

## 1. Giriş

Bir açık piyasa ekonomisinde kaynakların dağılımını etkin bir şekilde sağlamak oldukça zordur. Doğal kaynaklar, emek ve sermaye, girişimcilik faktörü ile reel piyasalarda etkin bir şekilde bir araya gelse bile bu faktörlerin tedarik edilmesi için paraya ve paranın en etkin şekilde dağıtılması ve değerlendirilmesi için finansal kurumlara ihtiyaç duyulmaktadır. Finansal kurumlar, reel ve finansal piyasalarda hareket etmekte olan paranın dağıtılmasına aracılıkta bulunurlar. En basit şekliyle finansal kurumların yaptığı iş, nakit fazlası olan kişi veya kurumlardan, nakit açığı olan kişi ve kurumlara nakit aktarımı sağlamaktır.

Paranın değerlendirilmesi için finansal kurumlar çeşitli finansal piyasalarda çalışırlar. Finansal piyasalarda, yalnızca finansal sermaye el değiştirir. Fiziksel ya da ekonomik sermaye, bina, arazi, makine vb. maddi duran varlıkları kapsamakta iken; finansal sermaye, hisse senedi, tahvil ve bono gibi gelecekte değer yaratması beklenen elle tutulamayan varlıkları kapsamaktadır. Maddi duran varlıklar, rant, kira veya fiyat artışından kaynaklanan bir sermaye kazancı sağlar ancak değer yaratmazlar. Değer yaratmak ne demektir? Teorik değer kavramı, finansal varlığın satın alındığı tarihten itibaren bu varlıktan elde edilmesi beklenen faiz, temettü vb. kazançlar ile dönem sonu satış fiyatının piyasa faiz oranından bugüne indirgenmesi ile bulunan tutarı ifade etmektedir. Dönem sonu piyasa koşullarına göre oluşan satış fiyatındaki artış veya azalışlar sermaye kazancı ya da kaybıdır. Ancak finansal varlıklar satın alındığında sermaye kazancına ek olarak ortaklık veya alacak hakkı sağlanmaktadır. Örneğin; firmalar kâr elde ettikçe bu kâr hisse senedi yatırımcısına temettü artışı olarak dönmektedir. Veya tahvil alan bir yatırımcı parasını şu anda kullanmayarak finansal kuruma borç vermekte olduğu için belirli bir faiz kazancı elde edecektir. Buradaki faiz kazancına kesinlikle rant veya haksız kazanç gözüyle bakılmamalıdır. Çünkü parasını ödünç veren kişi bilmektedir ki ödünç verdiği kurum kişinin parasını en iyi şekilde işletmekte, dağıtmakta ve bunun karşılığında uygun bir faiz ödemesinde bulunmaktadır. Ancak örneğin kira artışlarında yaratılan bir değer yoktur, aynı maddi duran varlıktan kazanç sağlanmaktadır. Burada maddi duran varlık enflasyon vb. sebeplerle değerlenmekte ancak değer yaratmamaktadır.

## 2. Finansal Varlıklar

Finansal varlıklar, bir finansal kurum ile yapılan kontrata bağlı olarak mülkiyet hakkı sağlayan ve değer yaratan araçlardır. Finansal varlıklar, arsa veya bina kullanımında olduğu gibi fiziksel sahiplik sağlamazlar. Hisse senedi, tahvil vb. gibi finansal varlık olarak veya satarak yatırımcılar gelecekte elde edecekleri faydaları temsilen bir kanuni anlaşma ile kendilerini bağlarlar.

Finansal varlıklar borçlanma araçları ve sermaye araçları olarak iki grupta incelenebilir. *Borçlanma araçları* borçlanılarak sahip olunan ve sabit ya da değişken ödemeler sağlayan araçlardır. Örneğin; krediler, devlet tahvilleri, emeklilik fonları vs. sabit miktarda ödemeler alınmasına imkân sağlar. *Sermaye araçları* sermaye kazancı ve ortaklık hakkı sağlamaktadır. Hisse senetleri en bilinen sermaye araçlarıdır.

