

TÜRK SERMAYE PİYASASI İÇİNDE  
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER  
BORSASI'NIN GELİŞİMİ, SORUNLARI  
VE TÜRK EKONOMİSİNDEKİ ÖNEMİ

(Yüksek Lisans Tezi)

Yasemin PARMAKSIZ

TEMMUZ 1994

T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTUSU

TÜRK SERMAYE PİYASASI İÇİNDE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER  
BORSASI'NIN GELİŞİMİ, SORUNLARI VE TÜRK EKONOMİSİNDEKİ ÖNEMİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Yasemin PARMAKSIZ

DANIŞMAN: Yard. Doç. Dr. Sevgi GEREK

Anadolu Üniversitesi  
Merkez Kütüphane

ESKİŞEHİR - 1994

## ÖZET

1980'lerin ikinci yarısından itibaren uluslararası para ve sermaye piyasalarında görülen gelişmeler, gelişmiş ve yeni gelişmekte olan piyasalar arasında köprü vazifesi gören, Türk para ve sermaye piyasasını da etkilemiştir.

26 ARALIK 1985 tarihinde kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bu gelişmelerin ürünlerinden biridir. Borsanın kurulması ile hisse senedi alım-satımının gerçekleştirildiği ikincil piyasa da gelişmiştir.

17 HAZİRAN 1991'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde açılan Tahvil ve Bono piyasası, işlem çeşidini artırmış ve daha da önemlisi tahvil alım-satımlarındaki ikinci el piyasa işlemlerinin hergün ve belirli bir düzen içinde gerçekleştirildiği bir borsaya kavuşmuş olmaktadır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın işlem hacmi ve miktarı, ekonomik istikrarsızlıklar ve kendi bünyesinde oluşan fiziki sorunlar nedeniyle, olumsuz yönde etkilenmektedir. Bu olumsuzlukların giderilmesi için çeşitli öneriler ve düzenlemeler getirilmeye çalışılmaktadır.

Gerek özel sektöre ve gerekse devlet sektörüne kaynak sağlamada, likit piyasa oluşturma ve sermayeyi tabana yayma gibi konularda önemli bir rolü olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın, bu etkinliğini daha iyi gerçekleştirebilmesi için, çözüm önerilerinin değerlendirilmesi ve düzenlemelerin en kısa zamanda yapılması gerekmektedir.

## SUMMARY

The developments seen in the international money and capital markets since the second half of the 1980's have effected the Turkish money and capital market which acts a bridge between the developed and the developing markets.

The Istanbul Stock Exchange (IMKB) which was established in 26th Dec. 1985 is the result of this development. The establishment of a stock exchange helped a secondary market for the exchange of stocks and shares to develop.

The Stock and Share Market which was founded within the body of the Istanbul Stock Exchange (IMKB) on June 1991 has increased the types of transaction as well as providing a stock exchange where the secondary market transaction of the stock are realised in certain order.

The quantity and volume of the transaction realised in the Istanbul Stock Exchange (IMKB) are negatively effected by the economic instability and by the physical problems occuring within it's structure. A lot of suggestions are made and many arrangements are tried to be imposed in order to overcome these problems.

For the Istanbul Stock Exchange (IMKB) which plays a significant role in providing financial sources for both the private and state sector, creating a cash market and distributing capital to the public, to realise those effects in a better way, it is necessary to evaluate and consider the suggestions regarding the solutions and to take the precautions in the shortest period.

## İCİNDEKİLER

Sayfa No

TABLOLAR -----	I
KISALTMALAR -----	II
GİRİŞ -----	1

### Birinci Bölüm

#### SERMAYE PİYASASI VE BORSA

I- Piyasa Kavramı -----	3
A- Mali Piyasa Kavramı -----	3
A.1- Para Piyasası -----	5
A.2- Sermaye Piyasası -----	6
A.3- Döviz Piyasası -----	15
B- Sermaye Piyasası ile Para Piyasası Arasındaki İlişki ----	19
II- Borsa Kavramı -----	20
A- Tanımı Doğuşu ve Gelişimi -----	20
B- Dünyadaki Borsalar -----	28
B.1- Sistemleri -----	30
B.2- Borsa Emirleri -----	39
B.3- Dünya Borsalarında Üyeler ve Yetkili Görevliler ----	46
B.4- Ekonomik İşlevleri -----	48

## İkinci Bölüm

### TÜRK SERMAYE PİYASASI VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

I- Türkiye'de Sermaye Piyasası -----	51
A- Türk Sermaye Piyasasının Tarihi Gelişimi -----	51
B- Türk Sermaye Piyasasının Hukuki ve İdari Yapısı -----	55
B.1- Sermaye Piyasası ile İlgili Kavramlar -----	58
B.2- Sermaye Piyasası Kanunu ve Kanunun Kapsamına Giren Kavramlar -----	60
B.3- 2499 Sayılı Kanunun Getirdiği Yenilikler -----	62
B.4- Sermaye Piyasasının Faaliyetleri -----	62
B.5- Sermaye Piyasası Kurulu Görev ve Yetkileri -----	63
B.6- 3794 Sayılı Kanunla Sermaye Piyasası Kanununda Yapılan Düzenlemeler -----	66
C- Sermaye Piyasası Kurumları -----	68
C.1- Aracı Kuruluşlar -----	71
C.2- Yatırım Ortaklıkları -----	74
C.3- Yatırım Fonları -----	76
C.4- Diğer Sermaye Piyasası Kurumları -----	77
D- Sermaye Piyasası Araçları -----	77
D.1- Hisse Senedi ve Türleri -----	79
D.2- Tahvil ve Türleri -----	86
D.3- Hisse Senedi ile Tahvil Arasındaki Farklar -----	94
D.4- Diğer Menkul Kıymetler -----	96

II- Türkiye'de Borsa ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası -----	100
A- Türkiyede Borsanın ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Tarihi Gelişimi -----	100
B- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın hukuki yapısı ve Tabi Olduğu Hukuki Çerçeve -----	103
B.1- 91 Sayılı K.H.K. -----	103
B.2- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Yönetmeliği --	104
C- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Yönetim organları, teknik ve idari Organizasyonu ve denetimi -----	105
C.1- Yönetim Organları -----	105
C.2- Teknik ve İdari Organizasyonu -----	108
C.3- Borsanın Denetimi -----	112
D- Kotasyon -----	112
E- Borsa İşlemleri -----	119
E.1- Hisse Senedi Piyasası İşlemleri -----	119
E.2- Menkul Kıymetler Piyasası İşlemleri -----	128
E.3- Takas ve Saklama İşlemleri -----	129
G- Endekslleme -----	130

## Üçüncü Bölüm

### İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NIN SORUNLARI, ÇÖZÜM YOLLARI VE TÜRK EKONOMİSİNDEKİ ÖNEMİ

I- Sorunları ve Çözüm Yolları -----	136
A- Fiziki Sorunları ve Çözüm Yolları -----	136
A.1- Yerleşim Sorunu -----	136
A.2- Telekomünikasyon Sorunu -----	138
B- Ekonomik Sorunları ve Çözüm Yolları -----	140
II- Türk Ekonomisindeki Önemi -----	144
SONUÇ -----	149
KAYNAKLAR	i



TABLÖLÄR

<u>TABLO NO.</u>	<u>TABLO ADI</u>	<u>SAYFA NO.</u>
1	Sürekli Müzayede İşlemleri	35
2	Borsanın İdari Statüsü	110
3	Borsanın İdari Teşkilatı	111
4	Kotasyon Raporu	117
5	Hisse Senedi Piyasa İşlemleri	126
6	Endeksler	133
7	Bu Güne Kadar Yapılan Özelleştirmeler	148

## KISALTMALAR

- GFO : Genel Finans Ortaklıkları  
KIT : Kamu İktisadi Kuruluşları  
SPK : Sermaye Piyasası Kanunu  
TTK : Türk Ticaret Kanunu  
KOİ : Kamu Ortaklığı İdaresi

## GİRİŞ

24 OCAK 1980 kararları ile birlikte gelişen mali piyasalar gelişmelerini artan bir hızla sürdürmektedirler. Mali piyasa içinde önemli bir yere sahip olan sermaye piyasaları özellikle 1981 yılında getirilen kanuni bir düzenle diğer mali piyasaları etkileyecek bir konuma gelmiştir. Bunda 26 Aralık 1985'de kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın önemi yadsınamayacak derecede büyüktür. Faaliyete geçmesinden bu yana 8 yıl gibi fazla uzun sayılamayacak bir süre geçmiş olmasına rağmen, yapılan tahminlerin çok üzerinde bir gelişme göstermiş ve cazip bir yatırım alanı haline gelmiştir.

Son yıllarda ekonomideki istikrarsızlıklar her yatırım alanını olduğu gibi İstanbul menkul kıymetler borsasını da olumsuz yönde etkilemektedir. Bu istikrarsızlıkların sebep olduğu spekülatif hareketler, borsanın işlem hacminde ve mikterında büyük iniş-çıkışlar meydana getirmektedir.

Bütün bu istikrarsızlıklara rağmen, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın daha fazla gelir getiren bir yatırım alanı olması, Türk ekonomisindeki diğer yatırım alanlarına göre önemini artırdığı için, tez çalışmamı bu konu üzerinde yapmaya karar verdim. Tezimin ilk bölümünde, temel olması açısından ana kavramlar ve dünya borsalarının genel özelliklerini inceledim. İkinci bölümde, İstanbul Menkul

Kıymetler Borsası sermaye piyasasının bir bölümü olduğundan, sermaye piyasasını ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası birlikte inceledim. Üçüncü bölümde ise tez konumun ana temasını oluşturması açısından, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın sorunlarını, çözüm yollarını ve Türk Ekonomisindeki önemini inceledim.

**BİRİNCİ BÖLÜM**  
**SERMAYE PİYASASI VE BORSA**

**I- PİYASA KAVRAMI**

İktisadi açıdan piyasa, alıcı ve satıcıların birbirleri ile karşılaştıkları, iletişim içinde oldukları ve mübadelenin meydana geldiği yer olarak tanımlanır.

Piyasa kavramını somut olarak düşünürsek daha çok borsa kavramı olarak tanımlayabiliriz.

Piyasa bir ülkenin sınırları içinde ve o ülkede yapılan işlemleri kapsıyorsa iç piyasa ( Domestic Market ) işlemler ülke sınırlarını aşıyorsa buna da dış piyasa ( International Market ) denir (1).

Çok çeşitli piyasa türleri olmasına karşın konumuz açısından sadece mali piyasalar ve bunun alt bölümlerinden sermaye piyasası ve para piyasaları bizim için önemlidir.

**A- MALİ PİYASA KAVRAMI**

Bir ülkede fon arzedenlerle fon talep edenler arasında fon akımını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya "mali piyasa" denir.

Tanımdan da anlaşılacağı gibi mali piyasa para ve sermaye piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları kapsayan bir kavramdır.

---

(1) Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, Şubat 1993, s.3.

Mali piyasa 5 ana unsurdan oluşmaktadır.

- 1- Tasarruf sahipleri
- 2- Yatırımcılar
- 3- Yatırım ve finansman araçları
- 4- Yardımcı kuruluşlar
- 5- Hukuki ve idari düzen

a- Tasarruf sahipleri: Mali sistemin özü ve en önemli ögesidir. Bunlar piyasaya fon arzederler. Fon arzı kamu ve özel kesimden gelirse de bunlardan en önemlisi özel ve isteğe beğli tasarruflardır. Kişiler veya hane halkı gelirlerinin tüketmedikleri kısmını ödünç vermek suretiyle piyasaya arzederler.

Sermaye piyasasında yatırılabilir fonlar (Investable funds) bu şekilde doğmaktadır.

b- Yatırımcılar ve tüketiciler: Bunlar mali sistemden fon talep edenlerdir. Fon talebi özel ve kamu kesiminden gelebilir. Her iki grupta önemli özelliklere sahiptir. Fonu yatırım yapmak isteyen teşebbüs sahipleri ve krediye ihtiyacı olan tüketiciler talep eder.

c- Yatırım ve finansman araçları: Satın alma gücünü tasarruf sahiplerinden yatırımcı ve tüketicilere aktarmayı sağlayan araçlardır. Bunlar çok çeşitlidir. Başta para olmak üzere, bunları mevduat, kredi, sosyal güvenlik fonları, kooperatiflerin kaynakları, tahvil, hisse senedi, ipotekli borç ve irat senedi, gelir ortaklığı senedi ve kamu hisse senedi şeklinde sıralayabiliriz.

d- Hukuki ve idari düzen: Mali sistemde hukuki ve idari düzen, yazılı hukuk şeklinde olabileceği gibi, örf ve adetten doğan kurallar şeklinde de olabilir (2).

#### A.1- Para Piyasası

Kısa vadeli fon arz ve talebin karşılaştığı piyasa "para piyasasıdır". Esas önemli özelliği kısa vadeli fonlardan oluşmasıdır. Genellikle bu piyasada vade süresi bir yılı aşmaz.

Para piyasasından sağlanan fonlar kredi olarak işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılır.

Para piyasasının araçlarını ticari senetler, kaynaklarını çeşitli mevduatlar oluşturmaktadır.

Para piyasasını kendi içinde örgütlenmiş ve örgütlenmemiş para piyasaları diye ayırmak mümkündür (3).

Örgütlenmiş para piyasası bankalar sistemidir. Çünkü işletmelerin nakit ihtiyacı çoğunlukla ticari bankalar tarafından karşılanmaktadır. Örgütlenmiş para piyasaları belirli bir düzen içinde çalışırlar ve şirketlerin likiditesini sağlarlar.

Örgütlenmemiş para piyasası banka sisteminin dışında kalan bir piyasadır. Bankalar dışındaki bazı kişi ve kuruluşlar da bazen işletmelere kısa vadeli fon sağlarlar. Bir ülkede para piyasası yeteri kadar gelişmemiş ve kaynaklar kit ise örgütlenmemiş para piyasası önem ve ağırlık kazanır.

---

(2) Selahattin TUNCER, Türkiyede Sermaye Piyasası (Teori ve Uygulama), İstanbul Matbaası, Mayıs 1985, s.5.

(3) Zühtü AYTAÇ, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Türkiye İş Bankası Vakfı Yayınları, Ankara, 1988, s.1.

Örgütlenmemiş para piyasasının diğer bir özelliği de faiz haddinin diğer piyasaya göre yüksek olmasıdır.

Para piyasası çoğu kez iç kaynaklardan karşılanır. Fakat bazen para piyasası dış kanaklardan da karşılanmaktadır. Türkiyede DÇM diye adlandırılan Dövizle Çevrilebilir Mevduat, para piyasasının bir başka örneğidir. Euro-para piyasasının bir kolu olan DÇM Türk ekonomisinde ağırlığı olan para piyasası içinde büyük bir ihtiyacı karşılamıştır.

#### A.2- Sermaye Piyasası

Genel tanımıyla sermaye piyasası orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Sermaye piyasası mali piyasa kavramından daha dar ve teknik nitelik taşır ve genellikle mali piyasa kavramı içinde yer alır.

Daha geniş bir tanımlama yaparsak "orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların menkul kıymetlerin alımı 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 çağdaş mali piyasa sistemidir" (4).

Tanımlamalardan yola çıkarak sermaye piyasasının özelliklerini maddeler halinde ayrıca sıralarsak:

1 Kapsamı: Sermaye piyasası mali piyasa kavramından daha

---

(4) Kaya ERDEM'in konuşmasından "Türkiye Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar)" Seminer Tebliği Tartışmalar Paneli, 20/21 Nisan 1984.



dar ve teknik nitelik taşır ve genelde mali piyasa içinde yer alır. Ancak sermaye piyasası kavramı, para piyasasından daha geniş ve hatta çoğu kez para piyasasını içine alacak şekilde genişletilmiştir.

2 Vade: Sermaye piyasasının en belirgin özelliği bu piyasanın orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır.

3 Kullanım alanı: Sermaye piyasasından sağlanan krediler işletmelerin duran varlıklarının finansmanında kullanılmaktadır. Ticari ve yatırım fonlarından sağlanan uzun vadeli yatırım ve yenileme kredileri ile işletmelerin uzun vadeli fon ihtiyacı karşılanmış olur.

4 Kaynaklar: Sermaye piyasasının kaynaklarını yine tasarruf sahiplerinin birikimleri oluşturmaktadır.

5 Araçlar: Araçları çok çeşitli olmakla birlikte en önemlisi hisse senetleri ve tahvillerdir.

6 Faiz haddi: Faiz haddi vade uzun olduğundan yüksektir. Bu varsayım teorik olmakla beraber, Türkiye'de genellikle orta ve uzun vadeli sermaye piyasasındaki faiz hadlerinin düşük olduğu görülmektedir. Bu Türkiye'de yatırım kredilerine tanınan bir ayrıcalıktan kaynaklanmaktadır (5). Sermaye piyasasında fonlar kıymetli evrak hükmündeki belgeler karşılığında el değiştirdiğine göre, fon sahipleri bu belgeleri iki şekilde satın alabilirler, ya ilk ihraçtan yada ikinci elden... İşte bu sebeple sermaye piyasası iki kesim piyasadan oluşmaktadır.

---

(5) TUNCER, s.11.

a- Birincil piyasa (Primary Market): Hisse senetleri ile tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile alıcıların yani tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasadır. Buna hisse senetleri ile tahvillerin ilk kez sürülüp "ihraç"dan alındığı piyasa denilebilir. Arada şirketin bizzat bulunmayıp bir banka ya da aracı kurumun bulunması bu alımın birincil piyasadan olmasına engeldir.

b- İkincil piyasa (Secondary Market): Menkul kıymetleri ihraçtan alanlar bunları paraya çevirmek istedikleri takdirde, sonsuz vadeli belgelerde (hisse senetlerinde) hiç bir zaman, orta ve uzun vadeli belgelerde (tahvillerde) vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler.

İkincil piyasa bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini ve likiditesini artırarak birincil piyasaya talep yaratıp, onun gelişimini sağlar.

Gelişmiş ülkelerde piyasalarda ikincil piyasanın iç hacmi birincil piyasadan defalarca büyüktür. Birincil piyasa daha çok sermaye piyasası bilinciyle, ikincil piyasa menkul ise menkul kıymetler piyasası bilinciyle çalışır. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymetler borsasıdır. Borsanın dışında sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde bir de borsa dışı piyasa (over the counter) vardır.

Gelişmiş ülkelerde borsa dışı işlemler borsa içi işlemlerden çok fazla olmakla beraber, borsada yapılan işlemler hem hacim bakımından hem de rayiç fiyatların tespiti bakımından çok önemlidir.

İkincil piyasa bir bakıma gelişmelerin değerlendirildiği

yerdir. Kurulan bir anonim şirketin hisse senetleri değerini, şirketin başarısına ve gelişimine göre ikincil piyasada bulur (6).

Kısaca yapısına değindiğimiz sermaye piyasasının bazı temel ilkeleri vardır. Bu ilkeler piyasanın düzen içinde çalışması için zorunludur.

Bu ilkelere kısaca değinecek olursak şöyle sıralayabiliriz;

a- Güven: Sermaye piyasası güvene dayanır. Çünkü bu piyasadaki işlemler menkul değerlerle yürütülmektedir. Menkul değerleri çıkararak halka sunan şirketler bunları satın alan kişi ve kuruluşlar ile kendi aralarında bir ortaklık veya alacaklılık ilişkisinin doğduğunu belirler. Böyle bir ilişkinin güvene dayanması gerekmektedir. Aksi takdirde hiçbir kişi ve kuruluş o şirkete ortak olmaz veya borç vermez. Bu güvenin sağlanması ve sürdürülmesi sermaye piyasasının en önemli sorunları arasında yer alır.

b- Açıklık: Güven ancak açıklıkla sağlanabilir. Çünkü sermaye piyasasında güvenin sağlanabilmesi için iki şeye ihtiyaç vardır. Bunlardan ilki, tasarruf sahipleri ile yatırımcıların sermaye piyasasında işlem gören araçlar hakkında yeterli bilgiye sahip olmaları, ikincisi ise menkul değer ihraç eden kuruluşlar ile bunların alım ve satımına aracılık eden yardımcı kuruluşlar arasındaki işlemlerin açık ve dürüst olması gerekir.

---

(6) Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul, 1988, s.26-27.

c- Sağlam finansman kaynağı: Sermaye piyasasının önemli bir özelliği, biriken fonların zamanında yatırımlara kanalize edilmesini sağlamaktır. Eğer biriken fonlar yani tasarruflar zamanında yatırımlara aktarılabilirse toplumda sermaye birikimi hızlanır ve artar. Bu süreç ekonomide iktisadi kalkınmayı hızlandırır. Bunun için her şeyden önce sermaye piyasasının sağlam finansman kaynağı yani tasarruflara ihtiyacı vardır. Halbuki gelişmekte olan ekonomilerde yurtiçi tasarruflar yeterli düzeyde değildir. Fakat bu ekonomilerde yatırım için fon talebi yüksektir. Bu nedenle fon yetersizliği bu ülkenin en büyük sorunudur (7). Sermaye piyasasının ekonomik ve sosyal yönüne bakacak olursak sermaye piyasasının, dolayısıyla menkul kıymetlerin asıl önemi sosyal adalet kavramı açısındanadır.

Bilindiği üzere, sosyalizmin başlıca sloganlarından biri, üretim araçlarının mülkiyetinin, gelirinin ve yatırım kararlarının topluma ait olması ve elde edilen karın topluma dağıtılmasıdır.

Marksizm bunu üretim araçlarının toplumsal mülkiyeti yoluyla gerçekleştirme iddiasındadır.

Kapitalizm ise çoklu anonim şirketler ve sermaye piyasası yoluyla sosyalizm sloganını sosyalizmden çok daha önce gerçekleştirme iddiasındadır. Böylece halk kapitalizmi doğmuştur. Denilebilir ki Amerikayı Amerika yapan halk kapitalizmidir.

---

(7) TUNCER, s.26-27.

Batı ülkelerinde kendisi işçi de olsa herkes az çok kapitalisttir, pek çok şirkete ortaktır. Hatta kendi çalıştığı şirkete ortaktır. Memleketimizde de kendi mensuplarını ortak etmiş kuruluşlar vardır.

Halka açık kuruluşların çok geliştiği ülkelerde kamu ve özel sektör yanında mülkiyetin çok sayıda kişilere, geniş halk topluluklarına ait olduğu bir halk sektörü oluşmaktadır.

Halk sektöründen söz edilebilmesi için 20-30 bin ortaklı çok sayıda büyük şirketin oluşması ve bunlarda yönetimin belli bir sermaye gurubunun hakimiyetinde bulunması gerekir.

Bu sektörün sosyal ve ekonomik amaçlarını şöyle sıralayabiliriz.

\* Üretim araçlarının mülkiyetini geniş halk topluluklarına yaymak,

\* Toplumda daha dengeli bir gelir dağılımı sağlamak,

\* Halkı ekonomik kararlarda söz sahibi yaparak demokrasinin ekonomik yanını tamamlamak.

Halk sektörü kurma konusunda bizde de çok eski tarihlerden beri bazı denemeler yapılmıştır. Sermaye piyasasının sosyal yönü üzerinde dururken, son olarak hisse senetlerine yatırım yapmanın özellikle emekliler için iyi bir meşgale olduğunda belirtmek gerekir. Bu meşgale zamanla bir merak ve hobiye dönüşmektedir. Piyasa fiyatlarını izlemek, kupon kesmek, temettü tahsil etmek, temettülerin bir bölümüyle yeniden yatırım yapmak emekliler için ideal bir meşgaledir. Zamanla bu işi geliştirerek hobiyi yatırım haline

getirip para kazandıkları da görülmüştür.

