĞLU; Bankacılık Ansiklopedisi, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No: 208, Ankara 1980.
- Türkan ÖNCEL; Parafiskal Yükümlülükler, İ.Ü. Yayınları No: 3115, İktisat Fakültesi Yayın No: 494, Güryay Matbaası, İstanbul 1983.
- Vural GÜNAL; Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 5, Ankara 1987.