Borçlanma araçlarını kısaca tanımlayalım:

- Banknot: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tanımına göre taşıyana üzerinde yazan miktarın ödenmesinin, çıkaran kuruluş tarafından

garanti edildiği, faiz taşımayan yasal ödeme aracıdır. İngiltere'deki bank ve note kelimelerinin birleşiminden meydana gelir. Banknotların %100 altın, gümüş, döviz karşılığı var ise temsili kâğıttan para olarak nitelendirilebilir. Ancak genellikle basılan banknotların karşılığı tam değildir ve banknotların kısmi karşılığı olsa bile banknot denilince para anlaşılmaktadır.

- **Mevduat Sertifikası:** Sahibinin bankada belirli bir miktarda mevduatı bulunduğunu gösteren belgedir. Vadesiz mevduat sertifikaları istendiği anda faizsiz olarak paraya çevrilebilir. Bunlar genellikle işadamları tarafından ihalelerde teminat ya da niyet belgesi olarak kullanılır. Vadeli mevduat sertifikaları ise faiz geliri getirir ve vadesinden önce paraya çevirmek isteyen tasarruf sahibi faiz gelirinden mahrum kalır.
- **Krediler:** Kredi sözlük anlamıyla ödünç alınan veya verilen mal veya paradır. Bankalar tarafından belirli koşulları sağlayan kişi ve kuruluşlara verilen, borç niteliği taşıyan ve dönemsel ve faizli olarak geri ödenmesi ileriki bir tarihte saptanan miktarlardır. Ev, araba gibi bireysel ihtiyaçlara yönelik tüketici kredilerinin yanı sıra iş kurmak ve işletmek amacıyla verilen ticari krediler de mevcuttur.
- **Ticari Senetler:** Poliçe, bono, çek gibi ticari senetler bankalar tarafından iskonto işlemine tabi tutulduktan sonra kredi haline dönüşürler. Bu ticari senetlerin düzenlenme esasları ile ilgili ayrıntılı bilgiler için ticaret kanunu gözden geçirilmelidir.
- **Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili:** Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilleri, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri'dir (DİBS). Bu borç senetlerini satın alıyorsanız, devlete borç para vermiş olursunuz. Senetleri vade sonuna kadar elde tuttuğunuzda da belirli bir kazancınız olur. Ancak bu kazanç (faiz) zaman içerisinde değişkenlik gösterebilir. Örneğin, faiz oranları yükseldiğinde Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilleri'nin değerinde düşme gözlemlenir. Vade ne kadar uzun olursa taşıdıkları risk de daha fazla olur. Vadesi 1 yıldan az olan DİBS'ler Hazine Bonosu, vadesi 1 yıl ya da daha uzun olanlar Devlet Tahvili olarak tanımlanır. Tahviller sağladıkları gelirlerle göre sabit faizli, değişken faizli, kuponlu, endeksli vs. olabilir.
- **Banka Bonoları:** Bankaların ihraç ettikleri en az 90 en çok 360 gün vadeli borç senetleridir.
- **Finansman Bonoları:** Genellikle büyük ve tanınmış işletmelerin fon ihtiyacını karşılamak için çıkarmış oldukları borç senetleridir.
- **Repo ve Ters Repo:** Repo, menkul kıymetlerin geri alma taahhüdüyle satımı, ters repo ise menkul kıymetlerin geri satma taahhüdüyle alımı şeklinde tanımlanır. Repo ve ters repo işlemine tahvil, bono ve diğer borç senetleri konu olabilir. İşlem sırasında bir taraf repo yapar iken diğer taraf otomatik olarak ters repo yapmaktadır. Repo işlemi başında menkul kıymet karşılığında borç verilmekte, işlem sonunda ise menkul kıymetler geri bozdurularak verilen para ek bir faizle birlikte geri alınmaktadır.
- **Sosyal Güvenlik Fonları:** Sosyal güvenliğin finansmanı için gelir kaynakları iki ayrı temele dayanarak belirlenmektedir. Birincisinde, sosyal güvenlik bir