Bu arada sermaye piyasasının sosyal yönden zayıf tarafları vardır. Bunları ise şöyle açıklayabiliriz;

a- Sermaye piyasası büyük kuruluşların yararına işler, küçük kuruluşların tahvil ve hisse senedi ihraç ederek bunları halka satma şansı büyük ve isim yapmış kuruluşlardan daha az olur.

b- Orta ve dar gelirli sınıfların tasarruf gücünün zayıf olduğu ülkelerde ve zamanlarda sermaye piyasasının nimetlerinden yalnız yüksek gelirli zümreler yararlanabilir.

c- Bilançoların iyi denetlenmediği piyasalarda bazı şirketlerin yönetim kurullarına hakim büyük ortakları bilanço üzerinde oynayarak, karın az olduğu yada az gösterildiği yıllarda hisse değerini düşürerek hisse senetlerini piyasadan ucuz fiyatla toplamak, müteakip yıl karı yüksek göstererek hisseleri yüksek fiyatla satmak ve bu oyunu devam ettirmek imkanını bulabilirler. Memleketimizde de bazı şirketlerin bu şekilde oyunlara alet edildiği görülmüştür.

d- Bazı şirketlerin üst veya orta kademe yöneticilerin satış, kar, temettü, sermaye artırımını gibi konularda elde ettikleri bilgileri bizzat yada başka spekülâtörlerle işbirliği yapmak suretiyle kendi çıkarları için kullanmaları mümkündür. "Insider information" ve Insider trading" denilen bu durum gelişmiş ülkelerde daha da yaygındır (8).

Sermaye piyasasının ekonomideki en önemli yeri tek başına ekonomiye yararlı olmayan küçük tasarrufların büyük

---

(8) KARSLI, s.22.

yatırımlara dönüşmesini sağlamaktır. Elinde küçük bir sermayesi bulunan, fakat bununla kişisel bir yatırım yapmaya sağlığı, bilgi ve tecrübesi veya zamanı olmayan kimseler sermaye piyasasının sağladığı imkanlardan yararlanırlar. Diğer yönden küçük sermaye sahipleri kendi teşebbüslerinde çeşitli risklere maruz kalacaklardır oysa sermaye piyasasında bu fonlar çeşitli menkul kıymetlere yatırılacağından riskin tabana yayılması sonucu risk sorunu asgari bir miktara inecektir.

Sermaye piyasasının bu saydığımız yönü yalnız menkul kıymetler yoluyla değil daha geniş olan mali piyasa ve bankalar aracılığıyla sağlanabilmektedir. O halde sermaye piyasasının bazı farklı tarafları olmalıdır. Bunu şu dört faktörde aramak gerekmektedir.

1- Sermaye piyasası tasarruf sahipleri ile orta ve uzun vadeli fon talep eden kuruluşlar arasında direkt ilişki ve iletişim kurulmasına, sermayenin mobilizasyonunda aracılardan ortadan kalkmasına veya fonksiyonlarının azalmasına imkan hazırlar, küçük tasarrufların doğrudan doğruya ve daha süratle yatırımlara aktarılması sağlar. Bankalar yoluyla küçük tasarrufların yatırımlara aktarılması daha dolambaçlıdır. Küçük meblağlar önce bankalarda birikecek, sonra şirketlere yabancı kaynak olarak intikal edecektir. Menkul kıymetlerin bir bölümü (hisse senetleri ve benzerleri) şirketlere öz kaynak sağlarlar. Böylece iktisadi kalkınmanın hızlanmasına ve sağlıklı finansman kaynaklarına kavuşturulmasına yardımcı olurlar. Sermaye piyasasının etkin çalışması

şahısların tüketim eğilimlerini azaltarak ve tasarruf eğilimlerini yükselterek ekonomide sermaye birikimini artırır.

2- Enflasyonist ortamda, küçük sermaye sahiplerini paralarına gelir sağlamak kadar sermayeye değer artışı sağlamak, en azından sermayenin değerini yitirmesine mani olmak ister. Bunu da ancak hisse senetleri sağlar. Bu nedenledir ki, menkul kıymetler denilince ilk planda hisse senetlerini düşünmekteyiz. Hisse senetleri iki yoldan değer artışı sağlarlar. Birincisi; hisse senedi, ait olduğu şirketin faaliyetlerine ve faaliyet sonucundaki gelişmeye bağlı olarak değer kazanır. Bu gelişme yalnız cari rakamlarla olabilir. O zaman sadece enflasyon oranında bir gelişme vardır. Yada enflasyon oranının üstünde yani reel gelişme söz konusudur.

Hisse senetlerinde değer artışının sağlanmasının diğer bir yoluda sermaye artırımları yani piyasa tabiriyle "yavrulama" dır. Reel gelişme gösteren şirketler kapasitelerinin sonuna gelip dayandıklarında gelişmenin devamı ancak tevsi yatırımlarıyla mümkün olabilir. Bu yatırımların gerçekleşmesi ise ancak ortaklara müracaat ile olur. Böylece rüçhan hakkı doğar. Gelişen şirketlerde rüçhan hakkı başlı başına bir değerdir. Çünkü, hisse senedi sahibine, piyasa değeri nominal değerinin çok üstünde, bir hisse senedi nominal değeriyle satın alma hakkını vermektedir. Bu gibi şirketlerde sermaye arttırımının kararlaştırılmasıyla birlikte hatta bu konuda bir söylentinin çıkması ile



birlikte hisse senetleri hemen değer kazanır.

3- Menkul kıymetlerin önemi yalnız bilgisiz ve amatör küçük tasarruf sahiplerine tasarruflarını değerlendirme ve ek gelir sağlama açısından değerlendirmek yalnız olur. Menkul kıymetlere bilinçli ve bilgili olarak yatırım yapanlar, gelecekteki belirsizlikleri önceden tahmine dayalı spekülasyon kazançlarda beklerler. Spekülasyon sosyal açıdan sevimsiz bir terim olmakla birlikte spekülatörlerin liberal ekonomide önemli bir yeri vardır. Spekülatörlerin bir malı mevsiminde yani bol ve ucuz olduğu zaman alır, kıt ve pahalı olduğu zamanda satarlar. Böylece o malın bol olduğu mevsim ve zamanda fiyatının çok düşmesine, kıt olduğu zamanda ise o malın fiyatının çok artmasına mani olurlar. Piyasada fiyatların büyük dalgalanmalar yapmasına imkan vermemiş olurlar.

Ancak bunun için spekülatörlerin sayıca, tek başına piyasayı etkileyemeyecek kadar çok olması gerekir. Aksi halde spekülatörler bu fonksiyonu tersine çevirip kendileri toplumun zararına büyük kazançlar sağlarlar.

4- Bazı durumlarda sermaye piyasası işletmelere bankalar sektörünün sağladığı fonlara nazaran daha düşük maliyetli fon sağlayabilmektedir (9).

### A.3- Döviz piyasası

Uluslararası ekonomik ilişkilerin genellikle bir reel bir de parasal yönü vardır: Birincisi mal ve hizmet

---

(9) KARSLI, s.23.

akımlarını, ikincisi ise bunların karşılığı olan ödemeleri kapsar. Örneğin bir ülkeden diğerine mal ihracatı reel bir işlemdir. Bu satış karşılığında ithalatacının, ihracatçıya yaptığı ödemede satış işleminin parasal yönünü oluşturur.

Parasal yönüyle uluslararası ilişkilerde döviz çok önemlidir. Döviz bir ülkedeki kişiye diğer ülkelerdeki kişilerden ödeme isteminde bulunma hakkını veren çeşitli finansal haklardır (10). Her çeşit ödeme aracını kapsar. Yabancı ülkelerdeki mevduatlar, poliçeler, çekler döviz kapsamı içine girer. En büyük kısmı ticari senettir. Döviz alımı, satımı yapılan bir mal olması nedeniyle bir piyasanın oluşması gerekir. Döviz piyasasında döviz fiyatının adı döviz kuru veya kambiyo kurudur.

Döviz kuru, bir birim yabancı para satın almak için gerekli olan yerli para miktarı şeklinde tanımlanır. Döviz piyasası, döviz alım satımıyla uğraşan bankalardan, komisyonculardan, merkez bankası ve hazine gibi resmi kurumlardan oluşur. Döviz kuru sistemleri piyasa koşullarına bağlı olup olmamalarına göre de serbest değişken kur sistemleri ve sabit kur sistemleri olarak ikiye ayrılırlar.

**Serbest değişken kur sistemleri:** Döviz kurlarının arz ve talep koşullarına göre serbestce değişebildiği sistemleri değişken kur veya sabit dalgalanma döviz arzı sabit iken mal ve hizmet ithali, yurt dışına sermaye transferi gibi nedenlerle döviz talebinin artması, döviz kurunun yükselmesine neden olur.

---

(10) Halil SEYİTOĞLU, Uluslar Arası İktisat, Ankara, 1982, s.139.

Değişken kur sisteminde kurların arz ve talep değişmelerine karşı duyarlılığı arz ve talep eğrilerinin esnekliklerine bağlıdır. Her ne kadar değişken kur sistemi dış ödemeler dengesini sağlamanın etkin yolu olsa bile, devletler olası enflasyonu ve spekülasyonu önlemede sınırlar dahilinde müdahalede bulunurlar. Böylece farklı derecelerde sınırlandırılmış kur sistemi oluşur. Döviz piyasasında müdahale kabul etmeyen sistemlere düzenli (clear), müdahale gerektiren sistemlere ise düzensiz (dirty) dalgalanma denir.

Sabit kur sistemi: Bu sistem ayarlanabilir sabit kur sistemi, kambiyo denetim sistemi ve altın standartından oluşmaktadır.

Sistemde döviz kurları bir kez belirlenince arz ve talep koşulları ne olursa olsun piyasa kurallarının belirlenen sınırların dışına çıkmasına izin verilmez.

Ayarlanabilir sabit kur sisteminde dövizin dalgalı kur sistemindeki gibi arz ve talep güçlerine bağlı olarak her an değişmesi olanaksızdır.

Devletin ulusal para ile değer standartı olan yabancı para arasındaki saptamış olduğu fiyata "parite" adı verilir. Piyasa kurlarının olabildiği en yüksek değere "üst destekleme noktası" en düşük değere de "alt destekleme noktası" denir. Bu sınırları saptamada görevli Merkez bankaları döviz kurları üst destekleme noktasına çıkınca döviz satışına, alt destekleme noktasına inince piyasadan döviz satın alımına başlarlar. Bu şekilde döviz fiyatlarının alt ve üst destekleme noktalarının dışına taşması önlenmiş olur. Ancak

merkez bankalarının piyasaya sürekli döviz arzetmesi ve satması olanağı olmadığından devlet kararı ile parite değiştirmek ve ulusal para değerini yeniden belirlemek gerekebilir. Bu yöntem sistemin ayarlanabilir olmasından kaynaklanmaktadır.

Kambiyo sistemi ise genellikle az gelişmiş ve doğu bloku ülkelerinde uygulanır. Bu sistemde döviz fiyatları devlet yetkilileri tarafından belirlenir ve tüm döviz gelir ve giderleri devletin denetimi altındadır. Bu piyasada para konvertibiliteden uzaktır.

Altın standartında döviz kurları altın paritesi etrafındaki dar sınırlar içinde değişebilmektedir. Bugün altının bir parasal fonksiyon olmaktan sıyrılıp mal statüsü olarak kabul edilmesi için girişimlerde bulunmaktadır. Günümüzde bakıldığında ülkelerin öz paralarının değerlerini aşırı yükselttiği görülür. Bunun nedeni gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerin devalüasyonuna karşılık tedbir olarak alırlar. Döviz piyasalarının bankalar açısından önemi ise merkez bankası aracılığı ile atıl dövizin uluslar arası piyasalarda plase edilip değerlendirilmesidir. Aynı zamanda bankalar kendi portföylerini bozmadan bu piyasalardan kısa süreli döviz ihtiyaçlarını borçlanarak karşılayabilirler. Ülkemizde döviz piyasalarının açılmasının ardından amaçlanan hedefler doğrultusunda 14 EYLÜL 1988'de Türk Lirası-Döviz piyasaları döviz 21.09.1988'de döviz-döviz ve döviz-efektif piyasaları açıldı. Açılan bu piyasalar merkez bankası öncülüğü ile bankaların fon yönetimine verdiği önemi artırdı

ve bankaları bu alanda yeni uygulamalara yöneltti. Bu yeni düzenlemelerle likidite ve döviz rezervleri yönetiminin ayrı ayrı düşünülmeceği vurgulanabilir.

#### B- SERMAYE PİYASASI İLE PARA PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Geniş anlamdaki sermaye piyasası kavramına para piyasası da dahil olmaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı, gerekse kredi talebi para piyasasından, para piyasasına kolayca kayabilir. Faiz haddi iki piyasa arasındaki fon akımını ayarlayan bir düzenleyici olmaktadır. Fon arz edenler kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak yatırılabilir fonları bu piyasalardan birine veya her ikisine yönlendirilebilir. Fon talep edenler de, ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre her iki piyasadan borçlanabilirler.

Bazı aracı kuruluşlar, özellikle bankalar hem para, hem de sermaye işlemleri yapabilir ve her iki piyasada çalışabilirler.

Para piyasası ile sermaye piyasasında cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbirleriyle ilişkilidir. Fonlar genellikle düşük faiz haddinden yüksek olana doğru kayar. Para piyasasında meydana gelen bir faiz oranı artışı sermaye piyasasınada etkiler (11).

---

(11) Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s.3.

## II- BORSA KAVRAMI

### A- TANIMI, DOĞUŞU ve GELİŞİMİ

Genel anlamıyla borsa, aynı türden bazı malların belli bir düzen içinde alınıp satıldığı teşkilatlanmış bir pazar yeridir.

Hisse senedi, tahvil ve benzeri menkul kıymetlerin alım ve satımının yapıldığı borsalara Menkul Kıymet Borsaları denir (12).

Bilindiği üzere sermaye piyasasının birincil ve ikincil piyasadan oluştuğunu, birincil piyasada yeni ihraç edilen menkul kıymetler karşılığında uzun vadeli fonların sanayie aktarıldığını, ikincil piyasada ise eskiden ihraç edilmiş menkul kıymetlerin kişiler arasında el değiştirip durduğunu, bu el değiştirmenin halkla sanayi kesimi arasında bu sermaye transferine konu olmadığını, ikincil piyasanın artık sermaye piyasasından koptuğunu ve menkul kıymetler piyasasını oluşturduğunu söyleyebiliriz.

Menkul kıymetler borsası (Stock Exchange) bu nedenle, gerçekte sermaye piyasasının değil, menkul kıymetler piyasasının kurumudur.

Burada menkul kıymetler, ait oldukları anonim şirketlerden soyut olarak, bir sermaye transferine yol açtığı düşünülmeksizin bir mal gibi alınıp satılırlar. Tıpkı para piyasasında bono ve çeklerin alım-satımı yapılırken bunların arkasındaki borç ve alacak münasebetinin ikinci planda kaldığı

---

(12) Menkul Kıymet Alım Satım ve Borsa, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 1993, s.1.

gibi... Bu durum hukuki bakımdan menkul kıymetlerinde bono ve çekler gibi kıymetli evrak olmasından kaynaklanmaktadır. Borsalar genel olarak iç konularına göre adlandırılmaktadır. Döviz Borsası ( Foreign Exchange Borse ), Ticaret Borsası (Commandity Exchange), Altın Borsası (Gold Exchange), Menkul Kıymatler Borsası (Securities Exchange) gibi... Menkul kıymet borsalarının daha gelişmiş şekli Alivre Borsa (Futures Exchange) ve Opsiyon Borsası (Options Exchange) gibi adlar taşır (13). Borsaların, pazar ve panayırlardan başlıca farkı, menkul kıymetlerin veya malların hazır bulundurulmasına gerek duymaksızın örnek üzerine alım satım yapabilmesindedir. Menkul kıymet borsalarında ise, kote edilmiş hisse senedi ve tahvil alım satımı örneğe dahi gerek duyulmaksızın yapılır.

Ancak bu pazarlarda "Menkul Kıymetler" denilen hisse senetleri, tahviller gibi değerli kağıtlar bizzat iktisadi değer olmayıp, iktisadi değerleri temsil eden belgelerdir. Diğer bir deyişle, menkul kıymetlerin temsil ettikleri gerçek değerler bu kağıtların arkasında saklıdır. Dolayısıyla bu piyasada güven unsuru ön plandadır. Alım-satım işlemlerinin belirli bir teknikle yapılması gerekmektedir. Alım-satımlar doğrudan menkul kıymetleri elinde bulunduranlar tarafından değil, onların hesabına belirli niteliklere sahip uzman satıcılar tarafından yapılmaktadır.

Kıta Avrupası ülkelerinde borsa, devletin yasayla düzenlediği resmi bir kuruluştur. Anglo Sakson ülkelerinde ve Anglo Sakson geleneğine sahip ülkelerde ise borsalar

---

(13) KARSLI, s.151-152.

genellikle özel hukuk kurallarına göre oluşturulan kuruluşlardır, (dernek, şirket) ve kendi özel tüzük yada sözleşmelerine göre işlevlerini yürütürler. Menkul kıymet piyasalarında kar elde etmek önemli bir amaçtır. Bu alım satım yapan herkes için geçerlidir. Kar amacı, özellikle menkul kıymet piyasalarının temelini oluşturan hisse senetleri alım-satımında çok daha hakim bir unsurdur. Hisse senedini satın alan kişi yatırımına temettü almak ve yatırımını daha yüksek bir fiyata satarak sermaye kazancı sağlamak amacıyla hareket eder.

Kişilerin alım-satım kararlarının birleşmesi sonucunda piyasanın genel eğilimi oluşur. Bu eğilimin ileride daha da yükseleceği, dolayısıyla, şimdi hisse senedi almanın tam zamanı olduğu belirtilir. Tersine, fiyatlar düşmeye başlayacağı, dolayısıyla piyasadan çıkmak veya bugün satarak ileride daha düşük fiyatla almak şeklinde bir eğilim mevcut olduğu takdirde kötümser bir havanın hakim olduğu belirtilir. Bu tür eğilimleri Anglo-Sakson ülkelerinde önemli iki deyimle açıklarlar. İyimser bir eğilimin, iyimser bir havanın oluşmasına "Boğa davranışı", kötümser bir eğilimin, kötümser bir havanın oluşmasına "Ayı davranışı" deyimleri kullanılır, ve her zaman iyimserlerin kötümserlerden daha fazla olmasının yani boğaların fazla olması istenir. Borsaya boğalar hakim olduğu zaman fiyatlar yükselir, ayılar hakim olduğu zaman fiyatlar düşer. Önemli olan, borsada fiyatların düşmesi değil yükselmesidir.

Borsaların başlangıcı çok eski devirlerde kurulan, pazar



ve panayırlardır. Bu pazar ve panayırlarda her türlü ticari emtia meyanında kıymetli madenler ve ticari senetlerde alınıp satılmaya başlamıştır. Zamanla bu pazarlar devamlılık kazanmış, pazar ve panayırın kurulmasına bağımlı olmaktan çıkmış, sonra belli kapalı mahallere yerleşmiş ve nehayet ticaretin gelişmesiyle ihtisaslaşma kazanmıştır.

Şüphesiz ticari evrak ve borsaların kurulması bu gelişmenin en sonunda yer alır ve geniş çapta hukuk alanındaki gelişmelerden, özellikle Roma hukukunda bulunmayan sınırlı sorumluluk (anonim şirketler) ilkesiyle kıymetli evrak müessesesinin hukuk sistemlerine yerleşmesinden kaynaklanır.

Dünya deniz ticaretinin gelişmesi, İngiltere, İtalya, Belçika ve Hollanda gibi denizci ülkelerde büyük ticaret merkezlerinin kurulmasına yol açmış, bu ticari merkezlerdeki faaliyetler aracılardan rolünü arttırmış, ticari senetlerle, belgelerin doğmasına ve 15. Yüzyılda ilk poliçelerin kullanılmaya başlamasına yol açmıştır. Bu yüzyılda bu senetlerin kullanılmasına ve el değiştirmesine ilişkin bazı kurallar ortaya çıkmıştır. Avrupada ilk borsa 1487 tarihinde Anvers'te kurulmuş, 16. Yüzyılda altın çağını yaşayan Hollanda'nın Amsterdam borsası bunun yerini almıştır. Aynı yüzyılın sonlarında ve diğer yıllarda Avrupa'nın diğer ülkelerinde borsalar ortaya çıkmış ve bugünkü büyük borsaları meydana getirmiştir. 16. Yüzyıl'ın içinde Paris ve Londra, 17. Yüzyıl'da Berlin, Basel, 18. Yüzyıl'da Viyana, Newyork, 19. Yüzyıl'da Brüksel, Milano, Madrid, İstanbul ve Tokyo borsaları kurulmuştur. O dönemlere gelinceye kadar kişiler

ellerindeki menkul değerleri değiştirmek için gerekli belli bir yerleri yoktu. İşlemler çoğunlukla sokak ortasında yapılıyordu. İşlemlerin hacmi büyüdükçe, bazı kahve ve lokantalar, bir kaç kişinin komisyon karşılığı olarak işlem yapmak amacı ile hazır bulunduğu yerler olmuştur. Böylece borsa işlemleri zamanla resmi bir nitelik kazanmış ve işlemlerin yönetimi bir düzene girmesi için bir takım kurallar konmaya çalışılmıştır. Menkul kıymet borsaları asıl karakterini 19. Yüzyılda yatırım alanları arayan kapitalin çoğalması, anonim şirketlerin büyümesi, deniz aşırı yatırımların ve deniz ticaretinin gelişmesi sonucunda kazanmıştır.

Borsaların gelişmeside demokrasinin, sanayinin gelişmesi gibi sorunlarla dolu olmuştur. Dünya borsacılık tarihi krizlerle doludur. En büyük krizler ise büyük borsalarda yaşanmış, diğer küçük borsaları ve piyasaları da etkisi altına almıştır. Örneğin; 1929'da ABD'de yasanan kriz, 1987 yılında başta ABD ve diğer büyük borsaları da etkileyen uyarı niteliğindeki krizler, batı ekonomisinde mzminleřiē bazı sorunların acil olarak çözüm yoluna gidilmesinin gerektiğini göstermiştir. Özellikle 1987 yılının Ekim ayının 19'unda "Kara Pazartesi" diye anılan kriz Amerikan piyasalarını etkilemekle kalmayıp, bu piyasanın yanısıra, Tokyo, Londra, Hongkong, Frankfurt, Paris gibi büyük borsalarıda etkilemiştir. bazı kimseler bu krizin menkul kıymetler piyasasının haddinden fazla satisfike bir yapıya, kavusmasından, bazıları, kıymet piyasaları ile vadeli ve opsiyon piyasaları arasındaki ilişkilerden, bazıları ise

menkul kıymet borsa ve ticaretine bilgisayarların gereğinden fazla girmiş olmasından kaynaklandığını ileri sürmüşlerdir.

Yukarıdaki açıklamalarımızdan da anlaşılacağı üzere borsalar içinde buldukları ülkelerin sosyal ve ekonomik durumlarının önemli bir barometresidir. Rekabete açık mizayede sistemlerinin yer aldığı, açıklık ilkesinin taviz verilmeksizin uygulandığı bir piyasada iniş çıkışlar piyasanın tabiatında mevcuttur. Artış ve azalışlardan arındırılmış bir piyasa veya borsa düşünmek en azından arz ve talebin evrensellesmiş kurallarını tanımamak demektir. Kuşkusuz , iniş ve çıkışların şiddetini azaltmak için "Market Markers" (Piyasa düzenleyici) denilen ve çıkışlarda satarak, inişlerde ise alarak, hem piyasayı düzenleyen, hem de para kazanan aracılardan yararlanabilir. Ancak bunlar zigzagları ortadan kaldırmak yerine, şiddetlerini azaltabilmektedir. Borsalardaki gelişmeleri ekonomik buhranların ve sıkıntıların erken habercisi olarak görüp tedbirleri zamanında almak serbest piyasa ekonomisi içinde yaşayan ülkeler için çok önemlidir (14). Borsaların gelişme tarz ve derecesini ülkelerin ekonomik ortam ve şartları belirler. Bu sebeple, borsaların gelişme dereceleri ve modelleri farklıdır. Denilebilir ki, dünyada kaç tane borsa varsa o kadar borsa modeli vardır. Fakat borsalar bazı ana tip ve modeller içinde sınıflandırılabilir.

Bununla beraber yeni kurulan her borsada kaçınılmaz şekilde yaşanan bazı aşamalar vardır. Bu aşamaları şu şekilde

---

(14) KARSLI, s.164.

sıralayabiliriz.

### 1. Kuruluş ve Uyuklama (establishment and dormancy)

Yeni kurulan bir borsa hemen hızlı bir çalışma temposuna girmez. Bir süre kendisini ve temsil ettiği yatırım alanını halka tanıtmak zorundadır.

### 2. İşleme Geçme (Manipulation)

Tanıtım sonunda artan ilginin yeterli düzeye eriştiğinde borsada ilk işlemler başlar. Fakat bunların miktarı azdır. Yatırım yapanlar zamanla kazançlı çıktıklarını ve yatırımlarının uzun vadede diğer yatırım araçlarından daha verimli olduğunu gördükçe yatırımlarını artırırlar. Buna paralel olarak senet fiyatları artar ve talepte de artış olur.

### 3. Spekülasyon (Speculation)

Borsada kar edildiğini gören ve duyan herkes borsaya koşmaya başlar. Talebin hızlı artmasına karşılık arzın buna aynı tempoda cevap vermesi mümkün değildir. Fiyatların arttığını görenler fiyatların daha da yükselmesini beklerler. Elllerinde büyük miktarda portföy bulunduran holdingler, iştirak bankaları hisse fiyatlarının ikame bedeline ulaşmadan satmak istemezler. Böylece arz talep dengesizliği daha fazla artar ve fiyatlar daha fazla yükselip talebi körükler.

### 4. Çöküş (Crash)

Peki bu artış nereye kadar devam eder, nerede son bulur? Hisse senedi talebini durduracak yada piyasaya bol miktarda hisse senedi sürülmesine yol açacak bir olayın başlaması bunun için yeterlidir. Örneğin yükselen fiyatları satışa

geçmek için yeterli gören ve herkesden önce davranmak isteyen bir büyük portföy sahibi birden büyük miktarda satışa geçer. Bunun üzerine diğer portföy sahipleri de satışa geçerler ve böylece panik başlar. Yada piyasada alıcı ve satıcıları (yatırımcıları) caydıracak bir olay veya söylentinin çıkması, bu defa arz yönünde değil talep yönünde çöküş başlatılır. 1987 yılında Ağustos ayı sonuna doğru bizim borsamızda da böyle bir panik yaşandı. Özelleştirme operasyonunun gerçekleşeceği ve oldukça fazla hisse senedinin piyasaya sunulacağı söylentisi paniğin ortaya çıkmasına neden olan olaydır. Paniğin başlamasıyla fiyatlar düşer, bununla birlikte alıcı olmadığı için işlem hacmi de düşer. Yalnız bu düşme belli bir noktada durur ve bu noktada arz ve talep dengesi oluşturur. Genellikle bu nokta düşüşün başladığı noktanın az veya çok üstündedir.

##### 5. Olgunluk (Maturity)

Bu aşamada yatırımcılar olsun spekülâtörler olsun daha ihtiyatlı davranmaktadır. Borsa endeksinin 20 hatta 10 puan yükselmesi satıcıları, aynı miktarda düşmesi alıcıları harekete geçirir. Böylece fiyatlar dış ekonomik konjoktürde önemli bir değişiklik olmadıkça ne çok yükselir ne de çok düşer.

Borsa literatüründe, borsaların, kuruluş ve olgunlaşmasında bu 5 aşamanın her ne şekilde olursa olsun mutlaka yaşandığı bir çok örneklerle kanıtlanmıştır.

## B- DÜNYADAKİ BORSALAR

Borsalar liberal kapitalizmin bir kurumudur. Borsaların öncelikle kuruluş yeri gelişmiş liberal kapitalist ülkelerdir. Bunları sırasıyla gelişmekte olan liberal kapitalist ülkeler izlemektedir. Sosyalist ülkelerde borsa bulunmadığı gibi ekonomisi az gelişmiş çeşitli yokluk ve kısıtlamalar içinde bulunan ülkelerde de borsa bulunmuş olsa bile fiilen elle tutulur bir fonksiyonu yerine getirememektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yeni ortaya çıkan sermaye piyasaları, yeni borsaları yaratmakta, eskide mevcut olupda işe yaramayan borsalar da fonksiyonel hale getirilmektedir. Sosyalist ülkelerin bazılarında ise yeni yeni borsalar kurma hazırlıkları sürmektedir. Bunların başında Rusya, Çin ve Macaristan'dır. Bu da demektir ki artık borsalar liberal ekonomiye ait bir kurum olmaktan çıkıp, diğer ekonomik sistemlerde de kendini göstermeye başlamaktadır.

Dünya borsaları gelişmişlik düzeylerine göre şu şekilde guruplara ayrılmaktadır.

### a- Süper Borsalar

- New York Borsası
- Tokyo Borsası
- Londra Borsası

Bu üç borsa işlem hacmi olarak dünya borsaları içinde toplam iş hacminin % 60'ını kapsar.

### b- Büyük Borsalar

- Amerikan Borsası
- Chicago Borsası

- Hong Kong Borsası

- Paris Borsası

- Milano Borsası

- Frankfurt Borsası

- Amsterdam Borsası

c- Orta Çaplı Borsalar

- ABD'de, Boston, Cincinati ve Philedelphia borsaları, ABD'de 7 aktif toplam 14 borsa bulunmaktadır.

- Avrupada Frankfurt dışındaki Alman borsaları:

Düseldorf, Berlin, Hamburg, Münih; Madrid, Bürüksel, Lizbon, Stockholm, Kopenhag.

- Uzakdoğuda; Seul, Taiwan, Singapur, Sidney, Melbourne, Bombay.

d- Küçük Borsalar

Dünyada 68 kadar faal irili ufaklı borsalar bulunmaktadır. Yukarıda sayılan borsaların dışında kalan borsaları küçük borsalar sınıfında saymaktayız. İstanbul, Telaviv, Nijerya, Viyana, Helsinki, Oslo, Tayland, Manila, Jakar, Küveyt, Jakarta vb. Manila borsası dünya borsaları içinde günlük işlem gören 8-10 şirket ile en küçük borsadır.

e- Bölgesel Borsalar

Bir çok ülkede mahalli şirketleri içine alan bölgesel borsalar vardır. İngiltere ve Fransa'da borsaya yeni giren şirketler önce buldukları yerdeki bölge borsasına kote edilirler, daha sonra alım-satım hacimleri geliştikçe milli borsaya terfi ederler.

Bununla beraber elektronik gelişmeler bölgesel borsala-

rıda ortadan kaldırmaktadır. Londra borsası bölgesel borsaları da içine alacak şekilde örgütlenmiştir. Böylece bölgesel borsalardan devir alınan şirketler için ayrı pazarlar açılmaktadır (15).

### B.1- Sistemleri

Menkul kıymet borsalarında değişik sistemler uygulanmaktadır. Görünüşte dünyada kaç tane borsa varsa o kadarda sistem var gibidir. Fakat borsanın fiyat oluşturma mekanizmaları (Price Determination System) incelendiğinde dünya borsalarının bir kaç ana sistemden oluştuğu anlaşılır. Aynı sistemin fiziki olarak değişik araç ve usüllerle uygulandığı görülebilir. Bazı borsalar, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın cağaloğlundaki ilk binasında, Kopenhag borsalarında olduğu gibi, dersaneye benzer işlem salonlarına sahiptir. Kürsüde oturan bir eksper yada salon amirine dönük olarak oturulur. Alım-satım emirleri yazılı yada sözlü emirler halinde ekspere iletilir, işlemleri eksper yönetir ve sonuçlandırır.

Bazı borsalarda, Taiwan, Tayland, Amman borsalarında ve şimdi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda olduğu gibi, emirler seanslara katılanlar tarafından duvardaki panoya (panonun o şirkete ait bölümüne) yazılarak verilir. Bütün borsalar kendi kendine işleyen borsalardandır. Eksperler tarafından yürütülmez, denetlenir. Bazı borsalar da ise ne yönetici ne de para vardır. Borsa üyeleri yada temsilcileri

---

(15) KARSLI, s.170-171.



(Floor Brokers) salonun herhangi bir yerinde sadece pazarlık ederek sonuçlanan işlemleri havuzlar içindeki katiplere tescil ettirirler (16).

Borsa salonlarının yapısı sistemdeki farklılıkları tam olarak göstermez, asıl fark fiyat oluşturma mekanizmalarının özündedir.

Buna göre borsa sistemlerini şu şekilde guruplara ayırabiliriz.

1) Merkezi ve Ademi Merkezi Borsalar: Merkezi borsalarda bütün borsa üyeleri birbirleriyle merkezi borsa yönetiminin nezareti altında dış ve iç yaparlar.

Desantralize borsalarda "Spesiyalist" ler vardır. Bu kişiler, belli şirketlerin menkul kıymetlerinin alım-satımı kendilerine bırakılmış, bu şirketler üzerinde ihtisaslaşmış borsa üyeleridir. Bu şirketler büyüklüğüne göre tek veya birkaç şirket olarak spesiyalistlere bırakılır. Diğer üyelere de bu şirket veya şirketlerin hisselerini yalnız bu spesiyalistlere satabilir ve ondan alabilirler. Seans açılmadan önce toplu açılış fiyatı yöntemiyle her şirket için bir açılış fiyatı bulunur, spesiyalist bu açılış fiyatına göre bir alış bir de satış fiyatı ilan eder. Bu fiyatlar seans boyunca belli limitler halinde değişebilir. Bu tip borsalar genellikle her spesiyalist etrafında küçük borsalar oluşur. Örneğin New York borsası spesiyalist bir borsadır. Spesiyalist bu borsada resmi bir nitelik taşır. Brüksel borsasında ise gayri resmi bir nitelik taşır. Çünkü aynı

---

(16) Dünya'da ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları, Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 1992, s.12.

şirket için bir kaç talip çıktığında birden fazla spesiyalist görevlendirilir. Bu tip borsada her spesiyalist etrafında küçük bir borsa oluşur. Bu sebeple, bu borsaya Ademi Merkezi borsa demek yerinde olur.

2) Toplu Açılış Fiyatı: Bazı borsalarda açılış fiyatı önem kazanmaktadır. Açılış seansı için ayrı ayrı ordinolar yada yazılı borsa emirleri verilir, bunlar toplu halde eksperler tarafından değerlendirilir. Eksperler açılış emirlerini tasnif eder, şirket şirket ayırır her şirketin her hisse senedi için bordrolar dökerler, aynı hisse senedi için borsa emirlerini miktar olarak yazarlar. Her iki tarafındanda emir yazılı bulunan fiyatlar arasından açılış fiyatını bulurlar.

Açılış fiyatı, hem alım hem satış emri içeren fiyatlar içinden en büyük miktarda alım-satımı gerçekleştiren fiyattır. Bu sistemde, günlük iş hacminin büyük bölümü açılış fiyatıyla karşılaştığından, iş hacmi sınırlı olan borsalarda daha sonraki sürekli müzayede bölümüne yeterli iş hacmi kalmamaktadır.

17 KASIM 1988 tarihine kadar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bu sistemin uygulandığı görülmektedir. Bu gibi borsalar toplu açılış fiyatı ile sürekli müzayede arasında tercih yapmak zorundadırlar.

Genellikle desantralize borsalar tarafından tercih edilen dünyada pek az sayıda borsada uygulanan bu sistemde hem toplu açılış fiyatı hem de sürekli müzayede uygulanabilmesi için bir hayli yüksek iş hacmine ihtiyaç

vardır, bu sebeple New York, Brüksel, Amsterdam, Frankfurt, Tokyo 2. pazarı gibi borsalarda uygulanabilmektedir.

Bu sistemin önemli özelliğinden birisi "arz talep dengeleme" mekanizmasıdır. Açılış fiyatı bulunurken, arz ile talep arasında büyük dengesizlik varsa, eksper bu dengesizliği gidermek için, sürekli seansa geçmeden önce arz tarafında eksiklik varsa yeni satış emirleri, talep tarafında eksiklik varsa yeni alış emirleri ister. Yeni gelen emirlerle arz-talep dengesizliği bir ölçüde giderilmiş olur.

Bu sistemde açılış fiyatı çeşitli şekillerde bulunabilmekle beraber bunun en klasik şekli "Tek Fiyat" yöntemidir. Tek fiyat yöntemiyle açılış fiyatı bulunduktan sonra tüm seans boyunca yalnızca bu tek fiyatla alım-satım yapılan borsa pazarları bulunduğu gibi, açılış fiyatının bulunmasından sonra serbest seansa geçip "Çok Fiyat" yöntemiyle sürekli müzayede sağlanmaya da çalışılabilir. Çoğunlukla bu iki yöntem bir arada kullanıldığı zaman buna "Tek Fiyat - Çok Fiyat" yöntemi denilmektedir. Halen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda "Çok Fiyat" yöntemi kullanılmaktadır.

Toplu açılış fiyatı uygulamasının taraftarlarına göre, sistemin en önemli üstünlüğü, çok büyük miktarda arz ve talebi karşılaştırmasıdır. Böylece en doğru ve en gerçek açılış fiyatının bulunacağı kabul edilir.

Buna karşılık, bu sistemin sakıncalı taraflarında vardır.

- Sistem bir borsanın günlük iş hacminin büyük bölümünü açılış seansında bir araya getirmekte açılışı takip eden

normal seanslarda çok az iş bırakmakta, bunun sonucunda normal seansın fiyat oluşturma gücü azalmaktadır.

- Normal seansa az iş bıraktığından normal seansın süresini daraltmakta ve devamlılığını ortadan kaldırmaktadır. Oysa borsa seansı gün boyu devam eder ve fiyat dalgalanmalarına yön veren bu olaydır.

- Açılış emirleri aynı anda verildiği, aynı anda değerlendirildiği için borsalarda en önemli unsuru teşkilde iki öncelikten biri olan, zaman önceliği kuralı işlememekte ve önemini kaybetmektedir.

- Sistemin açılış fiyatının önemini abartmaktadır. Oysa pek çok bursada açılış fiyatı uygulanmamaktadır.

- Toplu açılış fiyatı yönteminin en büyük sakıncası da açıklık konusundadır.

Açılış emirlerinin eksperler tarafından karşılanacak açılış fiyatı kapalı bir işlemidir. Bulunan açılış fiyatları ve bu fiyattan gerçekleşen işlemler seans başında ilan edilerek alım-satımların çoğu gerçekleştikten sonra açıklık sağlanmasına çalışmaktadır.

- Bu sistemde, açılış fiyatının ne olacağını az çok tahmin ederek "açılış fiyatı ile" acentasına alış veya satış emri veren yatırımcı, bu fiyattan, örneğin 1000 hisselik AF (açılış fiyatı) ordino vererek ve açılış fiyatı müşterisinin tahminine uysun uymasın bu 1000 hisseyi açılış fiyatıyla satacaktır. Gerçekleşen açılış fiyatı müşterisinin tahmininden çok farklı da olsa yapılacak bir şey yoktur. Sistem piyasanın sınıanmasına imkan vermemektedir.

Bu sakıncaların bir bölümü, yani ağır işletme, karmaşık mekanizma, zaman kaybı, gibi hususlar bilgisayar kullanımı ile azaltılsa bile diğer hususlarda bilgisayarlaşmanın fazla bir etkisi yoktur.

#### Sürekli Müzayede de İşlemler:

Sürekli müzayede çeşitli şekil ve görüntüler de olabilir. Orta çaptaki borsalarda en çok rastlanan ve özellikle uzak doğu borsalarında görülen sürekli müzayede şekli duvardaki panolarda uygulanmaktadır. Her şirketin bir panosu ve bu panonun alış ve satış bölümü vardır. Bu bölümlere alış ve satış emirleri borsa üyeleri tarafından yazılabileceği gibi, bağırarak verilen emirlerin borsa memurları tarafından da panolara yazılması veya elektronik tablolarla gösterilmesi mümkündür.

Tablo-1

..... Ş İ R K E T İ					
A L I Ş			S A T I Ş		
Üye	Hisse Miktarı (Lot)	Fiyatı	Fiyatı	Hisse Miktarı (Lot)	Üye
A	10	2.200	2.300	10	C
B	10	2.225	2.300	10	D
E	10	2.250	2.275	10	C
A	10	2.275			

Kaynak: KARSLI, s.179

Alıcıların alış için verdikleri fiyatlar tahmin edilen açılış fiyatının altında, satıcıların satış için verdikleri fiyatlar ise üstündedir.

Seansın açılışında ilk alış emrini yapan üyenin fiyatıyla ilk satış emrini yazan üyenin fiyatı daima

farklıdır. Bu fiyatların ilk hamlede çakışmaması üzerine alıcı ve satıcılar, almaya ve satmaya istekli oluşlarına göre ve birbirlerini kovalayarak yeni fiyatlar verirler. Alıcılar gittikçe yükselen satıcılar ise gittikçe düşen fiyatlarla emirleri yazarlar. Nihayet bir noktada alıcı ve satıcı fiyatları çakışır ve ilk işlem gerçekleşir.

Bu sistemde gerçekleşen ilk işlemin fiyatı fiili açılış fiyatıdır.

Görüldüğü üzere bu sistemin de açılış fiyatı vardır, fakat bu münferit ve küçük miktarlı hamlelerle, alıcı ve satıcıların birbirlerini sınamalarıyla, alıcı ve satıcıların almaya ve satmaya isteklilik derecesine bağlı olarak ortaya çıkan ve bu özelliğiyle gerçek arz ve talebi daha doğru olarak karşılaştıran bir açılış fiyatıdır.

Bununla birlikte bazı borsalarda bir önceki seansın kapanış fiyatı o seansın açılış fiyatı olarak kabul edilir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bir önceki seansın ağırlıklı ortalama fiyatı açılış fiyatı olarak alınmaktadır.

Panoda bir işlem gerçekleştiğinde, alıcı ve satıcı havuz içindeki memurlara giderek üç nüsha fiş doldurur ve imzalarlar. Fiş tarşh ve saat basılarak bir nüshası havuza bırakılır. Birer nüshası da alıcı ve satıcılara kalır. Havuzda kalan nüsha üzerinden işlemin tescili yapılır. Tescil edilen yeni fiyat yazı tablosunda hemen ilan edilir.

Açılış fiyatının bir önemide iki seans arasında veya seans içinde fiyatların aşağı ve yukarı değişimini sınırlama konusundadır. Borsadan borsaya değişen şekillerde açılış

fiyatının, bir önceki kapanış fiyatından, seans içinde oluşan fiyatların açılış fiyatından belli bir oranda örneğin %5 veya %10 'dan fazla farklı olmaması istenir. Böylece fiyatlarda hızlı artış veya düşüşlerin olduğu seanslarda artış ve düşüşlerin frenlenmesine çalışılır.

Bu sistem İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 1987-1988 arasında deneme mahiyetinde uygulanmış, bilahare kesin uygulamaya geçilmiştir.

### 3) Serbest Pazarlık

Bu sistemde herhangi bir fiyat oluşturma mekanizması yoktur.

Borsa üyeleri borsa salonunda serbestçe pazarlık ederler.

Pazarlık salonunda anlaşılan iki borsa üyesi, pano usulünde olduğu gibi, havuza gidip üç nüsha fiş doldurarak, imzalayıp, saat ve tarih bastıktan sonra havuzdaki katiplere bir nüshasını verirler. Diğer iki nüsha alıcı ve satıcılarda kalır.

Havuzdaki katip gerçekleşen bu alım ve satımı kayıtlara geçirirler.

Kayıtlara geçirme işlemi, bilgisayarla donatılmış borsalarda son işlemle oluşan yeni fiyat elektronik tablolarında (Display Board) ve kayar yazı bantlarında görülür.

Bu sistemin en büyük avantajı basitliğidir. Pazarlık yaparak anlaşmak için borsa salonuna gelmek bile şart değildir. Dışarıda varılan bir anlaşma ile de borsada tescil ettirmek mümkündür.

Sistemin en iyi örnekleri Tokyo klasik borsası, Kore ve Madrid borsalarıdır.

#### 4) Yüksek Teknolojili Borsalar

Londra borsası, Tokyo borsası elektronik bölümü, Hongkong yeni borsası, Toronto borsası tam kompüterize edilmiş, borsa salonunda insanların toplandığı borsaların aksine, sadece bilgisayar elemanlarının bulunduğu bilgisayar borsalarıdır. Borsadaki bilgisayarın terminalleri borsa üyelerinin iş yerlerine uzatılmış olup, işlem yapmak için kimse borsaya gelmemektedir.

Terminalli borsaların daha ziyade ikinci sistemin gelişmiş şekli olduğu söylenebilir. Verilen ordinolar duvardaki tablolarla görünmesinden başka gerçekleşen işlemlerde ayrı bir elektronik tabloda ilan edilir.

Ayrıca kayan yazı bantlarında da en son fiyatlar gösterilmektedir. Bunun bir adım ilerisi, terminallerin borsa salonundan çıkarılıp her borsa üyesinin iş yerine nakledilmesidir ki, bu durumda en ileri terminalli borsa tipi ortaya çıkar. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na getirilen yeni sistem bir kaç senelik bir süre içinde böyle bir terminalli borsaya dönüştürülmek üzere seçilmiş bulunmaktadır.

Kanadanın Toronto borsasında geliştirilmiş olup, 1988'de kompüterize edilen Paris ve 1989'da kompüterize edilen Brüksel borsalarında da benimsenmiş bulunan CATS (Computer Assisted Trading System) terimine dayalı olmakla beraber, toplu açılış fiyatı da uygulanmaktadır.



## B.2- Borsa Emirleri

Borsa emirlerinden, borsadaki uygulamalara göre, müşterilerin bir menkul kıymetin alımı ve satımı için aracı durumdaki borsa üyelerine verdikleri talimat anlaşılır.

Hukuken vekalet niteliğindedir. Emirler gerek fiyat gerekse zaman itibari ile taşıdıkları özelliklere göre çeşitli gruplara ayrılırlar.

Bazı borsalarda emirler bizde olduğu gibi iki aşamalı olarak düzenlenmiştir. Birinci aşama müşteri emirleri, ikinci aşama borsa emirleri.

Müşteri emirleri yukarıda tanımlamasını yaptığımız şekildedir.

Borsa emirleri ise, borsa üyesinin aldığı müşteri emirlerini yönetmeliklerde belirtilen usüllere göre borsaya hitaben düzenleyip borsa görevlilerine iletmesi anlamını taşımaktadır. Esas aynı olmakla beraber yazılı formül olarak "müşteri emri ile borsa emri" bazı şekil ayrılıkları vardır.

Istanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 18.12.1985 tarihinde yayınlanan iç yönetmeliğinde bu ayrım ve söz konusu emirlerden her birinin içeriği gösterilmiştir.

Borsa emirlerinde fiyatlar değişik şekillerde tesbit edilir ve değişik deyimlerle ifade olunur. Borsalarda en çok kullanılan emir şekilleri şunlardır.

- a- En iyi fiyatla emir
- b- Limitli emirler
- c- Açılış fiyatıyla emirler

Istanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk olarak bu emir türleri öngörülmüş, ancak 1988 tarihinde gerçekleştirilen yönetmelik değişikliği ile yasallaşan uygulamaya göre açılış fiyatı esası kaldırılmış ve emirlerin verilmiş şeklinde de değişiklikler olmuştur (17).

Dünya borsalarında yukarıda saydığımız emirler dahil olmak üzere başka emir şekilleri de vardır. İlk fiyattan emirler, kapanış fiyatıyla emirler, takdire bağlı emirler, ortalama fiyat emirleri, yaklaşık fiyatla emirler, olur kaydı taşıyan emirler, sabit fiyatlı emirler, bağlı emirler ve özel kayıtlı emirlerdir.

- En İyi Fiyatla Emirler: (Best Available Price)

Emirlerde herhangi bir fiyat kaydı yoktur. Borsa üyesine davranış özgürlüğü tanıyan bütün emirler borsaya seans başlamadan önce gelmişse bekletilmeksizin, ilk kayda geçen fiyatla yada açılış fiyatıyla yerine gelir. Bu tür emrin en büyük avantajı, emrin hemen yerine getirilebilme olanağıdır. Sakıncası ise müşteri için cazip olmayan fiyattan gerçekleşme olasılığıdır.

- Limitli Emirler: (Limit Orders) İşlemin yapılacağı fiyat, yatırımcı tarafından belirlenir. Bildirilen fiyat alışlarda en yüksek, satışlarda en düşük fiyat anlamını taşır. İşlem bu fiyatlar dışında bir fiyattan gerçekleştirilemez. Başka bir anlamda, alışta belirlenen en yüksek fiyattan yüksek, satışta ise belirlenen en düşük fiyatın altında bir fiyattan işlemin yapılması mümkün değildir.