toplum sorunu olarak görülmekte ve kişinin sosyal güvenliğini sağlamak sorumluluğu devlete yüklenmektedir. İkincisinde ise, sosyal güvenlik her şeyden önce bireye ve bireysel sorumluluk bilincine dayandırılmaktadır. Bireysel sorumluluk ön plana çıkınca, birey kendisinin ve ailesinin güvencesini devletten önce düşünmek zorundadır. Birinci görüşe göre, sosyal güvenliğin bütün giderleri devletin gelirleriyle karşılanacaktır. İkinci görüşe göre ise üçlü bir finansman yolu izlenerek, finansman işçi ve işverenden alınan primler ile devletin katkısına dayanmaktadır (Çelikoğlu, İ., 1994:58; Güzel, A./Okur, A.R., 1992:70, 71 ). Son zamanlarda yaygın olan Bireysel Emeklilik Sistemi; SGK, Emekli Sandığı, BAĞ-KUR gibi sosyal güvenlik kuruluşlarımızın yer aldığı mevcut sosyal güvenlik sistemimizi tamamlayıcı nitelikte olup bireylere emeklilik döneminde ilave bir gelir sağlayarak refah düzeylerinin yükseltilmesine yardımcı olmaktadır. Emeklilik sigorta poliçesinde, sigortalanan kişiye ait belirleyici bilgiler, sigortanın başlangıç ve bitiş tarihlerini, ödenecek prim ve teminat tutarlarını gösteren sözleşmeye ait yazılı bilgiler bulunmalıdır.

Sermaye araçlarını kısaca tanımlayalım:

- **Hisse Senedi:** Hisse senetleri, anonim ortaklıklarca ihraç edilen ve anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğinde senetlerdir. Bir anonim şirketin hisse senedine sahip olmak, şirkete ortak olmayı ifade etmektedir. Borsada işlem gören hisse senetleri için piyasa fiyatı, borsa fiyatıdır. Hisse senedi, sahibine kâr payı (temettü) alma hakkı, yeni pay alma hakkı (rüçhan hakkı), tasfiye bakiyesine katılma hakkı, şirket yönetimine katılma hakkı, oy hakkı ve şirketle ilgili bilgi alma hakkı sağlar. Sermaye artırımını yoluyla şirketler hisse miktarını artırabilirler. Bedelli sermaye artırımını, şirketlerin yeni fon kaynağı temin etmek amacıyla çıkardıkları "bedelli" hisse senetlerini üzerinde yazılı değerden veya daha yüksek bir fiyattan satmalarınıdır. Bedelli hisse senetleri, mevcut ortaklara satılabileceği gibi (rüçhan hakkı) diğer yatırımcılara da satılabilmektedir. Bedelsiz sermaye artırımını, şirketlerin iç kaynaklarından sermayeye aktardıkları tutar karşılığında çıkardıkları hisse senetlerinin bir bedel alınmaksızın ortaklara dağıtılmasıdır. Bu işlem sonucunda çıkarılan hisse senetleri bedelsiz hisse senedir.
- **Uluslararası Depo Edilebilir Menkul Kıymetler:** İşletmelerin yabancı ülkelerde çıkardığı ve yurtdışında işlem gören hisse senetleri için çıkarılan belgelerdir. ABD'de, Amerikan Depozitolu Hisseler (ADS) olarak bilinmektedir. İhraç edilen ADS'ler, işletmenin hisse senetlerinin bir veya birkaçını temsil etmektedir. Örneğin; Turkcell Hisse Senetleri New York Borsası'nda, Amerikan Depozitolu Hisseler (ADS) şeklinde kayıtlıdır ve 2 ADS 5 hisseyi temsil etmektedir.
- **Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi:** Sermaye Piyasası Kurulu tanımına göre "ortaklıklar, kâr ve zarara ortak olmak üzere, iştilal sahalarına giren tüm faaliyetlerin finansmanı için, yurtiçinde ve yurtdışında satılmak üzere kâr zarar ortaklığı belgesi adı altında menkul kıymetler ihraç edebilirler." Bu belgeler kâr ve zarara katılma ve ortaklık hakkı vermekle birlikte hisse senedi sayılmazlar. Bunun nedeni oy hakkının olmaması ve vadeli olmasıdır. Faiz yerine kâr payı alan yatırımcılar tam anlamıyla bir ortaklık hakkına sahip olmamakta; ancak İslami kurallar açısından kendilerini rahat hissetmektedirler.

- Gelir Ortaklığı Senedi: Kişilerin köprü, baraj, elektrik santrali gibi yatırımlara ortak olmalarını sağlamak amacıyla üç veya beş yıl vadeli çıkarılan, istenildiği an paraya çevrilebilen ve teminat olarak kullanılabilen senetlerdir. Yine faiz kazancı yerine bu tarz yapıyı zor ve riskli yatırımlara ortak olan kişiler dini açıdan mağdur olmadıklarını düşünmektedirler.
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK): VDMK, işletmelerin ve bankaların bilanço aktiflerinde yer alan gelecekteki alacaklarını menkul kıymete dönüştürerek alım satım konusu yapabilmeleridir. Tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama ve ihracat işlemlerinden doğan alacaklar üzerinden 'menkul kıymetleştirme' yapılarak VDMK çıkarılabilir. Ancak özellikle kalitesiz tüketicilere verilen krediler dayanak gösterilen VDMK'lar, 2008 krizinde dünya finansal sisteminin çöküşünü hızlandırmıştır. Bu nedenle menkul kıymetleştirme yapılırken dayandırılan varlıkların aktif kalitesi mutlaka kontrol edilmelidir.
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri: Vadeli işlem sözleşmeleri, belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikteki malı, kıymetli madeni, finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını ya da döviz alma ya da satma yükümlülüğü veren sözleşmelerdir. Vadeli işlem sözleşmeleri genellikle mallara (tarımsal ürün, enerji ürünleri, metaller gibi...), hisse senetlerine, hisse senedi endekslerine, faiz oranlarına, dövizde dayalı olarak düzenlenirken hızla gelişen günümüz mali piyasalarında değişen yatırımcı ihtiyaçlarına paralel olarak hava durumu gibi birçok farklı değişkene dayalı olarak düzenlenen vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır.

Hem borçlanma hem de sermaye aracı niteliği taşıyan araçlar ise üçüncü bir ara grupta incelenebilir. Örneğin, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil veya imtiyazlı hisse senetleri yatırımcılara daha geniş haklar sağlamakta olduğu için bu grupta incelenebilir. İmtiyazlı hisse senetleri, tahvil ve hisse senedinin çeşitli özelliklerini bünyesinde barındırır. Bu senetlerin vadesi yoktur ve sabit olarak temettü verirler. Diğer taraftan iflas durumunda tahvil sahiplerinden sonra, adi hisse senedi sahiplerinden önce hak sahibidirler. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil ise, bir tahvilin tüm özelliklerini taşımasının yanında itfa tarihinde veya daha önce belirli bir hisse senedinin indirimli alımını sağlayan veya söz konusu hisse senedi ile belirli bir oranda değiştirilebilen değerli kâğıtlardır.

### 3. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasalarda, finansal varlıklar alınıp satılmaktadır. Finansal piyasalar farklı şekillerde sınıflandırılabilir:

- Borç ve öz sermaye piyasaları (Elde edilen hakların doğasına göre)
- Para piyasaları ve sermaye piyasaları (Hakların vadesine göre)
- Birincil, ikincil, üçüncül ve dördüncül piyasalar (Hakların piyasadaki durumuna göre)
- Spot ve vadeli işlemler piyasası (Hakların teslim zamanına göre)
- Organize ve tezgâhüstü piyasalar (Örgütlenme biçimine göre)

Tahvil gibi borçlanma araçları borç piyasasında; hisse senedi gibi sermaye piyasaları araçları ise öz sermaye piyasasında işlem görür.

Para piyasaları kısa vadeli araçların alınıp satıldığı piyasalar iken, sermaye piyasaları genellikle bir yıldan uzun vadeli finansal varlıkların alınıp satıldığı piyasadır. Örneğin, bankalararası para piyasası bankaların birbirlerine borç para sağladıkları bir para piyasasıdır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ise hisse senetlerinin alınıp satıldığı bir sermaye piyasasıdır.