Böylece yatırımcı için tatmin edici olmayan bir fiyattan işlemin gerçekleşmesi riski ortadan kalkmaktadır. Alışlarda, borsada oluşan fiyat istenen fiyatın altında veya bu fiyatla eşit olduğu, satışta ise borsa fiyatı limit fiyatla eşit veya onun altında olduğu durumda emir yerine getirilir. Limit fiyatın borsa fiyatına eşit olmaması hallerinde, bu fiyattan işlem gören senet miktarı sınırlı ise emir kısmen yerine getirilir veya hiç gerçekleşmez.

- Açılış Fiyatıyla Emirler: (Openning Price Orders)

Ancak özel açılış seansı uygulanan borsalarda kullanılır. Tek fiyat yöntemi de dahil olmak üzere değişik yöntemlerle belli kurallara göre toplam alış emirleriyle toplam satış emirleri karşılaştırılarak "açılış fiyatı" adını alan tek bir fiyat tesbit edilir ve çoğu alış ve satış emirleri bu fiyat üzerinden yerine getirilmiş olur. Toplu açılış fiyatı uygulanmayan borsalarda bu tip emirler açılıştan itibaren 30 saniye içinde yerine getirilmek üzere yada buna benzer bir şekil verilebilir.

- İlk Fiyattan Emirler: (First Quotation Price) Bu tür emirler, borsanın açılışından itibaren kayda geçen ilk resmi fiyat üzerinden işlem görürler. Emir borsaya seans sırasında ulaşırsa prensip olarak geçerliliğini kaybeder. Yalnız, emrin alındığı andan sonra ilk fiyata eşit veya daha elverişli bir fiyat oluşursa (alıcı için daha düşük, satıcı için daha yüksek) emir yerine getirilebilir. İlk fiyattan emirlerin en iyi fiyatla emirlerden farkı da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Burada aracının takdir yetkisi söz konusu değildir.

- Kapanış Fiyatıyla Emirler: Genellikle vadeli işlemlerde kullanılan bu tür emirlerde seans sırasında fiyatlarda meydana gelebilecek değişimlerden faydalanma amacı güdülmektedir. Bu emirlerin yerine getirilmesinde borsada en son oluşan fiyatlar esas alınır.

Kapanış emri seansın kapanmasına 30 saniye kala yerine getirilmek üzere verilebilir (Closing Price)

- Takdire Göre Emirler: Büyük miktarlarda menkul kıymet alışları veya satışlarında kullanılan bu tür emirlerde, fiyatlarda ani çıkışlara veya düşüslere meydan vermeyecek şekilde davranması için, alınacak ve satılacak menkul kıymetin adedinin tesbiti hususunda yatırımcı tarafından aracıya tam bir takdir yetkisi tanınır.

- Ortalama Fiyatla Emirler: (Average Price) Bu tür emirlerde uygulanacak işlem fiyatı borsada kote edilen en yüksek ve en düşük fiyatların aritmetik ortalaması alınarak bulunduğu için önceden bilinmemektedir. Bu fiyat ancak kapandıktan sonra belli olur. Borsada o menkul kıymet için tek bir fiyat oluşmuşsa ortalama fiyat olarak bu alınır.

Bu emir türü daha ziyade peşin esasına göre yapılan devlet tahvillerinde kullanılır.

- Yaklaşık Fiyatla Emirler: Limitli emirlere esneklik getiren bir tür emir çeşididir. Burada emirler alışlarda limit fiyatının biraz üstünde satışlarda ise biraz altında yapılabilir. Ancak yatırımcı tarafından oran olarak belirtilen bu fark genellikle çok azdır.

- Dur Kaydı Taşıyan Emirler: (Stop Orders)

Özellikle New York borsasında ve vadeli işlemlerde uygulanan bu tür emirler, aslında fiyat noktasının yanına "dur" kelimesi eklenmiş limitli emirlerdir. Amacı, fiyatların fazla hareket gösterdiği dönemlerde yatırımcının uğrayabileceği zararın sınırlandırılmasıdır. Uygulamalarda limitli emirlerdekinin tersi bir durum ortaya çıkmaktadır. Limitli emirlerde alıcı razı olabileceği en yüksek, satıcı da kabul edebileceği en düşük fiyatı belirtmektedir. Alışta borsada oluşan fiyatı limit fiyatından yüksek veya satışta borsa fiyatı bildirilen fiyatın altında ise işlem yapılmaz. "Dur" kaydı emirler alışta fiyatın düştüğü, satışta ise yükseldiği hallerde uygulanır.

Menkul değer fiyatı belirlenen fiyata indiğinde veya bu fiyatın altında dur emri pazar emrine dönüşür. Satın alma durumunda ise dur emri, menkul değer fiyatları limit fiyatta veya bu fiyatın üstünde ise pazar emri haline gelir.

Örneğin: Yatırımcı, fiyatının yükseleceğini düşünerek X hisse senedini 5000 TL.'na satın almıştır. Fakat tahmininde yanılabilceğini düşünerek aynı hisse senedinin satışı için 4500 TL.'den dur emri verir. Hisse senedi fiyatı yükseleceği yerde düşecek olursa fiyat 4500 TL.'ye inerse bu emir pazar emrine dönüşür ve borsa üyesi tarafından hemen satılır. Yatırımcı böylece az bir zararla hisse senedini elden çıkarmış olur.

Satın almada ise yatırımcı X hisse senedi fiyatının düşmesini beklemektedir. Hatta bu bekleyişe dayanarak açıktan satma gibi işlemlere girişmiş olabilir. Yatırımcı X hisse

senedini 5000 TL.'dan açıktan satmış ise ve hisse senedi fiyatı düşeceği yerde yükselmekte ise o zaman zararını sınırlamak için belli birfiyattan satın alma emri verebilir. Bu şekilde de yatırımcı uğrayabileceği zararı sınırlamış olur. "Dur" kaydı bir bakıma çift limitli emir gibidir. Alışta yukarıya doğru "limit" aşağıya doğru "dur" fiyatı satışta ise aşağıya doğru "limit" yukarıya doğru "dur" fiyatı söz konusudur. Bu durumda dur kayıtlı emirler en iyi fiyatla emir şekline dönüşmekte ve onun gibi uygulanmaktadır. Bu tür emirlerde amaç fiyatların yükselme trendine girdiği hallerde boşuna düşük fiyatla satmayıp satışı durdurmaktadır.

- Bağlı Emirler: Biri alış, diğeri satış olmak üzere iki elemandan oluşan birleşik emir şeklidir. Bağlı emir kaydını taşıyan bütün emirlerde alışında, satışında aynı borsa seansında yerine getirilmesini zorunludur. Aynı fiyattan hem alış, hem satış emri verilmesi riskden korunma amacı taşır.

- İki Taraflı Emirler: (Matched Orders) Bir hisse senedinin veya bir borsa üyesinin işlem hacmini yüksek göstermek amacıyla birbirini karşılayacak şekilde aynı miktarda ve aynı fiyatla emirler verilmesi.

- Özel Kayıt Taşıyan Emirler: Borsa emirleri bazen özel bir takım şartlara bağlanarak verilir ve emirlerde bu şartları ifade eden özel kayıtlar bulunur.

Özel kayıtlı emirlerin başlıcaları şunlardır.

\* Ya Hep Ya Hiç: Böyle bir kayıt içeren borsa emrini aracı, ancak bütününe karşılık bulabilirse icra eder, yoksa kısmen yerine getiremez.

\* Peşin veya Vadeli: Kaydını taşıyan emirler, aracı tarafından bu pazarlarda uygulanan fiyatlar gözönünde tutularak, hangisinde fiyat şartları yatırımcının menfaatine daha elverişli ise o pazar tercih edilmek suretiyle yerine getirilir.

\* Hemen Uygulanmıyorsa İptal: Verilen limitli emir limit fiyatı ile anında yerine getirilemiyorsa iptali istenebilir.

\* İptale Kadar Geçerli: İptal edilmediği sürece aynı limit ve şartlar dahilinde yerine getirilen emir.

\* Aynı seansta X adet menkul kıymet: Kaydını içeren ve pazarın genişlik derecesine göre ölçüsüz bir alım ve satımda bulunmaktan sakınan yatırımcılar tarafından kullanılan bu gibi emirlere ayrıca "ya hep ya hiç" en fazla veya en az X menkul kıymet kaydınında eklenmesi gerekir.

\* X seansında X adet menkul kıymet: Bir öncekine göre daha esnek ve icrası daha kolay olan bu biçim emirler pazar koşullarına uygun bir tempoyla kısım kısım yerine getirilir ve belli bir tarihte sona erdirilir.

\* Sabit Fiyatlı Emirler: Bu tür emirlerde, alım ve satım için uygulanacak fiyat kesin belirtilmiştir. İşlem ancak ancak bu fiyat bulunursa gerçekleştirilebilir.

\* Özen gösterilmesi kaydı taşıyan emirler: Bu tür emirlerde, ihtiyatlı davranmak duygusu içinde hareket eden yatırımcı, aracından, yararlarının en iyi şekilde korunmasına dikkat edilmesini istemekte ve bunu onun takdirine bırakmaktadır.

\* X meblağ kullanılacaktır kaydı: Taşıyan emirlerde

alınacak menkul adet olarak değil, tutarıyla sınırlandırılmıştır. Genellikle bildirilen meblağa giderlerin dahil olduğuna dair bir kayıt da eklenmektedir. Böyle bir kayıt yoksa giderler hariç sayılır.

\* İki taraflı emirler: Bir hisse senedinin veya bir borsa üyesinin işlem hacmini yüksek göstermek amacıyla birbirini karşılayacak şekilde aynı miktarda ve aynı fiyatla emirler verilmesi.

### B.3- Dünya Borsalarında Üyeler ve Yetkili Görevliler

Her borsanın kendine göre bazı özellikleri bulunmaktadır. Amerikan, Japon ve Fransız borsalarında bankalar borsaya üye olamazlar.

Londra borsası yeni düzenlemeden sonra bankaları üyeliğe kabul etmektedir.

İsviçre ve Alman borsalarında ise yalnız bankalar kabul edilmektedir.

Paris borsasında, ikinci İstanbul borsasında olduğu gibi yalnız Maliye Bakanlığı'nca tayin edilen borsa acentaları çalışabilmekte ve bunlar müşterek sorumluluk sistemiyle herbirinin diğerlerine veya müşterilerine verecekleri zararlardan sorumlu tutulmakta idiler.

Paris borsasında 1988 yılında Londra borsası gibi terminalli bir sisteme geçtikten sonra üyelik rejimini değiştirmiş ve bankaları üyeliğe kabul etmiştir.

Londra borsasında yeni düzenleme öncesinde yalnız başkaları nam ve hesabına alım satım yapabilen "broker"ler



ile yalnız kendi nam ve hesabına işlem yapabilen bazı yetki ve sorumluluklarla donatılmış "Jobber" lar bulunmaktaydı. Yeni düzende Jobber'ların yerini "Market Marker"lar almıştır. Market Marker'ları (piyasa yapıcı) fiyatlar düşük iken alan, yüksek iken satan, talebin gevşek zamanında alım yaparak talep yaratan, arzın kıt zamanında satış yaparak arz yaratan, böylece fiyatlara istikrar kazandıran, aynı zamanda kendiside para kazanan kişi ve kuruluşlardır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Jobber veya Market Marker'lar bulunmamakla beraber, tüm borsa üyeleri hem başkaları hesabına, hem de kendi hesabına (dealer) işlem yapabilen kişi ve kuruluşlardan oluştuğu için, bunların yeterli uzmanlık ve sermaye gücüne sahip olmaları halinde Market Marker olarak ifade edilebileceklerini düşünebiliriz.

Bütün borsalarda gerçek ve tüzel kişileri temsil eden "üye temsilcileri" vardır.

Üye temsilcileri çeşitli isimler altında ve çeşitli görev ve yetkilerle çalışırlar.

Temsilciler, temsilci yardımcıları, Fransız borsacılığında kuliste alıcı ve satıcıları oluşturan kulisyer (coulisser)'ler özellikle Chicago emtia borsalarında borsa üyesi kurumun çeşitli elemanları arasında yazılı emir fişi veya talimat götürüp getiren "runner"lar bulunur. Ayrıca borsa yönetimini temsil eden yetkili görevliler borsanın düzen içinde çalışmasını sağlarlar. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bunlara "eksper yada eksper yardımcıları" denir.

Tokyo borsasında da "saitori"ler bulunmaktadır. Klasik

bölümde gerçekleşen işlemler tescil edilmek üzere havuzlardan birine götürülür. Havuz içinde, ön planda "saitori" adı verilen yetkili eksperler sözleşmeleri inceler, borsa kurallarına aykırı bir yönü görülmezse tescil için arkadaki katiplere (clerk) verirler. Elektronik bölümde ise saitori'ler ekran başında işlemleri izler ve her işlem için ayrı bir tuşa basarak işleme izin verirler.

#### B.4- Ekonomik İşlevleri

Kapitalist piyasa ekonomisinin temel kurumlarından biri olan borsaların ekonomiye sağladığı hizmetler şöyle özetlenebilir.

**Likidite Sağlama İşlevi :** Borsalar halkın elindeki menkul kıymetlerin en kolay paraya çevrildiği yerlerdir. Borsalar ikincil piyasada menkul kıymetlerini elinden çıkarabilen kimselere birincil piyasadan yeniden menkul kıymet alma imkanı sağlar. Böylece, birincil piyasadaki menkul kıymet ihraçlarına talep potansiyeli sağlar.

**Piyasada Tek Fiyat Oluşturma İşlevi :** Borsası bulunmayan piyasalarda da tam rekabet şartları mevcutsa tek fiyat oluşacaktır. Ancak, tek fiyatın oluşmasını, bütün alıcıları ve bütün satıcıları biraraya toplamakla en iyi şekilde borsalar sağlar. Borsa bültenlerinin yayınlanmasıyla da, borsada teşekkül eden fiyatlar bir ülkenin, hatta dünyanın her köşesinde uygulanır.

**Güvence İşlevi :** Borsalara gelişigüzel her şirketin menkul kıymetleri kabul edilmez (kote edilmez). Bir menkul

kıymetin borsaya alınması onun devlet veya başka bir kurumca garanti altına alınması anlamı taşımamakla beraber, yine de, kotasyon öncesi bir incelemeye tutulduğunu ve sürekli murakabe altında bulundurulduğunu, en azından ciddi bir kuruluşa ait olduğunu gösterir.

**Ekonomide Barometre İşlevi :** Bir şirketin menkul kıymetlerinin borsada değerlendirilmesi ya da değer kaybetmesi o şirketin başarısının ve güvenilirliğinin en iyi göstergesidir. Borsa bu işlevi basit olarak yapabileceği gibi, şirketler arasında mukayeseli olarak da yapar. Bir şirketin durumunda hiçbir değişiklik olmasa, hatta bir ölçüde iyiye gidiş olsa bile, alternatiflerinde daha büyük gelişmeler varsa, o şirketin menkul kıymetleri borsada değer kazanmak yerine değer kaybedebilir.

**Sermayeye Hareketlilik (mobilité) sağlama işlevi :** Ekonomide bir sektör, ya da bir sektör içinde bazı firmalar diğerlerine nazaran daha hızlı bir gelişme sağlarsa sermaye o tarafa akmak ister. Bunu en büyük olaylığı borsalar sağlar.

**Mülkiyeti Tabana Yayma İşlevi :** Aslında bu işlev sermaye piyasasının ve menkul kıymetler piyasasının işlevidir. Ancak borsalar piyasanın bu işlevini daha süratli, daha etkin, daha disiplinli ve güvenli olarak yürütmesine yardımcı olur, sınıai mülkiyetin geniş halk tabakalarına yayılmasında büyük bir rol oynar. Orta sınıfın oluşmasına ve güçlenmesine katkıda bulunur.

**Borsanın Ekonomiye Kaynak Yaratmadaki Rolü :** Sermaye

piyajasasını, uzun vadeli fon arz edenleri fon kullanıcıları ile karşılaştıran düzen ve meknizmalar topluluğu olarak tanımlayabiliriz. Bu tür faaliyetlerin uzun vadeli olduğu kadar kısa vadeli işlemleri kapsaması halinde sermaye piyasası deyimi yerine mali piyasa deyimini kullanmak doğru olacaktır. Ancak günümüzde vade konusunda, uzun ve kısa ayırımına daha az yer verilmesi, mali piyasa ve sermaye piyasası farkını daha belirsiz hale getirmektedir. Çünkü, sermaye piyasalarından da kısa vadeli fon temini yoluna gidilmektedir. Borsaların en büyük rolü, kısa ve uzun vade farkını en az indirerek ve bünyesindeki piyasa araçlarını çeşitlendirerek sanayiciye veya yatırımcıya düşük faizli kaynak sağlamaktadır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRK SERMAYE PİYASASI VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

#### I-TÜRKİYEDE SERMAYE PİYASASI

Memleketimizde sermaye piyasası oldukça iyi bir düzeye gelmiştir. Fakat bu düzeyin ekonomideki gelişme düzeyine tamamen paralel olduğu söylenemez.

Yeni kurulan menkul kıymetler borsasının gelişmesi bir anlamda piyasanın gelişmesine bağlıdır. Piyasanın gelişmesini de ekonomik gelişmeden ayrı düşünemeyiz.

Türkiyede sermaye piyasasını incelediğimizde bu piyasanın tarihi yapısına inmek en doğru harekettir. Çünkü bu piyasanın mazisi oldukça eskidir. Bu incelemeyi iki aşamada yapacağız.

1. aşama Osmanlı Döneminde Sermaye Piyasası
2. aşama Cumhuriyet Dönemi Sermaye Piyasası

#### A- TÜRK SERMAYE PİYASASININ TARİHİ GELİŞİMİ

##### 1- Osmanlı Dönemi

Daha önceden de belirttiğimiz üzere memleketimizde sermaye piyasasının geçmişi sanıldığından daha eskidir. Avrupa'da yaşanan sanayi devrimi ve sömürgecilik hareketleri büyük anonim şirketlerin ortaya çıkmasına ve bunların halka açılmasına yol açtığına, Türkiyede yaşayan yabancı tacirler ve azınlıklar bu şirketlerin tahvil ve hisse senetleriyle ilgilenmeye başlamışlar, tedavül eden paranın altın para olması, kambiyo kontrolünün bulunmaması ve kendilerine

sağladığı serbesti sayesinde dışarıya para çıkararak yabancı şirketlerin tahvil ve hisse senetlerini satın almışlardır. Daha sonra tanzimat hareketlerinin etkisiyle Türkler de bu konuya ilgi göstermişlerdir. Dışarıdan alınan kıymetlerin el değiştirmesi kısa zamanda bizde de bir piyasa oluşturmuş, buna da Galata bankerleri önyak olmuşlardır. 1854 Kırım harbi dolayısıyla çıkarılan borçlanma tahvilleri, bunu takiben devletin çeşitli vesilelerle çıkardığı tahviller, Türkiye'de faaliyet gösteren yabancı şirketlerin (özellikle elektrik, gaz, tranvay şirketlerinin) meşrutiyetten sonra da yerli şirketlerin tahvil ve hisse senetleri piyasada alınıp satılmıştır. İlk olarak 1864'de Galata bankerleri bir dernek kurmuş, 1866'da hükümetce ilk borsamız İstanbul'da kurulmuştur. Bu borsada yerli ve yabancı tahvil ve hisse senetleri piyasada alınıp satılmıştır ve Avrupa borsalarıyla telgraf irtibatıyla işlem görmüşlerdir. Panama tahvilleri, Süveyş kanalı hisse senetleri çok defa yabancı bankaların aracılığıyla Türk aileleri tarafından satın alınmıştır.

Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı piyasayı etkilemekle birlikte Cumhuriyet'in ilanından sonra kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi, altın para ekonomisinden milli ve dışa kapalı ekonomi düzenine geçiş ve borsanın Ankara'ya taşınması bu ilk sermaye piyasasının sonu olmuştur.

## 2- Cumhuriyet Dönemi

Ülkemizde sermaye piyasasının yeniden doğuşu 1960'lı yıllarda Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlar. Tasarruf bonoları tamamen. Hürriyet tahvilleri ise kısmen mecburi tasarruf mahiyetinde olduğu için, kısa zamanda bunları alanlar paraya çevirme imkanı aramaya başladılar.

Böylece ilk defa ikinci el menkul kıymetler piyasası oluşmuştur. Bu piyasanın doğuşunun asıl önemli nedeni, birinci el olarak devletçe çıkarılan tasarruf bonolarının faiz oranlarının cari piyasa faizinin çok altında oluşu idi. (%6) Cari faiz oranı ise o günlerde %12'nin üzerindediydi. İkinci el alım ve satımlarda fiyat, faiz randımanı %12 olacak şekilde onaylanıyordu.

Tasarruf bonoları 1980'lerde tamamen piyasadan çekildi. Fakat menkul kıymetler piyasası artık kurulmuştur. Başlangıçta halka açık kurulan yada sonradan halka açılan şirketler başarı kazanmış. güçlenmiş. güçlendikçe bunların hisse senetleri piyasada aynı esnaf tarafından alınıp satılmaya başlanmıştır. Daha önceleri kapalı aile şirketi konumunda olan şirketler zamanla kapalı olmaktan çıkmıştır. 1970'li yıllarda bazı büyük holdingler halka açılmanın avantajını görerek 2-3 bin ortaklı büyük şirketler kurdular. Aynı tarihlerde görülen yurt dışına işçi akımı da Anadolu'nun çeşitli köşelerinde pek çok işçi şirketlerinin kuruluşunu beraberinde getirdi. Yazık ki bu şirketlerin bazısı mahalli esnaf ve eşrafın yönetiminde kalarak başarılı olamadılar. Genelde bu şirketler sermaye piyasasının bugünkü düzeyine

gelmesinde yardımcı olmuştur.

Bu arada Türkiye Sınayi Kalkınma Bankası'nın da hisse senedi piyasasının oluşmasına katkısını unutmamak gerekir. Bu banka kuruluşta iştirak ettiği ve dış kredi sağladığı şirketler, kuruluş dönemini tamamlayıp kara 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 kar sağlamıştır.

Bankerler olayının başlıca sebebi o yıllarda görülen hiper enflasyondur. Yüksek enflasyon mevduat ve tahvil faizlerini negatif gelir haline getirmiştir. Zamanın mevzuatı, mevduat ve tahvil faizlerinin enflasyon düzeyine çıkarılmasına engel olduğu ve birincil satışları daima gelir yönünden enflasyonun gerisinde bıraktığı için tahvil ve mevduat sertifikası satışları ikincil piyasaya intikal etmiş ve ikincil piyasada bankerlerin oluşmasına sebep olmuştur.

O dönemde tahvil ihracına yalnız bankalar aracılık edebiliyorlardı. Bankaların tahvil ihracına ilişkin esasları Merkez bankası belirliyordu. Bankalar merkez bankasının sıkı denetimi altında bulunduğundan, belirli faiz oranlarının üstüne çıkamıyordu.

Enflasyon oranı %60'ı aştığında resmi tahvil faiz oranı brüt %28'de kalmıştır (18).

O dönemde henüz sermaye piyasası kanunu mevcut olmadığından bankerler gayet serbest şekilde çalışıyorlardı.

---

(18) Sermaye Piyasası ve Temel Bilgiler Klavuzu, s.4-5.



Bankaların mevduat sertifikasına uygulayacakları faiz oranlarının, hükümetce belirlenmesi, fakat bankerlere bu tip kısıtlamalar uygulanmaması bankalar ile bankerler arasında ikinciler lehine haksız rekabet yaratmıştır. Bu arada toplanan milyonlar akıllıca plase edilmemiş ve büyük kısmı batacak hale gelmiştir. Bu da bankaların yaptığı işlerin uzman kadrolara sahip olmayan kuruluşlarca yapılamayacağını göstermiştir.

Sermaye piyasamız 2499 sayılı sermaye piyasası kanununun yürürlüğe girdiği 1981 yılına kadar bir boşluk içindeydi. Bu kanunla beraber sermaye piyasası örgütlenmiş bir düzene girmiştir (19).

#### B- TÜRK SERMAYE PİYASASININ HUKUKİ VE İDARİ YAPISI

Daha önce de belirttiğimiz üzere 1981 yılına kadar hukuki bir boşluk içinde olan sermaye piyasamız o yıl sermaye piyasası kanunu'nun yürürlüğe girmesiyle, bu piyasayı bankerler olayından kurtarmaya yönelik tedbirler tam olarak yürütülememiş olsa bile daha sonra bu kanun piyasayı hakiki bir düzene kavuşturmuştur. Bu kanun ve düzen kuruluncaya kadar sermaye piyasası ve menkul kıymetler konusu sadece T. Ticaret kanunu ve Medeni kanun ile Barolar kanununun genel hükümleri ve Merkez bankası tebliğleri ile yetersiz şekilde düzenlenmekteydi.