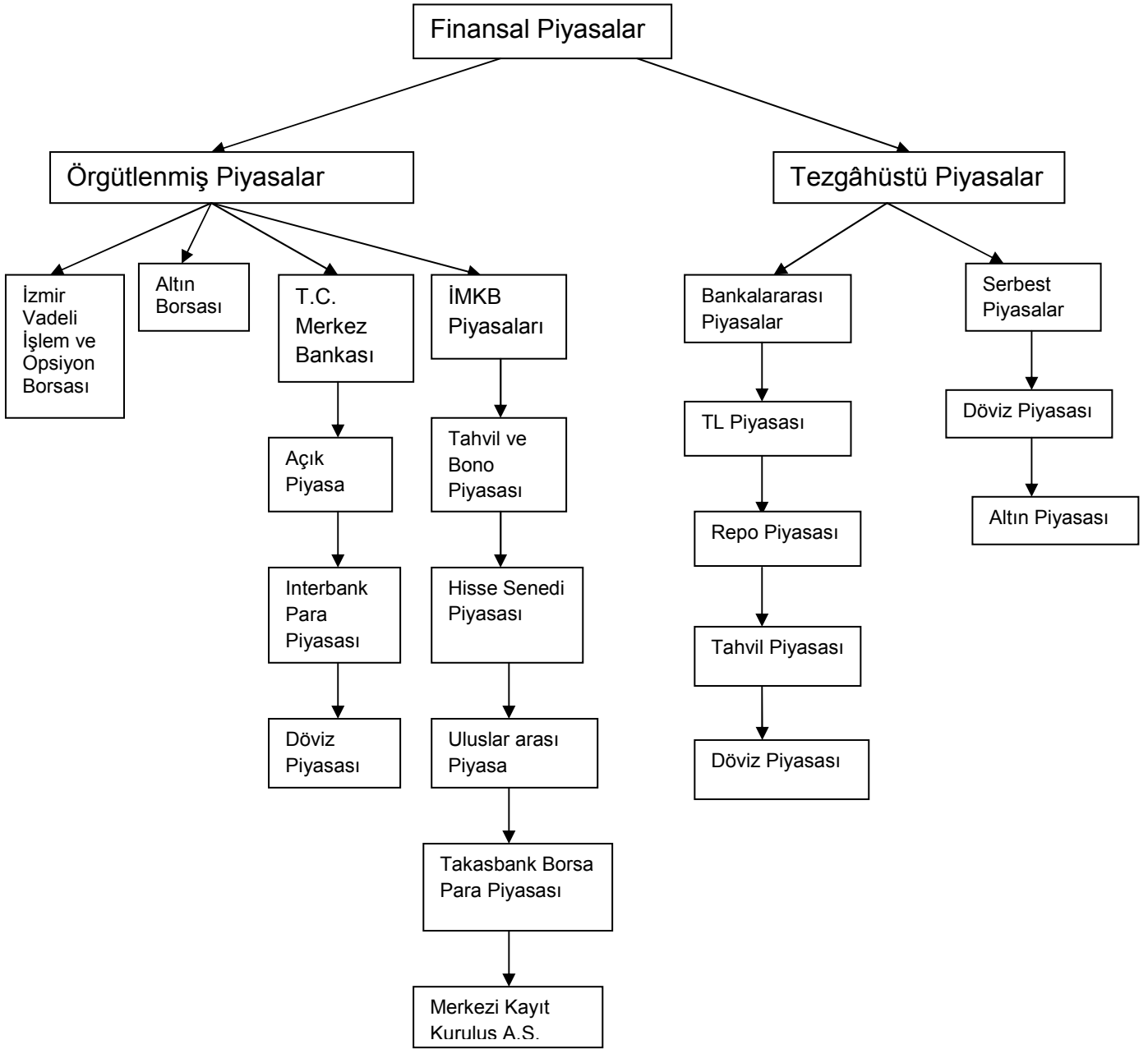
Birincil piyasalar daha önceden halka arz edilmemiş olan ilk defa alınıp satılan hisseleri kapsayan bir piyasadır. İlk halka arz piyasası bu kapsamdadır. İkincil piyasalar ise daha önceden halka arz edilmiş olan hisse senetlerinin el değiştirdiği piyasalardır. Örneğin, daha önceden halka arz edilmiş olan Arçelik hisselerinin İMKB'de alınıp satılması.

Birincil ve ikincil piyasalara ek olarak, üçüncül ve dördüncül piyasaların varlığından da söz edilebilir. Üçüncül piyasa, borsaya kota edilmiş finansal varlıkların borsa dışında aracılar yoluyla alınıp satıldığı piyasalardır. Dördüncül piyasa ise, finansal varlıkların aracısız olarak alınıp satıldığı piyasa olarak tanımlanabilir. Dördüncül piyasada maddi durumu iyi olan az sayıda yatırımcı alım satım yapmaktadır.

Spot piyasalarda anlaşma konusu varlıkların teslimi ve ödemesi anında yapılmaktadır. Ancak vadeli işlemler piyasasında önceden belirlenen bir fiyatta ve gelecekte belirlenen bir vadede alım satım yapılmaktadır. Vadeli işlemler piyasasında varlığın değeri sözleşme konusu finansal varlığa bağlı olarak türetildiği için bu piyasaya türev araçlar piyasası da denilmektedir. İMKB spot bir piyasa iken, VOB İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası vadeli araçların alım satımına aracılık etmektedir.

Alıcı ve satıcıların fiziksel bir mekânı ve kuralları olan örgütlü bir piyasada alım-satım yapmaları durumunda organize piyasalarda çalıştıklarını söyleyebiliriz. Örneğin, İMKB örgütlü bir piyasadır. Diğer taraftan kuralları ve işleyişi belirgin olmayan piyasalar tezgâhüstüdür. Tahtakale piyasası tezgâhüstü piyasaya örnek olarak verilebilir. Tezgâhüstü piyasalarda kişiler birbirine telefon, bilgisayar gibi araçlar ile bağlanırlar ve bu piyasaların işlem hacimleri bazen örgütlü piyasaları aşabilir. Örneğin, tezgâhüstü Amerikan devlet tahvili piyasası örgütlü bir borsa olan ve her türlü kuralın uygulandığı New York Borsası'ndan (NYSE) daha fazla işlem hacmine sahiptir.

Türkiye'deki organize (örgütlenmiş) ve tezgâhüstü piyasalar aşağıda grafik 1'de görülmektedir.



Kaynak: İMKB kılavuzu, 2006

#### 4. Finansal Piyasaların Rolü ve Piyasa Katılımcıları

Finansal piyasaların temel rolü fon fazlası olan birimlerden fon açığı olan birimlere fon aktarmaktır. Diğer rolleri ise şu şekildedir:

- Alıcı ve satıcıları bir araya getirerek fiyat oluşumunu sağlarlar. Yatırımcılar finansal piyasalar sayesinde bekledikleri getirileri tahmin ederek fiyat keşif sürecine katılırlar.



- Likidite sağlar. Alıcı ve satıcılar finansal piyasalar aracılığı ile istedikleri anda ellerindeki varlıkları paraya çevirebilmektedir. Her piyasanın likidite derecesi farklıdır.
- Bilgi ve araştırma maliyetlerini azaltır. Bilgi maliyetleri finansal varlığının değerinin saptanması ve elde edilecek nakit akımlarının miktarının tahmin edilmesini kapsamaktadır. Araştırma maliyetleri, finansal varlıkların alım ve satımı için harcanan zamanı ve reklam maliyetleri gibi zımni maliyetleri içermektedir.

Genel piyasa katılımcıları hanehalkı, işletmeler, hükümetler, devlet kurumları, uluslararası kuruluşlar ve düzenleyici kuruluşlardır.

Piyasa katılımcılarını amaçları bakımından tanımlarsak 3 grupta inceleyebiliriz:

- Korunma Amaçlı İşlem Yapanlar (Hedgerlar:) Spot piyasada pozisyonu olup fiyat riskinden korunmak isteyen yatırımcılar gelecekteki fiyatı sabitlemek amacıyla vadeli işlem piyasasında işlem yaparlar.
- Spekülasyon Amaçlı İşlem Yapanlar (Spekülatörler): Spekülasyon amaçlı işlem yapan yatırımcılar fiyat hareketlerinden kazanç sağlamak üzere risk alırlar. Spekülatörler bu suretle piyasaların likit olmasını sağlarlar.
- Arbitraj Amaçlı İşlem Yapanlar (Arbitrajörler): Piyasalar arası fiyat farklılıklarından veya spot piyasa ile vadeli piyasa arasındaki fiyat farklılıklarından faydalanarak kâr elde etmek amacıyla yapılan işlemlerdir. Aynı anda bir piyasada alım, diğer piyasada da satım yapıldığı için açık pozisyon taşınmamakta, arbitrajörün cebinden herhangi bir nakit para çıkmamaktadır. Yani yatırımcı risksiz bir şekilde kâr elde etmektedir. Risksiz oluşu arbitrajı spekülasyondan ve diğer yatırımlardan ayıran en önemli özelliğidir.