---

(19) Türk Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No-6, Ankara, 1985, s.26-27.

Sermaye piyasasının hukuki çerçevesi şöyle oluşmaktadır.

Kanunlar:

	<u>Yıl</u>
6762 T.Ticaret Kanunu	1956
2499 Sermaye Piyasası Kanunu	1981
2983 Tasarrufların Tescili ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun	1984
3182 Bankalar Kanunu	1988
2791 Vergi Usul Kanunu ile Değerleme	1985
3094 Kağıtlar Kanununda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun	1984

Kanun Hükmünde Kararname

91 Menkul Kıymetler Borsaları Hakkındaki Kanun Hükmünde Karaname	1983
---	------

Bakanlar Kurulu Kararı

8224 Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 Sayılı Karar	1984
--	------

Yönetmelikler

- Bakanlar Kurulu Yönetmelikleri

- Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliği	1984
- Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve çalışma esasları Hakkında Yönetmelik	1984

- Sermaye Piyasası Kurulu Yönetmelikleri

- Borsa Bankerliği Belgesi	29.06.1982
Verilmesine İlişkin Yönetmelik	25.11.1982
	09.02.1984

- Menkul Kıymetler Tanzim Fonunun İşleyişi Hakkında Yönetmelik 24.09.1982
- Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik 31.12.1987
- İMKB Yönetmelikleri
  - İMKB Yönetmeliği 18.12.1985

#### Tebliğler

- T.C.Merkez Bankası Tebliğleri
  - Menkul Kıymetler Tanzim Fonuna İlişkin Tebliğler 18.09.1982
  - Özel Sektöre Mensup Şirketlere Çıkarılacak Tahvillerin Faiz Şartlarının Tespitine Dair Tebliğler 05.10.1982  
30.12.1982  
15.03.1984
- Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri
  - Seri I- Hisse Senetleri
  - Seri II- Tahviller
  - Seri III- Sair Menkul Kıymetler
  - Seri IV- Menkul Kıymetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklıklar
  - Seri V- Aracı Kurumlar
  - Seri VI- Yatırım Fonları
  - Seri VII- Menkul Kıymetler Borsası
  - Seri VIII- Yatırım Ortaklıkları

#### Sirkülerler

- Menkul Kıymet Alımına-Satımına İlişkin Şirketler
- Menkul Kıymetler Tanzim Fonuna İlişkin Şirketler

## B.1- Sermaye Piyasası ile İlgili Kavramlar

a- İhraç : İhraç sermaye piyasası araçlarının ihraç olan tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışlarıdır. Anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil KİT'ler, mahalli idareler ve bunlarla ilgili özel mevzuatları uyanınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler dışındaki kurum ve kuruluşlar, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç edemezler. İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının kurula kaydettirilmesi zorunludur.

b- Halka Arz: Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bu anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya diğer teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesini; halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder.

c- Kayıtlı Sermaye Sistemi: Kayıtlı sermaye ortaklıklarının esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu ile TTK'nin sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın çıkarabilecekleri hisse senedi azami miktarını gösteren, Türk ticaret siciline tescil edilmiş sermayelerdir.

d- Kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırmı: Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden şirketler kabul ettikleri kayıtlı sermaye limiti doluncaya kadar sadece

yönetim kurulu kararıyla sermaye artırımını yapabilirler. Ayrıca Ticaret Bakanlığı'ndan izin alma, mahkeme tasdiki, sermaye blokajı, blokajın tasdiki gibi formaliteler ve yeni sermayenin blokajından doğan zarar gibi külfetler ortadan kalkmaktadır.

Kayıtlı Sermaye Artırımında Yapılacak İşlemler şunlardır.

- Yönetim kurulunun karar alması
- Ana sözleşme, izahname, sirküler ve kurulun isteyeceği diğer belgelerin eklendiği bir dilekçeyle kuruldan sermaye artırımını izni istemesi
- İzahname ve sirkülerin yayınlanması
- Sermaye artırımının tamamlandığının kurula bildirilmesi
- Kurulun onayı
- Artırımın ticaret sicilinde tescil ve ilanı
- Ticaret Bakanlığı'na bildirim.

Çıkarılan hisse senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni hisse senetleri çıkartılamaz. (SPK md:12/3)

e- Başlangıç Sermayesi (Initial Capital): Kayıtlı sermaye sistemini kabuş etmenin bir asgari sermaye şartı vardır. Sermaye piyasası kanunu buna "başlangıç sermayesi" demektedir. Dolayısıyla kayıtlı sermaye sistemine geçmek isteyen bir şirketin asgari belli bir başlangıç sermayesine sahip olması gerekir.

Halen başlangıç sermayesi 5 Milyon olarak tesbit edilmiş bulunmaktadır.

f- Çıkarılmış Sermaye (Paid-up Capital): Kayıtlı

sermate sistemini kabul eden şirketin hali hazır esas sermayesi çıkarılmış sermaye olarak adlandırılır.

Ticaret kanunumuz her hangi bir mecburiyet getirmediği halde, sermaye şirketlerinin genellikle şirket ünvanı ile birlikte ödenmiş sermayelerini de şirkete ait başlıklı kağıtlarda belirtmeleri alışkanlık haline gelmiştir. Kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş olan anonim şirketlerde çıkarılmış sermaye miktarının şirket ünvanı ile birlikte gösterilmesi mecburidir.

Bunda amaç, sermaye piyasası kurulu'nun verdiği bir izin ve limitten başka hiç bir maddi anlamı olmayan kayıtlı sermayenin halka karşı ödenmiş sermaye gibi gösterilmesini önlemektir. (SPK md:12)

g- Halka Açık Anonim Ortaklık: Hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklardır.

h- İhraççı: Anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerdir.

**B.2- Sermaye Piyasası Kanunu ve Kanunun Kapsamına Giren Kavramlar.**

Sermaye piyasası ve menkul kıymetler konusunun esas yasal kaynağı 2499 sayılı kanun oluşturmaktadır ve bu kanunun amacı, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını

sağlamaktır.

1964 yılında Ticaret odaları birliği aracılığı ile uzmanlar tarafından sermaye piyasası etüdü hazırlanmış ve bu tasarı gerçekleşmemiştir.

1970 yılında bu tasarı tekrar meclise sunuldu. Geçici komisyonda incelendi ve büyük değişikliklere uğradı. Birinci tasarı sermaye piyasasının kapalı anonim şirketlerin halka açılması şeklinde çok dar bir çerçeve içinde ele alınmasına karşı, ikinci tasarı menkul kıymetlerin halka arzını esas almış, bu arzın düzenlenmesi ve denetimi üzerinde durmuştur. Ayrıca, Türk hukuk düzenine menkul kıymetler yatırım ortaklığı ile menkul kıymetler yatırım fonu gibi iki yardımcı kuruluşu getirmiştir. Tasarı Millet Meclisi Başkanlığına gönderilmiş fakat ilk tasarıda olduğu gibi görüşülmemiştir.

Milli Güvenlik Konseyi 1981 yılı içinde İkinci tasarıyı yeniden ele almış ve pek az değişiklikle 28.07.1981 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu başlığı altında kabul etmiş ve kanun yayın tarihinden altı ay sonra 1 ŞUBAT 1982'de yürürlüğe girmiştir (20).

Sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, bu kanunun 40. maddesi çerçevesinde, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve sermaye piyasası kurulu bu kanunun hükümlerine tabidir. Ancak halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen hisse senedi ihraçları bu

kanunun kapsamı dışındadır

### B.3- 2499 Sayılı Kanunun Getirdiği Yenilikler.

Sermaye piyasası ve menkul kıymetler konusunun asıl yasal kaynağı olan 2499 sayılı Sermaye piyasası kanunu, sermaye piyasamıza yeni kavram ve düzenlemeler getirmiş bulunmaktadır.

- a- Sermaye piyasası araçları
- b- Sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışı
- c- Sermaye piyasası araçları, halka arz olunan anonim ortaklıklar ve bunların denetimi
- d- Hisse senetleri halka arz olunan anonim ortaklıklar (halka açık anonim ortaklıklar)
- e- Kayıtlı sermaye sistemi
- f- Tahvil çıkarma
- g- Kar dağıtımı
- h- Aleniyet
- ı- Denetim ceza ve müeyyideler
- j- Sermaye piyasası kurumları
  - Aracı kurumlar
  - Yatırım ortaklıkları
  - Yatırım fonları
  - Diğer sermaye piyasası kurumları

### B.4- Sermaye Piyasasının Faaliyetleri

- a- Sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz yoluyla satışına aracılık



b- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı

c- Finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık

d- Menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım satım

e- Yatırım danışmanlığı

f- Portföy işletmeciliği veya yöneticiliği (SPK md 30)

#### B.5- Sermaye Piyasası Kurulu Görev ve Yetkileri

Sermaye piyasası kurulu, sermaye piyasası Kanunu ile verilen görevleri yapmak üzere kurulmuş tüzel kişiliğe haiz bir kurumdur. 2499 sayılı kanunun ülkemize getirdiği bu yeni müessesenin kuruluş, yetki ve çalışma düzeni aynı kanunun 4.bölüm ve 17-29. maddeleri arasında belirtilmiştir.

Kuruluş merkezi Ankara'dadır ve gerekli yerlerde bürolar açabilir. Kurul bir başkan ve bir başkan vekili olmak üzere yedi üyeden oluşur. Üyeler Bakanlar kurulu tarafından seçilir ve ilgili bakanlığın denetimindedir.

#### Kurulun Görev ve Yetkileri

- Sermaye piyasası araçlarının ihracını, halka arz ve satışını düzenlemek ve denetlemek

- İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarını kurul kaydına almak ve kamu yararının gerektirdiği hallerde sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını geçici olarak durdurmak

- İhracatçıların alacaklarına ve duran varlıklarına dayalı olarak çıkaracakları varlığa dayalı menkul kıymetlerin şartlarını düzenlemek, genel finans ortaklıkları ile risk sermayesi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yönetim şirketlerini denetlemek

- Bağımsız denetlemeye yetkili olanların kuruluş şartlarını ve çalışma esaslarını, sermaye piyasasında bağımsız denetlemeye yetkili kuruluşları listeler halinde ilan etmek, gerekli gördüğü hususlarda ihracatçı ve kurum denetçilerinden veya bağımsız denetçilerden ayrıca rapor istemek, elde ettiği sonuçları değerlendirerek kanun'da belirtilen gerekli tedbirleri almak

- Halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında, genel hükümler çerçevesinde vekaleten oy kullanmasına ilişkin esasları belirlemek

- Kanunun zamanında yeterli ve doğru aydınlatılması amacıyla genel ve özel nitelikte kararlar almak ve her türlü mali tablo ve raporlar ile bunların bağımsız denetimlerinin, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yayımlanacak izahname ve sirkülerin ve araçların değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin kapsamını, standartlarını ve ilan esaslarını tesbit ve bu konuda bilgiler yayımlamak

- Bankaların sermaye piyasası kurumlarının, borsaların ve diğer teşkilatlanmış piyasaların faaliyetlerinin, kanuna, kurul yönetmelik, tebliğ ve kararlarına ve sermaye piyasası ile ilgili mevzuata uygunluğuna gerekli gerekli her türlü bilgi ve belgeyi isteyerek izlemek ve denetlemek

- Sermaye piyasasını ilgilendiren her türlü yayın, duyuru ve reklamları izlemek, yanıltıcı ilan ve reklamları yasaklamak

- Finansal göstergelerle, sermaye piyasası araçlarına mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi ile münhasıran bu sözleşmelerin işlem göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini düzenlemek, izlemek ve denetlemek

- Menkul kıymetlerin geri alma veya satma taahhüdü ile alım satımını, ilgili sözleşmeleri ve bu sözleşmelere ilişkin piyasa işlem kurallarını düzenlemek ve bu işlemlerle ilgili faaliyet ilke ve esaslarını belirlemek

- Menkul kıymet ödünç alma ve verme işlemleri ile açığa satış işlemlerine ilişkin ilkece esasları belirlemek. merkez bankasının görüşü alınmak suretiyle kredili menkul kıymet işlemleri ile ilgili düzenlemeler yapmak

- Dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de sermaye piyasası araçlarının takası, saklaması veya kaydı değer haline getirilmesi ve derecelendirilmesini düzenlemek ve denetlemek

- Yeni sermaye piyasası kurumlarına ilişkin kuruluş, faaliyet, tasfiye ve sona erme esaslarını belirlemek ve bunları denetlemek hususlarında yetkiye sahiptir. (SPK md:22) Ayrıca ilgili bakanca istenecek incelemeleri yapmak, çalışmaları hakkında ilgili bakana rapor vermek, sermaye piyasası ile ilgili mevzuat değişiklikleri hakkında önerilerde bulunmak kurulun görev ve yetkileri arasındadır.

Sermaye piyasası kurulu, bütün bu görevleri yaparken bakanlıklar, ilgili resmi ve özel kuruluşlardan ve şahıslardan görüş ve bilgi isteyebilir. Bunlar bu isteğe cevap vermek ve kurulun görevlerine gereken kolaylığı göstermekle yükümlüdürler.

#### B.6- 3794 Sayılı Kanunla, Sermaye Piyasası Kanununda Yapılan Düzenlemeler.

13 MAYIS 1992 tarihli 2/227 sayılı resmi gazete'de yayınlanan "sermaye piyasası kanunun'da değişiklik yapılmasına bazı modellerinin yürürlükten kaldırılmasına dair kanun" ile getirilen yeni düzenlemeler şunlardır.

\* Yeni SPK ile, yeni borsaların ve teşkilatlanmış diğer piyasalarında teşekkül ettirebileceği belirtilmiş, kanunda yer alan bazı deyimlere yenileri eklenmiştir. Bunları daha evvel de belirtmiştik. Sermaye piyasası araçları, ihracı, halka arz, halka açık anonim ortaklık, ihraççı gibi yeni deyimler kazandırmıştır.

\* Yeni SPK ile halka arzlarda "izin" kaldırılmış, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları için "kurula kayıt" zorunlu hale getirilmiştir. (SPK md:4)

\* Ayrıca halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının borsada kote ettirilmesi zorunluluğu kaldırılmıştır. (SPK md: 8)

\* Tahvil ve diğer borçlanma senetleri ihracında asgari ihraç rakkamının tespit için kullanılan bağımsız denetimde geçmiş olması şartı konulmuştur (SPK md:13)

\* Kurulun halka arzda, kayıtlı sermaye sistemine geçişte ortaklıkların tasfiyesi, birleşmesi ve nevi değiştirmeleri durumlarında bağımsız denetim raporu isteyebileceği ve ayrıca rapordaki yanıltıcı, yanlış bilgi ve kanaatlerden doğabilecek zararlardan bağımsız denetim kuruluşunu hukuken sorumlu tutabileceği bildirilmiştir. (SPK md:16)

\* Ayrıca, kurulca belirlenecek esaslar dahilinde ulusal veya uluslar arası piyasalarda tedavülü kolaylaştırmak amacıyla depo edilen menkul kıymetlerin verdiği hakları aynen sağlayan, onlara özdeş hamiline yazılı "depo edilen menkul kıymet sertifikaları" çıkartılabilecektir. (SPK md:11)

\* Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek "varlığa dayalı menkul kıymetler" ihraç edilebilecek, bunları ihraç edecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilebilecek alacak ve varlık türleri, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri kurul tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenlenecektir. (SPK md:13/a)

\* Anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kar payı imtiyazı sağlayarak, oy hakkından yoksun paylar ihraç edilebilecek ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebileceklerdir.

Oydan yoksun payların ihracı ve bunların sermaye içindeki oranı bu payları temsil eden hisse senetlerine kar payı dağıtımında tanınacak imtiyazın mahiyeti ve oranı, senetlerin şekil, kapsam ve türü, kar payı imtiyazı dışındaki pay sahipliği haklarında tanınabilecek diğer imtiyazlar ve bunların kullanım esasları ile bu senetlerin halka arz, satış

şart ve usulleri kurul tarafından belirlenecektir.

(SPK md:14)

\* Kanunda ilgili bakanlık'ın kambiyo ve kıymetli madenlerle ilgili borsaları kurmaya, bunları çalışma esaslarını tesbite, bu borsalarda faaliyet gösterecek aracılarda ilgili esasları belirleyerek bu borsaların ve aracılarda izleme ve denetimi ile ilgili düzenlemeleri yapmaya yetkili olduğu belirtilmiştir. (SPK md:40/a)

Konuyla ilgili 3 NİSAN 1993 tarihli 21541 sayılı resmi gazetede "kıymetli madenler borsalarının kuruluşu ve çalışma esasları hakkında genel yönetmelik" yayımlanmıştır. Buna göre bu borsalarda faaliyet gösteren aracı kurumların kuruluş ve faaliyet şartları ile borsa üyelik belgesi verilme esasları, işlem görecektir. madenlerin standartları hazine dış ticaret müsteşarlığı tarafından çıkarılacak yönetmelikle tesbit edilecektir. Borsa ve üyelerin her türlü işlem hesap kayıt ve defterleri kurum denetim ve gözetimine tabi tutulacaktır. (21).

#### C- SERMAYE PİYASASI KURUMLARI

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, kapsamına, menkul kıymetlerini halka arzemiş veya "arzetmiş sayılan" anonim ortaklıklar yanında sermaye piyasasının yardımcı kuruluşları olarak nitelendirdiği;

- Aracı kurumları (bankalar dahil)

- Menkul kıymetler yatırım fonları

---

(21) Sermaye piyasası ve borsa temel bilgiler klavuzu, s.31.

- Menkul kıymetler yatırım ortaklıklarını almaktadır.

Anonim ortaklıkların menkul kıymet arzı ve sermaye piyasası talebi, sermaye piyasasının arzettiği gelişmişlik durumu ile doğrudan ilişkilidir (22).

Anonim şirket, sermayesi paylara bölünmüş olan sermaye şirketleridir. Şirketin kendisine ait bir ünvanı ve tüzel kişiliği vardır. Sermayesi paylara bölünmüştür ve bu payları kıymetli evrak hükmündeki hisse senetleri temsil eder. Sermaye paylarının devri hisse senetlerinin devriyle olur.

Anonim şirketlerin kuruluşu iki türdür. Ani ve tedrici kuruluş şeklidir. Sınırlı ortakla kuruluşlar ani, Halka açık anonim şirketler ise tedrici kuruluşlardır.

Halka açık anonim şirketler Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda tabi olan ve "hisse senetleri halka arzedilen" şirketlerdir.

Ortak sayısı 100'ü aşan şirketler bu tanıma girmekte, Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurulunun denetimine tabi olmaktadır.

Halka açık şirketlerin halktan ilgi görmesi için şu üç faktör çok önemlidir: Güven, Likidite ve Kârlılık.

Şirketlerin halka açılması yada halka açık şirketlerin ve halka sunulan hisse senetlerinin çoğalması şu kaynaklardan olur.

- Doğrudan doğruya halka açık şirketlerin kurulup halka hisse senedi arzetmesi enflasyonun aşırı olmadığı, faiz oranlarının çok yüksek olduğu dönemlerde de halkın tasarruf

---

(22) Vural GÜNAL, Sermaye Piyasası Hukuku, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:5, Ankara, 1987, s.40.

ve yatırım gücü yeterli ise bu yolla halka açılmak mümkündür.

- Kapalı şirketlerin halka açılması üç yolla olmaktadır.

1. Kapalı şirketlerin halka açılmak suretiyle sermaye artırımını yapmaları,

2. Kapalı şirketlerin halka açmadan, sahipleri tarafından holdingler kurulması,

3. Yatırım bankalarının, diğer bankaların ve devletin halka kapalı şirketlerdeki iştirak paylarını şirket kara geçtikten sonra halka devretmeleri,

- Halka açık şirketlerin sermaye artırımlarında prensip olarak artırılan sermayeden yeni pay alma hakkı eski ortaklara aittir ve eski ortaklar bu haklarını eski hisseleri oranında kullanabilirler ki buna "Rüçhan Hakkı" diyoruz. Rüçhan Hakkı kullanıldıktan sonra satılmalarıyla farklı kişilere dağılır ve bu suretle yeni ortaklar ortaya çıkarak sonuçta bütün halka açık şirketlerin ortak sayıları artar (23).

Anonim şirketlerin kar dağıtımında bilançolarında kar gözükiyorsa;

T.T.K.'na tabi anonim şirketlerde genel kurul kar dağıtıp dağıtmama konusunda dilediği gibi karar alabilir.

Sermaye Piyasası kanununa tabi anonim şirketlerde genel kurulun böyle bir serbestisi yoktur. Kar varsa dağıtım mutlaka yapılacaktır. Ancak bilançoda eski yılların birikmiş zararı varsa bu zarar kapatılmadıkça şirket kar dağıtmaya zorunlu değildir.

---

(23) Sermaye piyasası ve borsa temel bilgiler klavuzu, s.32.



Seri IV Tebliğ No.6, karın pay sahiplerine engeç hesap döneminin son gününü izleyen 3 ay içinde fiilen ödenmesini zorunlu kılmıştır.

Türkiyede halka açık anonim şirketler hakkında bir fikir vermek gerekirse 1993 sonu itibariyle hisse sendi borsa kotunda bulunan şirket sayısı 1284 kadardır.

#### C.1- Aracı Kuruluşlar

Sermaye Piyasası Kanunu aracılık (Intermediation) faaliyetlerinin kapsamını şöyle tarif etmektedir.

Menkul kıymetlerin kıymetli evrakın mali değerini temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına, kendi nam ve hesabına aracılık amacıyla alım-satımıdır.

Aracı kurumlar (Intermediary institutions) mali yükümlülüklerini içeren evrak ihdas edip halka arz edemez. Menkul kıymetler dışında kalan evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arzını yalnız bankalar yapabilir. (SPK Madde 31/b-31/c (24)).

Kanun bankaları aracı kurum saymamakla beraber, aracı kurumların bütün faaliyetlerini hatta onların yapamadıkları daha geniş kapsamlı işleri yapmalarına imkan vermektedir.

Sermaye piyasasında aracılardan iki türlü fonksiyonu vardır. Birincil piyasadaki faaliyetler, yani menkul kıymetlerin ihracına aracılık, ikincil piyasadaki faaliyetler

---

(24) Ünal TEKİNALP, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Es Yayınları, İstanbul, 1982, s.86.

yani ihraç edilmiş kıymetlerin alım-satımına aracılıktır.

Aracı kurumların kuruluş şartı Sermaye Piyasası Kanununun 32. maddesinde şöyle belirtilmiştir.

- Anonim ortaklık şeklinde kurulanları
- Sermayesinin en az %51'inin nama yazılı olması
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması
- Ana sözleşmesi Sermaye Piyasası hükümlerine uygun bulunması
- Kurucuların yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlü bulunmaması
- Maliye bakanlığından uygun görüşü alınması şarttır.

Sermaye konusunda bakanlık iki ayrı asgari limit getirmiştir. Bu durumda da iki ayrı aracı kurum ortaya çıkmaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının alım-satımına aracılıkta bulunan aracı kurumların;

- Ödenmiş sermayelerinin en az 5 milyon olması
- Elverişli mekan, teknik donatım, yeterli sayı ve nitelikte personel sağlamış olması gerekmektedir.

Halka arza aracılıkta bulunacak aracı kurumların

- Ödenmiş sermayelerinin en az 10 milyon olması
- Birimde yüksek öğrenim görmüş, sermaye piyasası, mali tahlil ve finansman konularında mesleki tecrübesi bulunan bir kadro oluşturmaları gerekmektedir.

Madde 32 yukarıdaki şartların dışında aracı kurumların faaliyete geçebilmesi için Borsa Bankerliği belgesine sahip olmaları, ayrıca menkul kıymetler kıymetler

ve kambiyo borsalarından birine üye olmaları zorunluluğu getirmiştir.

Aracı kurumlara borsa bankerliği belgesi verilmesinde aranacak şartlar ve uyacakları esaslar SPK madde 32/3 gereğince sermaye piyasası kurulu tarafından "Borsa Bankerliği Belgesi yönetmeliği" ile düzenlenmiş ve 29.06.82 tarih ve 17739 sayılı resmi gazetede yayınlanmıştır.