## 5. Global Trendler ve Finansal Yenilikler

Globalleşme nedeniyle finansal piyasalar dünya ile bütünleşmiş durumdadır. Finansal piyasalar liberalleşme ve özelleştirmeler, teknolojik gelişmeler ve artan kurumsallaşma nedeniyle hızla birbirine entegre olmaktadır. Artık fon arayışında olan kişi ve kurumlar yerel piyasalar ile yetinmemekte ve dış piyasalara açılmaktadır. Dış piyasalar, uluslararası piyasalar, Euro piyasalar, offshore piyasalar şeklinde sınıflandırılabilir.

Uluslararası tahviller tarih boyunca uluslararası piyasada kullanılan oldukça önemli bir araçtır. Pek çok savaş bu tahviller yoluyla finanse edilmiştir. 19. yyda Amerika'daki demiryollarının neredeyse tamamı İngiltere'de satılan tahviller yoluyla finanse edilmiştir. Bu tahvil piyasaları için popüler takma adlar bile mevcuttur. Örneğin İngiltere'de ihraç edilen tahviller için Bulldog piyasası, Amerika'da ihraç edilenler için Yankee piyasası, İspanya'da ihraç edilenler için Matador piyasası, Japonya'da ihraç edilenler için Samuray piyasası oluşmuştur.

Eurodolar piyasası olarak kurulmaya başlayan Euro mevduatları ise euro piyasasının temelini oluşturmaktadır. Soğuk savaş sonrasında elinde dolarlar kalan Sovyetler Birliği bu dolarları İngiltere, Fransa gibi daha güvenli yerlere yatırmaya başlayarak Euro mevduat piyasası oluşumunu başlatmıştır. Uluslararası tahvil piyasalarında bu

kapsamda daha güncel olarak oluşturulan araç ise Eurotahvil piyasasıdır. Eurotahvil piyasasında, bir ülke kendi para birimi cinsinden olmayan bir tahvili kendi ülkesinde satışa çıkarır. Örneğin Londra'da dolar cinsinden çıkarılan bir tahvil bir Eurotahvildir. Ancak burada kavramların karışmamasına dikkat ediniz. Eurotahvil adından euro para birimiyle çıkarılması anlaşılmalıdır. Euro cinsinden bir tahvilin Eurotahvil adını alabilmesi için euro para birimini kullanmayan bir ülkede ihraç edilmesi gerekir.

Offshore (Kıyı) merkezlerinin gelişmesinde ise Amerika Birleşik Devletleri'nde bankalar üzerinde uygulanan kısıtlamalar etkili olmuştur. Amerikan bankaları, çoğu Amerikalı olan şirketlere, fabrika ve satış bürolarının Avrupa'daki şebekelerinin kurulması için dolar üzerinden kredi vermişlerdir. Eurodolar krediler merkez bankalarının yurt içinde uyguladıkları kısıtlamalardan muaf olduğundan, bankalar yurt dışına kredi kullandırma yoluyla kâr marjlarını yükseltmişlerdir. Böylece, iç piyasadaki vergi yükünü azaltmak amacıyla birçok ülkedeki fon talep edenler ve mevduat sahipleri Manş Adaları, Bahamalar, Cayman Adaları gibi kıyı bankacılığı merkezlerine yönelmişlerdir.

#### Amerika Sermaye Piyasaları Önemini Yitiriyor mu? (Zingales, 2006)

1980'li yıllardan itibaren diğer ülkelerin globalleşerek rekabetçi piyasalar haline gelmesi otomobil ve elektronik gibi pek çok üretim sektöründe Amerika Birleşik Devletlerinin uluslararası üstünlüğünün azalmasına neden olmuştur. Ford ve General Motors gibi büyük Amerikan şirketleri pazar paylarını Toyota ve Honda gibi Asya firmalarına kaptırmışlardır. Yakın zamandaki olaylar finansal piyasalarda da aynı trende işaret etmektedir. 2006 yılı itibarıyla Londra ve Hong Kong hisse senedi piyasaları ilk halka arz piyasalarında önceki üç yıl boyunca başı çeken New York hisse senedi piyasasından daha fazla pay elde etmişlerdir. Bunun yanısıra Amerikan sermaye piyasalarında ihraç edilen yeni şirket tahvillerinin payı son iki yılda Avrupa piyasasında ihraç edilenlerin altına inmiştir.

Neden yeni hisse ihraçlarında sermaye toplamak için Asya ve Avrupa piyasaları tercih edilmektedir? Teknolojik gelişmelerin Amerika dışındaki piyasalarda kolaylıkla adapte edilmesi, 2001 terörist saldırıları sonucunda Amerika'daki göçmenler için kontrollerin sıkılaştırılması ve yabancı ihraççılar için kanuni prosedürlerin fazlaca oluşu gibi faktörler nedeniyle yatırımcılar Amerika'dan kaçmaya başlamışlardır. Patlak veren muhasebe skandalları sonrasında hayata geçirilen Sarbanes-Oxley yasası denetim süreci ve finansal tablolarda bilginin kalitesinin ölçülmesiyle finansal sistemi güçlendirmeye çalışmıştır. Özellikle küçük firmalar için yeni kurallara ve prosedürlere uymak çok maliyetli ve hatta ABD dışındaki piyasalarda işlem yapmak imkânsız bir hale getirmiştir. Bu nedenle yasanın gözden geçirilmesi gerekmektedir. Ancak devam eden finansal krizlerin tüm yükünü de bu yasaya atmak yanlış olacaktır.

Uluslararası piyasalar yenilikleri de beraberinde getirmiştir. Kanada ekonomik konseyi finansal yenilikleri üç grupta toplamaktadır:

- Piyasa-genişletici araçlar: Bu araçlar piyasanın likiditesini artırarak yeni yatırımcılar çekmeyi ön planda tutar. VDMKlar, swap (takaslama), opsiyon gibi türev araçlar, kredi swapları gibi risk transferi sağlayan araçlar ile yatırımcılar cezbedilmeye çalışılmaktadır.
- Risk yönetimi araçları: Bu araçlar oluşacak finansal risklerin kontrol altına alınmasıyla ilgilenir. Forward, futures, opsiyon gibi daha sonraki bölümlerde



geniş olarak açıklayacağımız enstrümanlar ile riskten korunmaya çalışılmaktadır.

- Arbitraj araçları: Yatırımcılar ve borçlananların piyasalardaki maliyet ve getiri farklılıklarını kullanarak avantaja döndürmesine yönelik araçlardır. Özellikle piyasalardaki vergi ve bilgi kısıtları altında hareket eden yatırımcılar fiyat farklılıklarını kullanarak ucuz yerden al, pahalı yerde sat stratejisi kullanır. Bunun en bilinen örneği carry trade (riskli faiz arbitrajı) işlemidir: Carry trade, düşük faiz getiren bir para biriminden borçlanıp krediyi yüksek faiz getiren bir para birimine yatırmaktır. Farz edin ki bir Japon bankasından 1000 yen borç alıp Amerikan dolarına çevirdiniz, Amerikan hazine bonosuna yatırdınız. Amerikan bonosu yüzde 4,5 faiz ödüyor ve Japonya'da ise borçlanma faiz oranı 0'a yakın ise kârınız yaklaşık yüzde 4.5'tir. Ancak burada yatırımcı ABD Doları/ Japon Yeni kurunu dönem başında forward (alivre) kontratı ile sabitlemelidir. Aksi takdirde yatırımcı Japon bankasına olan yen borcunu ödemek için, dönem sonunda Amerikan Doları'nı yen para birimine çevirirken yen para biriminde oluşan bir değer artışı dolayısıyla yatırım kazancının yetersiz kaldığını gözlemleyecektir.

### *Kaynakça*

Güzel, Ali ve Okur, Ali Rıza (1992). Sosyal Güvenlik Hukuku, Yenilenmiş 3. Bası, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.

Zingales, Luigi, (November 2007). Is the U.S. Capital Market Losing its Competitive Edge? ECGI - Finance Working Paper No. 192/2007. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1028701>.

### *Önerilen Kitap*

Wall Street ve Amerikan Yüzyılının Çöküşü, William Engdahl, Prof. Dr. Oktay Sinanoğlu Önsözü ile.; Mayıs 2011.