Bankalar için aracılık suretiyle yüklenilebilecek sorumluluğun azami sınırı, bankaları ödenmiş sermayesi ile yedek akçeleri toplamından, varsa zararlar indirildikten sonra bulunan miktarın beşte birinin kurulca belirlenen katsayı ile çarpılması sonucu bulunan meblağdır (25).

Bankaların (taahhütlü aracılık) dolayısıyla satın almak durumunda kaldıkları hisse senetleri bu ortaklıklara iştirakte buldukları anlamına gelmez. Ancak bunların iktisap tarihinden itibaren 6 ay içinde elden çıkarılması şarttır. Bu sürede elden çıkarılmayan hisse senetlerinin portföyde tutulması kurul'un iznine bağlıdır.

Bankalar diğer aracı kurumlardan farklı olarak menkul kıymetler dışında kalan evrakı da halka arz edebilmektedirler. Ancak bu takdirde, bu gibi evrakın taşıdığı mali yükümlülük- lere de kefil olmuş sayılırlar. Bankalar bu işlerden dolayı ancak aracılık ve garanti komisyonu olabilirler. (m 31c.d)

Bankaların aracılık faaliyetinde bulunabilmek için borsa bankerliği belgesi almaları gerekli değildir. Ancak kanunda belirtilen aracılık faaliyetlerine başlamak için gerekli

teşkilata sahip olduklarını kurula bildirmeleri gerekir.

## C.2- Yatırım Ortaklıkları

Sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın diğer kıymetli malların portföylerini işletmek amacıyla kurulan kayıtlı sermaye esasına tabi anonim ortaklıklardır.

Yatırım ortaklıklarına kuruluş izni verilebilmesi için;

- Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulması
- Başlangıç sermayelerinin en az 10 milyon olması
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması
- Ticaret ünvanlarında "Yatırım ortaklığı" ibaresinin

bulunması

- Yönetim kurulu üyelerinin yüz kızartıcı bir suçlarının olmaması ve çoğunluğunun türk vatandaşı olması gerekmektedir.

Portföy en az %25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış ortaklıkları A Tipi ortaklık olarak adlandırılır. Anonim ortaklık oldukları için bir yönetim kurulu tarafından temsil edilirler. Ortakların hisse senetleri vardır. Ani veya tedrici olarak kurulurlar.

Yatırım ortaklığı çıkardığı hisse senetlerinin satış süresinin bitiminden en geç 15 gün içinde kota alınmasını teminen gerekli belgelerin verilmesi istemiyle kurul'a başvurur. Bu belgenin alınmasını izleyen 15 gün içinde de çıkarılmış olan hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile menkul kıymetler borsasına mürecaat eder.

- Yatırım ortaklıkları, hisse senetlerini satın aldıkları ortakların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimine hakim olmak amacı güdemezler.

- Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar.

- Mevduat toplayamazlar.

- Ticari veya sınai faaliyette bulunamazlar.

- Aracılık faaliyetleri yapamazlar.

Sermaye ve yedek akçelerinin % 10 'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar.

Alım satım işlemlerinin borsa ve borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda yapmak zorundadırlar. Bu ortaklıklar kurul düzenlemeleri çerçevesinde ödünç menkul kıymet verebilirler. Alım satımlarda rayiç bedelin üstünde varlık satın alamaz veya rayiç bedelin altında satış yapamazlar.

Portföy'deki varlıkları rehin ve teminat gösteremezler. Ancak kredi temini için portföy'ün % 5'ini teminat gösterebilirler.

Portföy'lerine yabancı kıymet satın alabilmek için bunların türlerini, özelliklerini ve hangi borsa ve borsa dışı organize piyasalardan alacaklarını esas sözleşmelerinde belirtmiş olmaları şarttır. Yatırım ortaklıkları, sermaye ve yedek akçelerinin % 25'ini Türk parasını koruma kanunu hakkında 32 sayılı karar çerçevesinde alım-satımı yapılabilen sermaye piyasası araçlarına yatırabilirler.

31.07.1992 tarihinde yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliği ile kanunda belirtilen hususlar ayrıntılı

olarak açıklanmıştır.

### C.3- Yatırım Fonları

Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inaçlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları ile ulusal piyasalarda ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına yatırım fonu adı verilir.

3794 Sayılı kanun'la değiştirilmeden önce menkul kıymetler yatırım fonu olarak adlandırılan yatırım ortaklıklarına ilişkin her türlü düzenleme kurulca yapılır. Yatırım fonları karma olarak da kurulabilir. Fonun tüzel kişiliği yoktur, ancak mal varlığı kurucunun mal varlığından ayrıdır.

Potrföy değerinin en az % 25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortakların hisse senetlerini yatırmış yatırım fonları A Tipi fon olarak adlandırılır (26).

Yatırım fonlarında gerçek ve tüzel kişilerin ortaklık haklarını gösteren katılma belgesi vardır. Katılma belgesinin temsil ettiği bedelin nakden ve tam olarak ödenmesi şarttır.

Bilindiği gibi A tipi fonlar ve bunlar tarafından ihraç edilen katılan belgelerine önemli vergi avantajları sağlanmıştır.

---

(26) Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s.26.

3794 Sayılı kanun'la, bankaların yanısıra sigorta şirketleri, aracı kurumlar, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 306 Sayılı kanun'nun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklardan, kurulun tebliğle belirleyeceği esaslara uyanlar yatırım fonu kurabileceklerdir. Burada sözü edilen aracı kurumların ve sigorta şirketlerinin ödenmiş sermayelerinin en az 10 milyon Türk Lirası olması gerekir.

Fonların kuruluşta asgari fon tutarı 20 milyondan az olamaz. Fon yönetimini "fon kurulu" yürütür. Fon yönetim müdürünün yüksek öğrenim görmüş ve 4 senelik sermaye piyasası alanında tecrübe sahibi olması gerekir.

Yatırım fonunun mal varlığı rehin edilmez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

Portföye alım ve satım işlemlerinin borsa kanalıyla yapılması şarttır. Rayiç bedelinin altında satış, üzerinde ise alış yapılamaz.

Yatırım fonları çıkarılmış sermaye ve yedek akçeler toplamının % 10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar.

3.7.1992 tarihli ve 21301 no.lu resmi gazetede yayınlanan "Yatırım fonlarına" ilişkin tebliğ ile kanunda belirtilen hususlar ayrıntılı olarak belirtilmiştir.

#### C.4- Diğer Sermaye Piyasası Kurumları

Sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması, derecelendirilmesi ve bunları ihraç eden ortaklık ve

kuruluşlarla sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesi ile uğraşan kuruluşlar ; yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getiren şirketler ve ortaklık ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek münhasıran SPK'nın 13/a maddesinde belirlenen varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç etmek amacıyla teşkil edilen genel finans ortaklıkları, ipoteğe dayalı menkul kıymetler merkezleridir. (SPK md.39)

Genel Finans Ortaklıkları (GFO) 31.7.1992 tarihli 21301 Sayılı Resmi Gazete'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir. Buna göre GFO Tebliği'de belirlenen alacakların temellükü ve bu alacaklar karşılık gösterilerek Tebliğ hükümleri çerçevesinde düzenlenen VDMK'lerin ihracı ve halka arzı amacıyla kurulun anonim ortaklıklardır. TTK'na göre ani usulde kurulması, ödenmiş sermayelerinin 10 Milyardan az olmaması, nakit karşılığı çıkarılması ve nama yazılması, kurucularının müflis olmaması veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hüküm giymemiş olmaları gerekmektedir. GFO'ların temellük ederek karşılığında VDMK ihraç edebilecekleri alacaklar portföyünün toplam tutarı, özkaynaklarının 20 katını aşamaz.



## D- SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

### D.1- Hisse Senedi ve Türleri

Literatürde esham, aksiyon, pay senedi veya sadece hisse adı altında kullanılan hisse senetleri, anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan ve belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraktır.

Geniş ve bilimsel bir tanımlama şöyle yapılabilir.

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarabilen anonim ortaklık veya sermayesi paylara bölünmüş komandit ortakların kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık sağlayan senetlerdir.

Hisse senetlerinin hukuki ve iktisadi, özellik ve nitelikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (27).

- Hisse senedi, şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil eder, sahibine her türlü ortaklık haklarından yararlanma imkanı verir. Bu haklar ;

a- Şirket karından pay alma hakkı,

b- Şirket yönetimine katılma hakkı,

c- Oy kullanma hakkı,

d- Rüçhan hakkı,

e- Tasfiyeden pay alma hakkı

f- Şirketin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı.

- Hisse senedi aynı zamanda şirkete özkaynak niteliğinde

---

(27) Yılmaz ULUSOY, "Hisse Senetleri", Sermaye Piyasası Seminerine Sunulan Tebliğ Metni, İstanbul, 1984.

finansman sağlayan bir araçtır.

- Hisse senetleri diğer menkul değerler gibi hakkı temsil eden belgelerdir. Bu belgelerin üçüncü şahıslara devri, üzerinde yazılı değer ve bağlı olduğu hakları da devir anlamına gelir. Yani hisse senedine bağlı haklar, hisse senedi olmaksızın devredilemez.

- Şirket bakımından her hisse senedi bir "hukuki birim" oluşturur. Bu sebeple hukuken bölünmesi mümkün değildir. Bir hisse senedinin birden fazla sahibi varsa, bunlar şirkete karşı haklarını ancak ortak bir temsilci aracılığıyla kullanabilirler.

Hisse senetlerinin sahibine sağladığı haklar içinde önemli olanlardan biri de yönetim hakkıdır. Bu hak, şirket yönetim kurulunu seçmek ve hatta bu kurula seçilmektir. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Ancak yönetim hakkı, genel kurulun çoğu kez adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesinin % 51'ini elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Fakat sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde, yönetim hakkı çoğu örneklerde ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde % 10'luk oy ile yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir.

Hisse senedi sahibinin önemli haklarından biri de "rüçhan hakkı" dır. Bu, sermaye artırımında yeni sermayeden eldeki her bir hisseye karşılık artırılan oranda nominal bedel veya nominal bedelin üzerindeki primli fiyattan yeni hisse senedi alma hakkıdır. Bu hak, şirketin Sermaye Piyasası

Kanununa uygun olarak belirlediği bir süre içinde, eski hisse senetlerinin şirkete ibrazı yoluyla kullanılır. Bir şirketin çıkardığı hisse senedi sayısı, ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin 1.000 TL'ye bölünmesi ile bulunur.

Hisse senedinin getirileri incelendiğinde, başlıca iki avantajı olduğu görülmektedir ;

1- Temettü (dividend) geliri,

2- Zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artış, (capital gain)

Yatırım dönemi ve getirisi belli olmayan, belli bir risk taşıyan hisse senedi yatırımı ise yatırımcısına; yatırım yaptığı sektöre, seçtiği hisse senedine yatırım yaptığı zamana ve senedini satış yaptığı zamana bağlı olarak, sabit getirili enstrümanlara oranla % 100'ün çok üzerinde % 300 - % 500 hatta % 1000 gibi getiri sağlayabilir.

Hisse senedine yatırım yapılırken, olaya günlük veya birkaç haftalık yatırım gözü ile bakılmamalıdır. Bir yatırım uzmanı yardımı ile yatırımını yapıp, en az 6 aylık - 1 yıllık yatırım yapıyorum diye düşünmelidir. Borsada her zaman yükseliş beklenmemeli, ani düşüş dönemlerinde kesinlikle paniğe kapılmamalı, değerinin altında satış yapılmamalıdır. Hisse senedi yatırımının, yatırımcısına diğer yatırım araçlarına oranla kesinlikle daha fazla kazandıracağı unutulmamalıdır.

S.P.K. Seri I Tebliğ 13, yeni pay alma hakkını kullanmak istemeyenlerin, ilgili kuponu yeni pay alma hakkının kullanımı için belirlenen süre içerisinde satabileceğini

belirtmiştir. Bu satış sonucu elde edilen gelir, üçüncü bi  
getiri olarak algılanabilir.

Hisse senetlerinde halka arz; halkın bir anonim  
ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini  
hisse senetlerinin borsalar veya diğer teşkilatlanmış  
piyasalarda işlem görmesini, bu kanuna göre halka açık anonim  
ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya  
hisse senetlerinin satışını ifade eder. (SPK md.3)

Sermaye piyasası kanununa göre yapılan halka arz  
işleminin özellikleri şunlardır ;

- Halka arz, Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine tabi  
iken, 3794 Sayılı kanun ile "Kurula kayıt" sistemi  
getirilmiştir.

- Satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının ihraç  
değerinin % 0.3'ü tutarında ücret, ihraççılar tarafından  
SPK özel fonuna yatırılır. (SPK md.28)

- Esas sermaye sistemine tabi ortaklıkların halka arz  
edilen hisse senetlerinin satış süresi içinde satılmayan  
kısımının satın alınacağıının, kurucular, ortaklar veya bir  
aracı kurum veya bir banka tarafından peşinen taahhüt  
edilmesi gerekir. Seri I Tebliğ No. 13 ile, satış primli  
fiyat üzerinden yapılan hisse senetleri için, taahhüdün  
primli fiyat üzerinden yapılması zorunluluğu getirilmiştir.

- Ortaklar halka arz edilen hisse senetlerinin en az  
% 5'ini 500.000 Liralık veya daha küçük değerdeki kupürler  
halinde çıkarmak zorundadırlar.

- Sermaye Piyasası Kanunu'na göre, ortaklıklar, hisse

senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni hisse senedi çıkaramazlar. (T.T.K. md.309)

- Halka arz edilecek hisse senetleri karşılığı aynı sermaye konulamaz. (SPK md.12 (28)).

Hisse senetlerinin de tahvillerde olduğu gibi üç türlü fiyatı vardır.

1- Nominal Fiyatı : Bir hisse senedinin nominal fiyatı üzerinde yazılı fiyat olup uygulamada enaz 500 TL. olarak belirlenir.

2- İhraç Fiyatı : Hisse senedinin, şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyatıdır. Türkiye'de genel olarak, şirketler çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyatla satmakla beraber, borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket, nominal değer üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir.

3- Borsa Fiyat : Borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyattır. Borsanın işleyişine göre fiyatlar günlük olarak belirlenir ve açılış, kapanış, en düşük, en yüksek, ortalama günlük fiyatı gibi türlere ayrılır.

Hisse senetlerinin piyasa fiyatları, onu çıkaran şirketin mali durumuna, yönetimine ve buna bağlı olarak arz ve talebe göre değişir, yükselir veya düşer.

Hisse senetleri TTK.'nun 409. maddesine göre hamiline veya namına yazılı olmak üzere ikiye ayrılır. Bu ayrımın dışında hisse senetleri imtiyazlı ve adi hisse senetleri ile

kurucu ve intifa hisse senetleri şeklinde de sınıflandırılır.

Hisse senetlerinin üç çeşit türevi vardır.

Kar Zarar Ortaklığı Belgeleri : 14 TEMMUZ 1992 Tarihli Resmi Gazetede yayınlanıp yürürlüğe giren tebliğe göre, ortaklıklar, kar veya zarara ortak olmak üzere, iştigal sahalarına giren tüm faaliyetlerinin getirdiği finansman ihtiyacını karşılamak için, yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere, "Kâr-zarar ortaklığı belgesi" adı altında menkul kıymetler ihraç edebilirler ve halka arz yoluyla satabilirler (29).

Kâr zarar ortaklığı belgelerinin çıkarılmasındaki amaç menkul kıymetler piyasasında değişime konu olan araçları çoğaltmak ve çeşitlendirmektir. Bu belgeler kâr ve zarar katılma ve ortaklık hakkı vermekle beraber, hisse senedi sayılmazlar. Çünkü kâr zarar ortaklığı belgeleri sahiplerinin şirket yönetiminde oy hakları yoktur. Bu belgeler vadeli olup vade sonunda ana para + kâr payı geri ödenmektedir. Bu belgeler kâra iştirakli tahvillere de benzemezler. Çünkü zarar durumunda senet sahibinin zarara katılması söz konusudur.

Bu belgelerin çıkarılması, tutarı, ihracı ve düzenlenmesine ilişkin koşullar Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine tabidir.

Katılma Intifa Senedi : 14 TEMMUZ 1992'de yayınlanıp yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu'nundaki 104 no.'lu tebliğe göre, ortaklıklar, nakit karşılığı satılmak üzere

---

(29) Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu s.41.

ortaklık haklarına sahip olmaksızın kârdan pay alma, yeni pay alma ve bu tebliğin belirlediği olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını sağlayan katılma intifa senetleri çıkarabilir. Bu senetler nama yazılı olabileceği gibi hamiline de yazılı olabilir. Bütün Bu tür senetlerde vade söz konusu değildir.

**Oydan Yoksun Hisse Senetleri :** Bu senetler, ortakların sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri oy hakkı hariç, sahibine kâr payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan senetlerdir. Nama yazılıdır. Senedin itibarı, toplam değer tutarı, ödemiş veya çıkarılmış sermayenin yarısını geçmemek üzere esas sözleşmelerinde gösterirler.

Ortakların Oydan Yoksun Hisse Senedi (ÖYHS) ihraç edebilmeleri için ödenmiş sermayelerinin 5 Milyardan az olmaması, esas sözleşmede ihraç ilişkili hüküm bulunması ve son iki yıldır kâr etmiş olması gerekmektedir.

ÖYHS'lerinin ihracında (ilk ihraçta) halka arz zorunludur. Ortaklık esas sözleşmede hüküm bulunmak koşuluyla bedelsiz sermaye artırımında oy hakkına sahip bedelsiz pay verebilir.

Hisse senetlerinin ekonomik yönden önemi büyüktür : Öncelikle geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde biraraya getirerek hızlı kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.

Hisse senetleri, iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş

halk kitlelerine dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.

Enflasyona dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlenen bir yatırım yolu sağlar, hem yatırımın hem de gelirin değerini korur.

Hisse senetleri yatırımcılara, aynı zamanda ortak olduğu şirketin yönetimine katılma hakkını doğurur. Her şirkette yılda bir, gerekirse birden fazla olağan üstü genel kurul toplantıları yapılır. Bu toplantılarda şirketin mali durumunu genel durumunu, öğrenebilirler, hisseleri oranındaki oy hakkını kullanabilirler (30).

Hisse senedi aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır. Bir şirket, işletme veya yatırım sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyduğunda, bu fonları hisse senetleri ihracından başka yoldan sağlarsa, bunun şirkete maliyeti yüksektir. Bu yüzden şirketler, hisse senedi ihraç ederek diğer finansman araçlarından sağlayacağı fonlardan daha az maliyetle fon sağlama yoluna giderler.

#### D.2- Tahvil ve Türleri

Tahvil hepimizin bildiği şekli ile bir borç senedir. T.T.K. tahvili "Anonim ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit, ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senedir" diye tarif etmiştir (31).

Tahvile, ihraç eden açısından bakacak olursak bir finansman aracı olarak görmekteyiz. Böylece tahvil, kamu

---

(30) Menkul Kıymet Alım Satımı ve Borsa , s.7.

(31) "Türkiye'de Sermaye Piyasası" Seminer Tebliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Nisan 1994.



kuruluşları ve anonim ortaklıkların, ortak sayısını artırmadan, uzun ve orta vadeli fon temin etmek için seri halinde çıkardıkları eşit kıymet ve aynı ibareli borç senedi olarak tanımlanabilir. Tahviller hamiline veya nama yazılı olabilir. Memleketimizde genellikle hamiline yazılı olarak çıkarılmaktadır. Tahvillerin ihracı, yasalarla düzenlenerek, tasarruf erbabına ve halka azami güvence sağlamak için sıkı kurallara ve denetime tabi tutulmuştur. Kanunun tahvil sahiplerini korumak amacıyla aldığı tedbirlerin başında, anonim şirketlerin çıkaracakları tahvil miktarını "ödenmiş ve tahvil ihracı esnasında mevcudiyeti anlaşılan sermaye ile sınırlayan hüküm gelir (TTK md.422). Bazen sermayenin tamamı ödendiği halde zarar neticesinde bir kısmı eksilmiş olabilir. Bu durumda ihraç edilecek tahvil miktarı kalan sermayeyi geçmez. Ödenmiş sermayenin ne kadarının halihazırda şirket bünyesinde mevcut olduğunu, bilirkişi namıyla ticaret mahkemeleri tayin eder ve buna göre ihraç izni verebilir. (TTK md.424 (32)).

Kanun yalnız tahvil alıcılarını değil, tahvili ihraç eden şirketin ortaklarını da korumak için bazı tedbirler öngörmüştür. Örneğin tahvil ihracına karar verme yetkisi olağan üstü genel kurula tanınmıştır.

Tahvil ve diğer borçlanma senetlerinin ihraç limiti, 27 OCAK 1993 tarihli 21428 sayılı resmi gazetede tahvil ve borçlanma senedi niteliğindeki borçlanma senetleri ihraç limitlerine dair bakanlar kurulu kararında şu şekilde

belirtilmiştir (33).

Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı kurula gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan, çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamında, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez.

Mahalli idareler ve bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş ve idari işletmeler, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüslerinin tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki borçlanma ihraç limitleri Sermaye Piyasası Kurulunun'nun teklifi ve ilgili bankanın onayıyla belirlenir.

Klasik tahvilleri kendi içinde şöyle sıralayabiliriz.

- Devlet tahvilleri : Maliye tarafından belli amaçlarla çıkarılan dahili istikraz (iç borçlanma) tahvilleri uzun vadeli, hazinenin dönemsel ihtiyaçları için çıkarılan tahviller ve hazine bonoları kısa vadeli. Ancak enflasyon hızlandığı dönemlerde tüm tahviller 1-2 yıllık (kısa vadeli) ihraç edilir. Hazine bonoları kısa vadeli çok defa kuponsuz, tasarruf bonoları ise orta vadeli tahvil olup, ihraç şartları ve faiz oranları değişiktir.

Uzun vadeli devlet tahvilleri her zaman işlemiş faiziyle birlikte paraya çevrilebildiği için faiz oranları daha

---

(33) Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s.44.

düşüktür. Devlet tahvilleri ihalelerde teminat olarak kullanılabilir.

Belediyeler ve Emlak Bankası gibi kamu kuruluşlarının çıkardığı tahviller devlet tahvilleridir.

- Özel sektör tahvilleri : Özel sektör tahvilleri ile devlet sektörü tahvillerinin, tahvil ihraç piyasasındaki payları evvelce birbirinden çok farklı değilken, son yıllarda iç borçlanmaya devletin fazla yer vermesi bu dengenin devlet tahvilleri lehine bozulmasına sebep olmuştur. Her anonim şirket tahvil ihraç edebilir. Fakat bunların halka satış şansı değişiktir. Büyük işletmelerin özellikle isim yapmış kuruluşların tahvillerinin müşteri bulma şansı daha büyüktür. Bazen ismi az duyulmuş anonim şirketlerin de tahvil ihraç ettiği ve kısa sürede satıldığı görülür. Bunlar genellikle aynı şirketin kurucu ortakları tarafından alınırlar. Böylece, ortakların şirkete yaptıkları tevdiyat hamiline yazılı hale gelir ve ortakların maliye ile çıkacak pürüzlerden korunması sağlanır. Bunu son yıllarda "Kara paranın aklanması ve şirket bünyesine sokulması" şeklinde yorumlamaktayız (34).

- Primli Tahviller - Başabaş Tahviller : İhraç edilen bir tahvil üzerinde yazılı değerle satışa çıkarılıyorsa, bu başabaş tahvildir. Nominal değerinden daha aşağı bedelle satışa çıkarılan tahvillere primli tahvil denir. Ticaret Kanunumuz hisse senetlerinin nominal değerden daha aşağı bedelle ihraç edilmesini yasakladığı halde (TTK md.286) tahviller için böyle bir engel yoktur. Tahvil ihraçlarını

---

(34) KARSLI, s.256.

düzenleyen diğer mevzuatımız da tahvillerin nominal değerinin % 5'i kadar düşük bedelle ihracına izin vermektedir. Ayrıca satışın son gününden yani faizin işlemeye başladığı tarihten önce satın alanlara, erken satın alma süresine isabet eden faiz kadar indirimli yapılabilmektedir.

- İkramiyeli Tahviller : Tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka para ikramiyeleri de verilebilir. Ancak her ne isim altında olursa olsun, alıcılara sağlanacak menfaatler tahvilin itfa tablosunda belirtilen faiz ödeme tutarının içindedir. Türkiye'de, tahvil sahiplerine nakdi ikramiyeli çekilişler de dahil, her ne nam altında olursa olsun, faiz dışında bir menfaat sağlanamaz (35).

- Nama ve Hamiline Tahviller : Tahviller bütün menkul kıymetler gibi nama ve hamiline yazılı olabilirler. Ancak piyasamızda tahvillerin yalnız hamiline olarak ihraç edilmesi gelenekselleşmiştir.

- Paraya çevrilme kolaylığı olan tahviller : Özel sektör tahvillerinin normal olarak belli bir vadesi vardır. Halihazır mevzuatımıza göre bu vade 2 yıldan az, 7 yıldan çok olamaz. Çıkarılan tahvillerin bedellerinin vade sonunda halka geri ödenmesi genellikle bir defada olmaz. Normal iktisadi şartlar altında 5 seneye varan bir itfa planı dahilinde tahvil bedelleri geri ödenir. Bazı tahvillerde ise tahvillerin ihracından itibaren belli bir süre geçtikten sonra istenildiği zaman işlemiş günlük faiziyle birlikte

---

(35) Resmi Gazete, 1 Temmuz 1987, s.2.

paraya çevrilme imkanı vardır. Bazı tahvillerde bu imkan her zaman kullanılabilir, bazılarında ise şirkete talept bulunulması halinde bu tahviller itfaya dahil edilerek faiz ödeme tarihinde kupon ödeme tarihinde kupon ödemesiyle birlikte itfaya tabi tutulur.

- Garantili ve Garantisiz Tahviller : Çıkarılan tahvillerin satış şansını artırmak için bir bankanın veya şirketin bağlı olduğu holdingin garantisi sağlanır. Banka veya holdingin garantisi, çıkarılan tahvillerin anapara ve faizlerinin vadelerinde geri ödenmesini kapsar. Ayrıca tahvili çıkaran şirket büyük ve tanınmış bir holdingin bağlı kuruluşu olduğu halde kendisi şirket olarak tahvil piyasasında tanınmamış olabilir. Bağlı olduğu holdingin garantisinin de satış ilanlarıyla belirtilmesi tahvillerin satış şansını artırabilir.

- Sabit ve Değişken Tahviller : Enflasyonun hızlandığı dönemlerde piyasa cari faiz oranının tahvil faiz oranlarını kısa zamanda geride bırakması, faiz oranlarıyla devamlı yukarı aşağı oynanması, tahvil piyasasında istikrarsızlığa sebep olur. Değişken faizli tahviller böyle durumlarda tahvil piyasasının tıkanmaması için ileriye dönük faiz riskini ortadan kaldırmak üzere piyasamızda ilk defa 1981 yılında Merkez Bankasınca ihdas edilmiş, daha sonra çeşitli SPK Tebliğleriyle düzenlenmiş, 1.7.1987 tarihli SPK Tebliği ile kaldırmış, Seri II No.4 Tebliğe ek Seri II No.10 Tebliğ ile yeniden düzenlenmiştir. Tebliğe göre ortaklıklar SPK izniyle en az 4 yıl vadeli değişken faizli tahviller çıkarabilirler.

- İndeksli Tahviller : Yine hızlı enflasyon yıllarında görülen bir tahvil uygulamasıdır. Değişken faizli tahvillerde yalnız faiz oranı enflasyona karşı korunmaktadır. Anapara korumakta, dövize yada altına endeksli tahviller daha güvenceli olmaktadır. Bu tip tahvillerde ihraç tarihi ile vade günü arasında altın fiyatlarında yada belli bir döviz kurundaki artış yüzdesine göre anapara artırılarak tahvil sahibine ödenir.

- Rüçhan Haklı Tahviller: Bazı şirketlerin, çıkardıkları tahvillerin satışını kolaylaştırmak için, tahvillerin tümünü veya kura ile belirlenecek bir bölümüne, belli bir yüzdesini veya belli bir limitin üstünde kalan kısmına ileride yapılacak ilk sermaye artırımından rüçhan hakkı tanıdıkları görülmüştür.

- Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller (HDT) İhraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir. (Seri II Tebliğ No.15)

Vadesi 2 yıldan az, 7 yıldan çok olamaz. Değiştirilmesi vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabilir.

- Kâra İştirakli Tahvil : Seri II No.16 numaralı Tebliğ ortakların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartıyla TTK'nun 422. veya Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13. maddesinin 1. fıkrasında belli edilen sınırlar içinde kâra iştirakli tahvil çıkarabileceğini, nama veya hamiline olarak

çıkarılabilen bu tahvillere her yıl verilecek kâr payının hesap şekli ve ödeme zamanının izahnamede gösterilmesini ve tahvilin ön yüzünde kâra iştirakli olduğunun yazılması gerektiğini belirtmiştir.

Kâra iştirakli tahviller vade sonu anapara ödemeli olarak çıkarılırlar. Bunların anaparanın ödenmesi yıllara dağıtılamaz. İhraççılar, tahvillerde verilecek dönem kâr payının belirlenmesinde aşağıdaki esaslardan birini seçebilirler :

Faiz ve buna ek olarak tahvil tertibi için belli edilen kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşecek payın ödenmesi,

Kâr kayının faizden daha az olması halinde, faiz ödenmesi; faiz getirisine eşit ve daha fazla kâr payı tahakkuk etmişse, kâr payının ödenmesi,

Bir faiz öngörülmeksizin tahvil tertibi için belli edilen kâr payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi.

Bütün menkul kıymetlerde olduğu gibi tahvillerin de üç türlü değeri vardır. Nominal değer, tahvilin üzerinde yazılı değerdir, sabit olup hiçbir zaman değişmez. İhraç değeri, primli olarak ihraç edilen ve erken alanlara faiz oranı için indirim uygulanan tahvillerde;

Nom.değer = (%5 kanuni ind.+ erken sat.primi)= İhraç değeri olur. Tahvillerin piyasa değeri, normal değerden çok farklı olmasa da, şartlara göre inip çıkabilir ve şu faktörlerden etkilenir.

- Paraya çevrilebilir olmasa dahi her tahvilin piyasada her an bir değeri vardır. Bu değer anapara + son faiz ödemesinden beri işlenmiş günlük faiz civarındadır.

- Tahvilin nominal faiz oranı cari faiz oranının altında ise piyasada borsa değeri nominal değerın altındadır. Bu durumda da "iskontolu işlem görüyor" denilir. Tahvilin nominal faiz oranı cari faiz oranının üstünde ise piyasa veya borsa değeri nominal değerın üstünde oluşur. Bu durumda isetahvilin primli işlem gördüğü söylenir.

- Normal ekonomik şartlarda tanınmış şirketlerin tahvilleri ile büyük banka ve holdinglerin garantisine sahip tahviller diğerlerine oranla ikincil piyasada daha yüksek değer bulurlar.

#### D.3- Hisse Senedi ile Tahvil Arasındaki Farklar

Tahvil bir borç senedir. Tahvil sahibi, tahvil çıkaran kuruluşun uzun vafeli alacaklısıdır. Tahvil sahibinin bir şirkete sağladığı sermaye yabancı sermayedir. Hisse senedi ise, bir mülkiyet senedir. Hisse sendi sahibi, şirkete belli bir oranda sahiptir. Kullandırdığı sermaye özsermayedir.

Tahvilde kesin bir vade vardır, bu vade sonunda tahvil sahibi ile şirket arasındaki hukuki ilişki sona erer. Hisse senedinde vade olmadığı gibi, hisse senedi sahibi ile şirket arasındaki ilişki ebedidir, sadece hisse senedinin sahibi değişebilir.

Tahvilin getirisi belli ve sabittir. (Değişken faizli tahvillerde faiz oranları ancak iktisadi şartlar değiştiğinde



mevzuat mevzuat değişikliği ile değişebilir.) Hisse senedinde senet sahibinin hangi yıl ne kadar gelir elde edeceği, hatta gelir elde edip edemeyeceği belli değildir.

Tahviller, mevzuatta itibari değerinin altında bir değerle ihraç edilebildiği halde, hisse senetleri itibari altında bir fiyatla satılamaz. (TTK md.268)

Tahvil ıkaran Şirket, tahvillerinin bedellerini tamamen tahsil etmedikçe ikinci tertip tahvil çıkaramaz. Oysa, bir tertip hisse sendinden henüz odenmemiŐ bir kısmı kalsa bile, ikinci bir tertip hisse senedi ihraç edebilir.

Birer katılma payını ifade eden hisse senetleri yalnız anonim Şirketler tarafından ihraç edilebilmelerine karşın, tahviller Şirketler dışında devlet ve belediyeler gibi tüzel kişiliğe sahip kamu kuruluşları tarafından da çıkarılabilir. (TTK md.420)

Tahvil ile hisse senedi arasındaki en önemli ekonomik fark risk konusudur. Tahvil sahibi tahvil ihraç eden Şirketin kâr-zarar riskine katılmaz. Şirketin iflası veya tasfiyesi halinde de, tasfiyeden önce borçlar ödeneceği için, tahvil sahipleri hisse senedi sahibinden önce alacaklarını alır. Hisse senedi sahipleri ise, ancak Şirketin mal varlığından bütün borçlar ödendikten ve tasfiye masrafları çıktıktan sonra, kalanı, hisseleri oranında paylaŐırlar.

Tahvil ve hisse senetlerinin önemli farkı da, tahvillerin sabit gelirdir, hisse senetlerinin de değişken gelirdir. Tahvillerde faiz oranını devlet tayin eder. Faiz oranlarının enflasyonun altında tutulduğu çok

görülmüştür. Bu durumda tahvilin gerçek geliri sıfır olabileceği gibi, 1978-1980 yılları arasındaki dönemde görüldüğü gibi, negatif gelir haline de gelebilir.

#### D.4- Diğer Menkul Kıymetler

**Finansman Bonosu :** Kısa vadeli fon sağlamak amacıyla piyasada iyi tanınan ve kredisi yüksek olan ticari ve finansal kurumlar tarafından ihraç edilen emre ya da hamiline yazılı kıymetli evraktır. Tipik olarak güvencesi olmayan bir değerli kağıt olarak bilinen finansman bonolarının banka garantisi taşıyan türleri de bulunmaktadır.

Finansman bonolarının vadesi uluslararası piyasalarda bir yıldan daha az olup ortalama vadeleri 22 gündür ve hamiline çıkarılırlar. Türkiye'de ise finansman bonolarının vadesi üç aydan az bir yıldan fazla olamaz. Likiditesi yüksek olan finansman bonoları, üzerinde yazılı nominal fiyat üzerinden bir iskonto belirlenerek satışa sunulmaktadır.

Finansman bonolarının çıkarılış nedeni, ihraç eden kurumlara, bankalar ve diğer fon kaynaklarının dışında ve bunlara göre daha düşük maliyetle finansman sağlamaları aynı zamanda ihraç edildikten sonra ikincil piyasada alım satımının serbest olmasıdır. Finansman bonolarının borsa işlemleri tescil niteliğindedir.

Taşıdığı temineta göre finansman bonoları üçe ayrılır.

Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları A tipi,

Ortaklığa karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları B tipi,

Banka garantisi taşıyan finansman bonoları C tipi

finansman bonosu olarak adlandırılmaktadır.

Dünyada da finansman bonoları gelişmiş ikincil piyasaya sahiptirler. ABD, bu konuda en gelişmiş piyasaya sahip ülkedir. Alternatiflerine göre finansman bonoları daha iyi getiri sağlamaktadır ve kredi kalitesi yüksek şirketler için ucuz bir yöntemdir. Euro finansman bonolarının çıkarılmış olması ise bu türün cazibesini artırmaktadır. İhraçlar US \$, ECU ya da Hong Kong Doları üzerinden yapılmaktadır (36).

- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler : "Menkulkiymetleştirme" olarak bilinen bir finansal işlemin ürünüdür. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 31 Temmuz 1992 tarihinde çıkardığı tebliğle varlığa dayalı menkul kıymetler, bankalar, genel finans ortaklıkları ve finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar tarafından kendi ticari işlemlerinden doğan alacakları veya bu tebliğ hükümleri çerçevesinde temellük edecekleri alacaklar karşılığında, Kurul'ca kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evrak, şeklinde tanımlanmıştır.

Bu işlem sayesinde bankalar bilançolarında bulunan alacakları için alınıp satılabilir menkul kıymetler yaratarak aktif ikincil piyasa oluşturma ve süreklilik taşıyan bir fon kaynağı yaratma şansına sahip olurlar. Varlığa dayalı menkul kıymetleri genel finans ortaklıkları, bankalar ve finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar ihraç edebilirler. Bugüne kadar VDMK ihracında öncü rolü bankalar üstlenirken 7 Aralık 1992 tarihi itibarıyla, 29 banka VDMK ihracı için Sermaye Piyasası

---

(36) Bankacılar Dergisi, Nisan 1992, sayı 8, s.55.

Kurulu'na başvurmuş ve Kurul kaydına alınan VDMK tutarı 12 Trilyon 838 Milyar TL.'ye ulaşmıştır.

Sermaye piyasası ürünlerinin hedefi daha önce de belirttiğimiz gibi sermaye piyasalarını canlandırmak, bireysel ve kurumsal yatırımcıları piyasaya çekmek, kaynak maliyetini ucuzlatmak ve faiz oranlarını düşürmektir. Henüz bu hedeflere ulaşıp ulaşılmadığını söylemek çok erken olmakla beraber en azından VDMK'lerin çok yaygın kullanımına rağmen kredi faiz oranlarını düşürücü etkisinin görülmediğini söylemek mümkündür.

VDMK'ler çok yaygın ve hızlı bir şekilde kullanım alanı bulurken, repo yasallaştıktan sonra da eski popülaritesini korumaya devam ediyor (37).

- Gelir Ortaklığı Senetleri : Köprü, baraj, elektrik santrali, kara yolu, demir yolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ile benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için, çıkarılacak senetlerdir. Bu tanım iki önemli özellik arz etmektedir.

- Gelir ortaklığı senedi ulaşım, haberleşme, enerji kesiminde kamuya ait olan alt yapı tesislerinin gelirlerini ilgilendirmektedir.

- Bu gibi tesislerin mülkiyeti ve işletmesi ile ortaklık senedi alanların hiç bir ilişkisi yoktur.

---

(37) Bankacılar Dergisi, Ekim 1992, sayı 10, s.60.

2938 Sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun'un 3. maddesinde, gelir ortaklığı senetleri "kamu iktisadi kuruluşları (KİK) ve iktisadi devlet teşekkülleri (İDT) dahil olmak üzere, kamu kurum ve kuruluşlarına ait alt yapı tesislerinin gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olmaları için çıkarılacak senetler" olarak tanımlanmıştır.

Gelir ortaklığı senetleri, hukuki statüsü itibariyle adındaki "ortaklık" ibaresine rağmen, değişen faizli bir tahvil özelliği taşımaktadır. İstenildiği an paraya çevrilebilir, genellikle üç veya beş yıl vadeli ve başlangıç yıllarında vergiden muaf tutulmuştur.

Kanunda tanımlanan menkul kıymetler arasına gelir ortaklığı senetlerinin de dahil edilmesine ihtiyaç duyulmasının nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Altyapı yatırımlarına devlet bütçesi dışında kaynak sağlamak,

- Soyut nitelikte olan devlet tahvili ve hazine bonusu yerine somut imajlı olan köprü ve barajların adlarını kullanarak daha kolay borçlanmak,

- Küçük kupürler çıkararak sermaye piyasasının yararlanacağı yeni bir araç yaratmak,

- Özellikle faiz geliri elde etmekten çekinen ve haram sayan tasarruf sahiplerine gelir ortaklığı ismini kullanmak suretiyle ulaşmak,

- Enflasyon hızı aşağıya çekildiğinde, yüksek ve sabit faizli devlet tahvillerinin hazineye getirdiği faiz yükünü

hafifletmek.

Gelir ortaklığı senedi sistemi kamuya fon sağlaması açısından ilginç bir uygulama olmakla beraber, toplanan fonların etkin ve verimli kullanılmaması ve ekonomik istikrar sağlanamaması halinde ciddi sakıncalar ortaya çıkarabilecek, dikkatli kullanılması gereken hassas dengelere sahip bir araçtır.

## II- TÜRKİYE'DE BORSA VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB)

### A- TÜRKİYE'DE BORSANIN VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NIN TARİHİ GELİŞİMİ

Türkiye'de borsa faaliyeti 19.Yüzyılın ikinci yarısı ortalarına doğru (1866) Osmanlı İmparatorluğu döneminde başlamıştır. Batıda kapitalist sistemin temel kurumlarından biri olan menkul kıymet borsalarının kökeni hayli eskilere gitse de, ananım şirketlerin kurulması ve sermaye sermaye birikimlerinin gerçekleşmesi sanayi devriminin gelişmesiyle yani 19. Yüzyılın içinde olmuştur.

19. Yüzyılın ortalarına doğru Tanzimatla birlikte başlayan "Batılılaşma" hareketi ve anlaşmaların gerektirdiği bazı liberal ticaret uygulamaları, Osmanlı Devletini süratle batının açık pazarı olma durumuna düşürmüş, bir yandan devlet gelirleri azalırken, öte yandan fantazi yatırımlara, toplumun ileri katlarını saran lüks tüketim ve yabancı malı kullanma hastalığına bağlı ölçsüz harcamalar önce iç, sonra da Kırım Savaşı giderlerini karşılamak üzere, dış harcamalara

gidilmesi zorunluluğunu doğurmuştur. Bu durum, hazine bonoları ve tahvilleri üzerinde çoğu kez bu harcamalarda rolü olan Galata Bankerlerinin teşvikiyle yaygın bir menkul kıymet ticaretine yol açmıştır (38). İlk olarak Galata Bankerleri tarafından 1864 yılında bir dernek kurulup faaliyete geçirilmişti. 1866 Kararnamesiyle ve alacaklı devletlerin teşvikiyle de İstanbul'de ilk resmi borsa olan ve Fransız borsa sistemine yakın "Dersaadet Tahvilat Borsası" açılmış, borsanın denetimi için maliye nezaretinde bir komser tayin edilmiş ve 20 kişilik bir yönetim komitesi oluşturulmuştu. Borsada faaliyet gösterenlere de mübayacılar (dealers), simsarlar (brokers), coberler (jobbers) diye gruplara ayrılıyordu.

İkinci Meşrutiyetin ilanına kadar, bu borsaya sadece İstanbul, Selanik ve Beyrut'ta kurulmuş bulunan yabancı şirketlerin çıkarmış oldukları menkul değerler kayıtlı iken Meşrutiyetten itibaren yerli şirketlerin menkul kıymetleri de işlem görmeye başlamış, özellikle demiryolu, havagazı, elektrik ve tranvay şirketleri Osmanlı borsasının, ilk yerli menkul kıymetlerini çıkarmışlardır.

Cumhuriyet döneminde 1922 yılında çıkarılan yeni bir nizamname (tüzük) ile borsada bugünkü sistemin esasını oluşturan hükümler getirilmiştir. 1929 yılında kabul edilen 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve aynı yıl çıkarılan 8177 sayılı nizamname ile mevcut borsa yeniden düzenlenmiş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı

---

(38) Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, "Türkiye'de Menkul Kıymet Borsası'nın Öyküsü", sayı.41, Nisan 1985, s.74.

altında çalışmaya başlamıştır (39).

1938 yılında İstanbul Borsası, çıkarılan bir kararname ile Ankara'ya taşınmış ve "Kambiyo Esham ve Tahvilat Borsası" adı ile açılarak çalışmaya başlamıştır. Fakat o yıllarda ticaretin ve sanayinin gelişemediği Ankara'da Menkul Kıymetler Borsası'nın yürüyemeyeceği anlaşılmış ve 1941 yılında tekrar İstanbul'a nakledilmiştir.

Cumhuriyet döneminde kurulan borsalarda esham ve tahvilat yanında döviz alım-satımı da işlemler arasında yer almıştır. Ancak Türkiye'de 1931 yılından sonra şiddeti giderek artan kambiyo kontrolü ile döviz alım-satımı anlamını yitirmiş ve 1959 yılından sonra, borsanın döviz işlemleri ile ilgili rolü bütünüyle kaldırılmıştır.

Türkiye'de 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Sermaye Piyasası yeniden düzenlenirken menkul kıymetler borsasına yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarih, 1447 sayılı menkul kıymetler ve kambiyo borsaları kanunu yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 6.10.1983 gün KHK 191 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları hakkında kanun hükmünde kararname getirilmiştir (40).

31 Ekim 1985 tarihli genel kurulda ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası iç yönetmeliği kabul edilmiş ve borsa 26 Aralık 1985 tarihinde açılarak 2 Ocak 1986 tarihinde ilk seansına başlamıştır.

1929 Yılında 1447 Sayılı kanunla kurulmuş olan İstanbul

---

(39) Sermaye piyasası ve borsa temel bilgiler klavuzu, s.6.

(40) Azmi FERTEKLİGİL, Türkiye'de Borsa'nın Tarihçesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yayınları No.3, İstanbul, Mart 1993, s.286.



Menkul Kıymetler Borsası devlet borsası niteliği çok belirgin olan bir kuruluştur.

6 Ekim 1983 tarih ve 91 sayılı K.H.K.'ye göre kurulan yeni menkul kıymetler borsasında da aynı özellikler muhafaza edilmiştir. Ancak çalışma düzeninin eskisinden daha değişik olduğu gözlenmektedir.

## B- İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NIN HUKUKİ YAPISI VE TABİ OLDUĞU HUKUKİ ÇERÇEVE

### B.1- 91 Sayılı K.H.K.

91 Sayılı K.H.K.'ye göre menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için kurulan menkul kıymet borsalarını açık, düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamak üzere kuruluş, yönetim, çalışma esasları ve denetlemelerini düzenlemek suretiyle sermaye piyasasının ekonomik gelişmede etkin rol oynamasını sağlamak amacıyla çıkarılan bu K.H.K. "Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak" menkul kıymet borsalarını kapsamına almaktadır. Menkul kıymet borsalarının gerekli görülen yerlere kurulması izne tabi tutulmuştur. Yeni borsaların açılmasındaki "gerek" sermaye piyasası kurulunca "takdir" edilecek ve borsanın kurulacağı "yer" belirlenerek kurulun bağlı olduğu bakanlığa öneride bulunulacaktır. Borsanın gerekli görülen yerde kurulması "ilgili Bakanlık"ın onayı ile gerçekleşebilecektir. K.H.K./91'in dikkat çeken hükümlerinden biri de "kanun hükmünde kararnamede hüküm bulunmayan hallerde genel hükümlerin uygulanacağı"na ilişkin

düzenlemedir (41).

91 Sayılı K.H.K. Menkul Kıymetler Borsaları'nın özel bütçeli ve tüzel kişiliğe sahip kamu kurumu niteliğini muhafaza etmekle birlikte, dünya borsa sistemleri içinde evvelce Fransız-Alman ağırlıklı olan borsa sistemimizi, daha liberal karakterli Anglo-Sakson borsa tipine, bir bakıma yaklaştırmış, buna karşılık borsayı Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetimi ve denetimi altına almıştır. Borsada işlem yapmaya yetkili kişiler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından işlem yapmalarına izin verilen, gerçek ve tüzel kişiler olarak ifade edilmiştir. Bunların nitelikleri ve çalışma kuralları yönetmeliğe bırakılmıştır.

#### B.2- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Yönetmeliği

91 Sayılı K.H.K.'nin II. maddesi "menkul kıymetler borsasındaki alım-satım işlemlerine ilişkin kurallar Borsa Yönetim Kurulu'nca bir yönetmelikle tesbit olunur" demektedir. Buna göre, Türkiye'de kurulacak her borsa kendisi için bir iç yönetmelik hazırlayacaktır. İç yönetmelikler borsaların yönetim kurullarınca hazırlanır. 91 Sayılı K.H.K. iç yönetmelik konusuna giren hususlardan, sadece alım-satım işlemlerine ilişkin kurallardan bahsetmiş ve yönetim kurulunca hazırlanacak yönetmeliğin Sermaye Piyasası Kurulu onayı ile yürürlüğe gireceğini belirterek genel kurul kararlarından söz etmemiştir. Yönetmeliğin genel kurulca bağlanacağını

genel yönetmelik m.15-2/a belirlemektedir (42).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliğinde;

- Menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması,
- Borsada teşekkül ettirilen paraları, işlem görecektür menkul kıymetler ve işlem türleri,
- Müşteri emirleri,
- Borsada fiyatların belirlenmesi ve ilanı,
- Menkul kıymet bedellerinin ödenmesi,
- Uyuşmazlık ve disiplin konuları, gibi çeşitli hükümler yer almaktadır.

Fon, bütçe, muhasebe, görev ve yetki, personel konuları da aynı yönetmelikle düzenlenmiştir.

#### C- İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NIN YÖNETİMİ, ORGANLARI, TEKNİK VE İDARİ ORGANİZASYONU VE DENETİMİ

##### C.1- Yönetimi, Organları

- Genel Kurul : Genel kurul borsa üyelerinden meydana gelir. Görev ve yetkileri şunlardır:

- a- Borsanın yetkisindeki yönetmelikleri çıkarmak,
- b- Borsa işlerine işişkin kararları almak, yetkili mercilere teklifte bulunmak,
- c- Yönetim kurulunun faaliyet raporu ile denetçi raporunu inceleyip karara bağlamak,

---

(42) KARSLI, s.232.

d- Borsanın bilançosunu ve gelir-gider hesaplarını inceleyerek karara bağlamak, personel kadrosunu ve kesin hesabı onaylamak,

e- Yönetim kurulu üyelerini seçmek ve ibra etmek.

- Yönetim Kurulu : Bir başkan ve dört üyeden oluşur. Başkan hükümetçe müşterek kararname ile tayin edilen Borsa Başkanıdır. Başkanlık Teşkilatının başı ve borsanın en üst amiridir.

Üyeler, Yatırım ve kalkınma bankalarından , diğer bankalardan, Aracı kurumlardan ve Borsa komisyoncularından olmak üzere, dört gruptan birer tane olmak üzere genel kurulca seçilir ve kendi aralarında bir başkan seçerler. Görev ve yetkileri şunlardır:

a- Borsaya ilişkin her türlü iç mevzuatı hazırlamak,

b- Kotasyon başvurularını karara bağlamak,

c- Borsa işlemlerinin mevzuata ve kurallara uygun olarak düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak,

d- Yönetmelikle belirlenmiş veya ihtiyaç duyulacak ihtisas komitelerini kurmak,

e- Borsaya kote olmayan, ancak işlem hacmi geniş olan menkul kıymetlerle ilgili olarak SPK'na bilgi vermek,

f- Borsa işlemlerinde çıkabilecek uyuşmazlıkları inceleyerek sonuçlandırmak,

g- Borsa bültenini çıkarmak, açıklanması gereken bilgileri ve oluşan fiyatları yayınlamak,

h- Borsa işlemleri hakkında istatistikleri yayınlamak,

- ı- Borsanın bütçesini hazırlayıp SPK'na sunmak,
- j- Borsanın kadrosunu ve kesin hesabını hazırlayarak genel kurula sunmak,
- k- Borsa gelirlerinin tahsilini giderlerinin yapılmasını sağlamak,
- l- Borsa adına imzaya yetkili olmanlar ve yetki sınırlarını belirlemek.
- m- Personel tayinlerini yapmak.

- Denetleme Kurulu : Genel kurul tarafından üyeler arasından veya dışarıdan seçilen iki üyeden oluşur. Görev ve yetkileri borsanın tabi olduğu mevzuat çerçevesi içinde diğer kuruluşlardaki denetim kurullarına benzer.

- Komiteler : Her borsada 1 başkan ve 2 üyeden oluşan üç komite bulunur.

a- Kotasyon Komitesi : Üyeleri yönetim kurulu tarafından borsa uzmanları arasından seçilir. Menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması için yapılan başvuruları değerlendirerek raporunu yönetim kuruluna sunar.

b- Disiplin Komitesi : Üyeleri, borsa üyelerini teşkil eden 4 gruptan gösterilecek adaylar arasından yönetim kurulunca seçilir. Borsada düzeni ve dürüstlüğünü bozan ve borsa işlerine hile karıştıran, bu konuda alınan kararlara uymayanlarla ilgili disiplin kararlarını verir ve yönetim kurulunun onayına sunar.

c- Uyuşmazlık Komitesi : Üyeleri yukarıdaki 4 gruptan gösterilecek kendi dalında yüksek öğrenim görmüş borsa uzmanı

adaylar arsından yönetim kurulunca seçilir. Borsa işlemleriyle ilgili olarak üyeler ve üyelerle müşterileri arasında çıkan uyuşmazlıkların üdari yoldan çözümü için borsa yönetim kurulunun alacağı kararlara karşı SPK nezninde itiraz edilebilir. SPK kararları kesindir.

- Başkanlık Teşkilatı : Borsa başkanı ve borsa personelinden oluşur. Borsa personeli de borsa eksperleriyle diğer personelden ibarettir.

a- Borsa Başkanı : Borsanın en üst amiridir. Borsanın genel yönetim ve temsiliyle görevlidir. İlgili dallarda yüksek öğrenim görmüş, bu alanda en az 15 yıllık tecrübe sahibi, T.C. vatandaşı olması, kamu haklarından yasaklı ve yüz kızartıcı bir fiilden dolayı hükümlü bulunmaması, iflas etmemiş olması şarttır. SPK'nun teklifi üzerine müşterek kararname ile 5 yıl için tayin edilir.

b- Borsa Eksperleri : Menkul kıymetlere ilişkin alım-satım emirlerini toplayarak, belirlenmiş kurallara göre fiyatların teşekkülünü, alım-satım işlerinin sonuçlandırılmasını sağlamakla yükümlü görevlilerdir.

## C.2- Teknik ve İdari Organizasyonu

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, kanunla kurulmuş bir kamu ve aynı zamanda, bir meslek kuruluşudur. Her meslek kuruluşu gibi üyeleri vardır. Borsanın üst karar organı üyelerden oluşan genel kuruldur. Genel kurul, Yönetim Kurulunu seçer, fakat Yönetim Kurulu başkanı Hükümetce üçlü

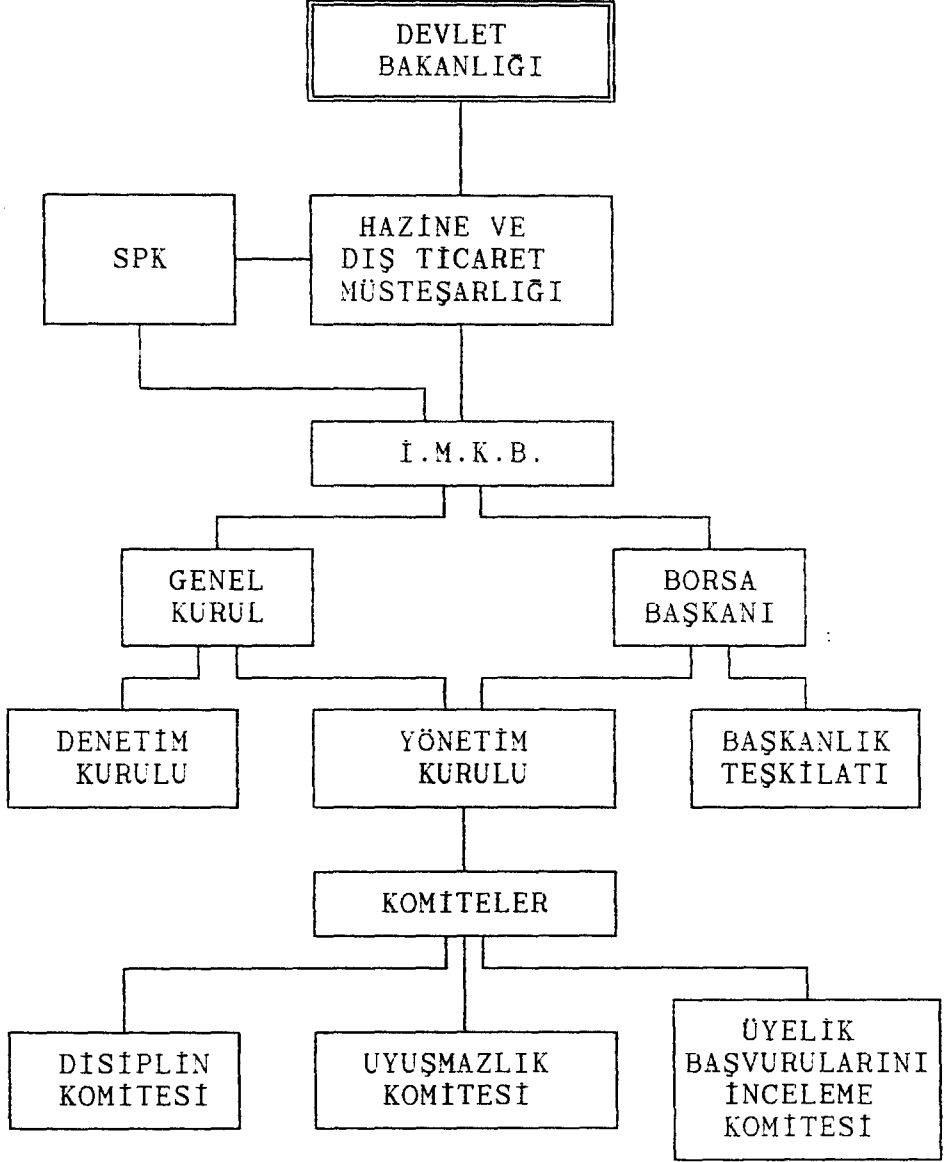
kararname ile tayin edilir. Yönetim Kurulu Başkanı aynı zamanda Başkanlık Teşkilatının başıdır. Böylece, bir bakıma yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün aynı kişide birleştiği kuruluşlara benzer bir durum ortaya çıkmaktadır. Borsanın idari teşkilatı şemada gösterilmiştir.

Şemalardaki açıklamalardan anlaşılacağı gibi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, tüzel kişiliğe haiz, kendi bütçesine sahip, özerk bir meslek kuruluşudur. İdari bakımdan Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na bağlı, fakat Sermaye Piyasası Kurulu'nun ve ilgili bakanlığın lüzum göreceği diğer denetleme organlarının denetimine tabidir. Borsalar, birer güven müesseseleri olmaları bakımından, bu denetimler çok önemlidir. Ayrıca, Borsa, kendi genel kuruluna karşı sorumlu olan iç denetim kurulunun da denetimine tabidir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın ticaret borsalarında ve Ticaret ve Sanayi Odalarından en önemli farkı, başkanının Yönetim Kurulu'nca seçimle değil, hükümetçe kararname ile işbaşına getirilmesidir. Böylece İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yarı demokratik bir meslek kuruluşu durumundadır. Borsa başkanı hem Yönetim Kurulu başkanı, hem de başkanlık teşkilatının başı olarak hem icra organı, hem de kamu kurumunun borsa üzerindeki sürekli denetimini sağlayan bir "kamu ajanı"dır.

TABLO-2

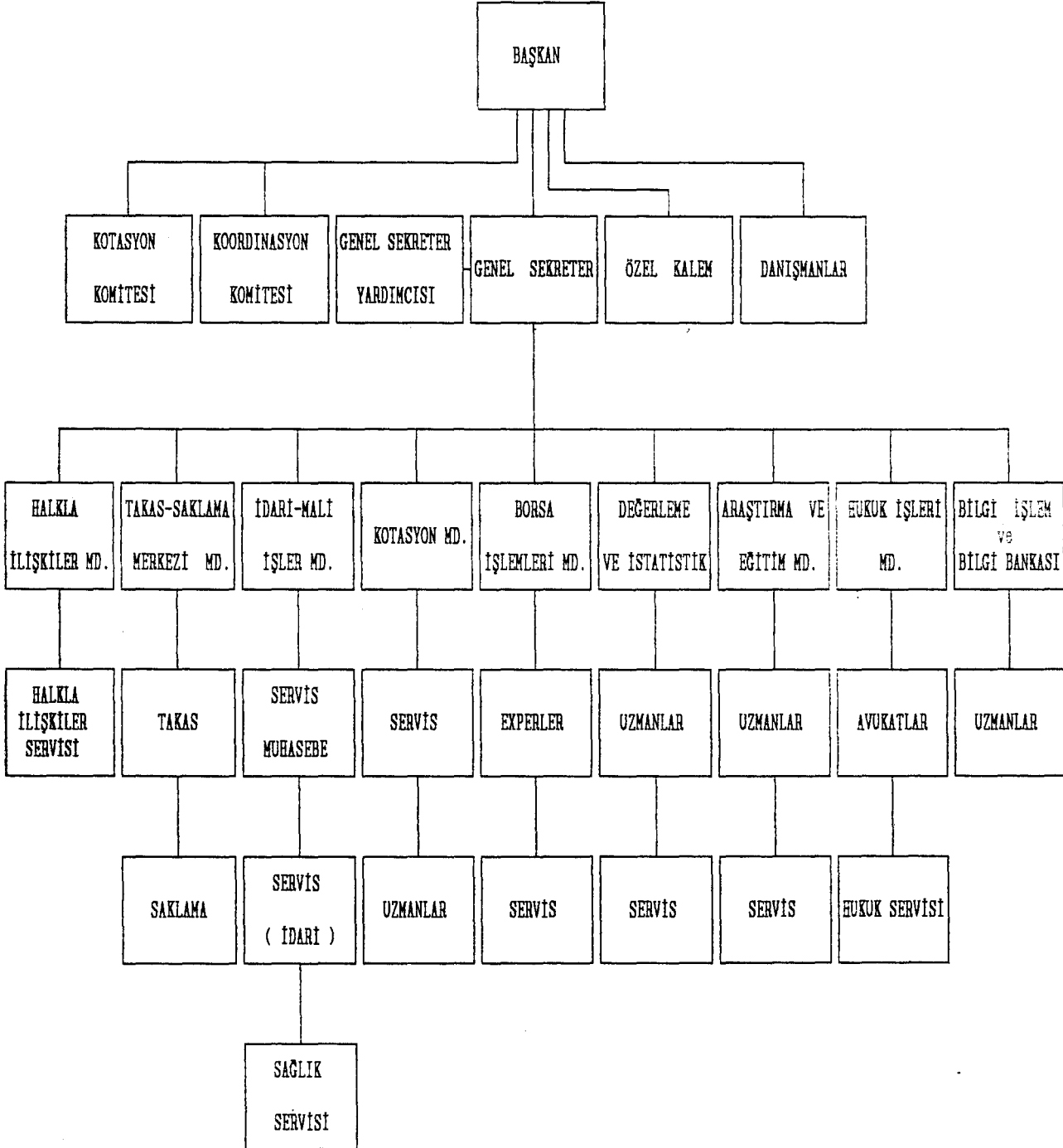
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NIN İDARİ STATÜSÜ





TABLO-3

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASININ İDARİ TEŞKİLATI



### C.3- Borsanın Denetimi

Borsa üyelerinin denetimi: Borsa üyeleri yıllık faaliyet sonuçları ile yıl sonu bilanço ve kâr-zarar cetvellerini borsaya vermek zorundadırlar. Ayrıca, hesap ve işlemleri Borsanın yetkili elemanlarınca her zaman incelenebilir. Üyeler, bu incelemelere müsaade etmek, kolaylık göstermek ve isteyene her türlü bilgiyi vermekle yükümlüdürler. (SPK m.63)

Borsaların gözetim ve denetimi: Borsaların işlem ve hesapları SPK tarafından denetlenir. Bakanlık da gerekli gördüğü borsalarda denetleme yapabilir (SPK m.63) (43).

### D- KOTASYON

Yurt dışında, hisse sendinin borsaya kote olması ile, hisse sendinin ait olduğu şirketin gerekli görülen şartları yerine getirmiş olduğu ve hisse senetlerinin borsada işlem gördüğü anlaşılır.

Ancak Türkiye'de hisse senetleri kote olan her şirketin hisse senedi, borsada işlem görmeyebilir. Ayrıca İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda sadece hisse senetleri değil, aynı zamanda tahviller ve kar-zarar ortaklığı belgeleri de kote olurlar.

Hisse senetleri kote olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesindeki şirket sayısı 31.1.93 tarihi itibarıyla 1238 iken, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası hisse senedi pazarında, hisse senetleri işlem gören şirketlerin sayısı sadece 144'tür.

---

(43) İstanbul Stock Exchange, İstanbul Stock Exchange Publication Nr.1, September 1992, p.4.

Diğer taraftan aynı tarih itibarıyla 90 şirketin tahvilleri borsa kotunda bulunmakta ve bunların tümü İstanbul Menkul Kıymetler borsası, Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü bünyesinde işlem görebilmektedir.

Borsalarda hisse senetleri, tahviller ve ilgili borsa yönetim kurulunun teklifi üzerine veya re'sen SPK tarafından belirlenecek diğer menkul kıymetler alınıp satılır. Borsada işlem görebilecek menkul kıymetlerden İstanbul Menkul Kıymetler borsası Yönetmeliği'nde belirlenen şartları taşıyanlar borsa kotuna alınır.

Bağlı ortaklıklar ve iştirakler hariç, Kamu İktisadi Kuruluşları, genel ve katma bütçeli daireler ve mahalli idareler tarafından çıkarılan menkul kıymetler, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakanlık'ın yatırım ortaklıkları hisse senetleri de Kurul'un yazılı isteği üzerine borsa kotuna alınır. Yabancı kuruluşların menkul kıymetleri ilgili bakanlığın izni ile borsa kotuna alınabilir.

Kotasyon için borsaya bir dilekçe ile başvurulur. Başvuru dilekçesine bilgi formu, bu formda istenen belgeler ve genel yönetmelikle istenen belgeler eklenir.

Bilgi formunda, ihraççı ortaklık ve borsa kotuna alınması istenen menkul kıymet hakkında yatırımcıların, sermaye piyasası kurumlarının ve yeterli bilgi edinebilmeleri için ihraççı ortaklığın mali durumu, varlıkları, yükümlülükleri, kâr ve zarar durumu ve menkul kıymetlere ilişkin haklar yer alır.

Borsa yönetimi, bilgi formunda ve izahnamede bulunan bilgilerden gerekli gördüklerinin ilanını isteyebilir. Açıklanması halinde kuruluşa zarar verebilecek hususlara ise bilgi formunda yer verilmemesine izin verebilir. Borsa Yönetim Kurulu'nca görevlendirilecek borsa görevlileri, verilen bilgilerin doğruluğunu şirket nezninde inceleyebilir.

Kota alma kararı kotasyon komitesinin karar gerekçesi gözönüne alınarak Yönetim Kurulu'nca verilir. Kota alınan menkul kıymetlere bir kot numarası verilir. Karar, borsa bülteninde ilanından itibaren 15 gün sonra yürürlüğe girer. Bu süre bir çeşit askı süresi olup, ihbar ve şikayetlerin değerlendirilmesi için öngörülmüştür.

Menkul kıymetleri borsa kotuna alınan kuruluşlar borsaya bazı standart bilgileri periyodik olarak vermekle yükümlüdürler.

- Kuruluşun faaliyet ve denetim raporları ile mali tabloları ve genel kurul tutanakları.

- Belli dönemler halinde mizanlardan çıkarılan hesap özetleri. (Seramaya piyasası kurulu tarafından yapılan düzenlemelere göre üçer aylık blanço ve gelir tabloları borsaya gönderilir. Bunlardan 6. ve 12. aylıklar bağımsız dış denetime tabidir.)

- Sermayesinin yüzde 10 veya daha fazlasına sahip olan pay sahipleri ile yüzde 10 veya daha fazlasına sahip bulunduğu iştiraklerindeki paylarında meydana gelen değişiklikler. Ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetler için kotasyon şartları:

1. Başvurunun;- İlk defa kotasyon yaptıran ortaklıklarda, başvuru tarihine kadar ihraç edilen bu tür menkul kıymetlerin tamamını kapsayacak şekilde

\* Daha önce borsa kotunda bu tür menkul kıymetleri bulunanlar tarafından ise öncekileri tamamlayacak şekilde yapılmış olması, 2. menkul kıymeti borsa kotuna alınacak ortaklığın;

\* Ortak sayısının 100'den fazla veya ödenmiş sermayesinin en % 15'inin halka arz edilmiş olması

\* Kuruluşundan itibaren en az üç yıl geçmiş olması, sermayesinin en az % 25'inin 100'den fazla kişi elinde bulunduğu belirlenmesi halinde iki yıl geçmiş olması

\* Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması

\* Başvuru tarihinden önceki ard arda iki yıl kâr etmiş olması

\* Ödenmiş ve çıkarılmış sermayesinin en az 500 milyon TL olması

\* Menkul kıymetin piyasada mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması.

Bankalar ve diğer kuruluşlarla ilgili mevzuattaki kotasyona dair hükümler saklıdır.

Ancak, menkul kıymeti borsa kotunda bulunan ortaklıkların bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımları durumunda uygulanacak yöntem Yönetim Kurulu'nca belirlenir

(21.2.1991 Tarihli 273 Sayılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetim Kurulu kararınca pazarda işlem görmekte olan şirketlerin hisse senetleri, kotasyon kriterlerini taşımasalar dahi borsa kotuna alınırlar.) (44).

31.12.1991 tarihi itibariyle, tahvilleri veya hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kot listesinde kayıtlı şirketlerin, tahvil ve hisse senedi grupları ayrı ayrı olmak üzere, sektörler arasında dağılımı, şirket sayısı, sektörlerin nominal sermaye tutarları ve buna göre nisbi ağırlıklarını gösteren tablolar aşağıya çıkarılmıştır.

Tabloların tetkikinde, tahvil grubunda nominal olarak sermayenin en fazla Makina, Motor ve Montaj, Tekstil, İlaç, Ecza Kimya ve Boya Gıda Sanayii kollarında yoğunlaştığı, hisse senetleri grubunda ise sermaye birikimi açısından Bankaların önde geldiği, bunu Yatırım Şirketleri ve Holdinglerin izlediği görülmektedir (45).

---

(44) Paratüyo Dergisi, "Menkul Kıymetlerin Borsa Kotuna Alınması", s.30.

(45) FERTEKLİĞİL, s.314.

TABLO-4

## SEKTÖRLERE GÖRE KOTASYON RAPORU,

<u>SEKTÖR ADI</u>	<u>ŞİRKET SAY.</u>	<u>TOPLAM(*1000)</u>	<u>YÜZDE</u>
<u>TAHVİLLER</u>			
SERTİFİKALAR	1		
BANKALAR	2	56.947.000	5.60
MADEN,DEMİR VE DÖKÜM SANAYİİ	16	37.070.000	3.64
MAKİNA,MOTOR,MONTAJ SANAYİİ	16	152.860.000	15.04
ELEKTRİK MALZEMELERİ SANAYİİ	7	34.900.000	3.43
ÇİMENTO VE MAMÜLLERİ SANAYİİ	3	27.500.000	2.70
CAM,PORSELEN,PLASTİK,TAHTA VE DERİ SANAYİİ	10	62.200.000	6.12
TEKSTİL SANAYİİ	16	122.300.000	12.03
MATBAACILIK SANAYİİ	9	61.500.000	6.05
İLAÇ,ECZE,KİMYA VE BOYA SANAYİİ	14	116.950.000	11.50
GIDA SANAYİİ	10	97.600.000	9.60
KAĞIT VE AMBALAJ SANAYİİ	3	12.000.000	1.18
YATIRIM ŞİRKETLERİ VE HOLDİNGLER	3	54.700.000	5.38
TİCARET VE DİĞER ŞİRKETLER	27	109.675.000	10.79
FİNANS KURUMLARI VE DÖVİZ TİCARET ŞİRKETLERİ	4	70.000.000	6.88
TOPLAM	141	1.016.202.000	99.94

KAYNAK: FERTEKLİĞİL, s.314.

## SEKTÖRLERE GÖRE KOTASYON RAPORU,

<u>SEKTÖR ADI</u>	<u>ŞİRKET SAY.</u>	<u>TOPLAM(*1000)</u>	<u>YÜZDE</u>
<u>HİSSE SENETLERİ</u>			
BANKALAR	37	10.401.693.944	32.20
SIGORTA ŞİRKETLERİ	44	752.927.183	2.33
MADEN,DEMİR VE DÖKÜM SANAYİİ	67	2.414.411.270	7.47
ELEKTRİK,GAZ VE DİĞER			
ENERJİ SANAYİİ	21	1.633.294.295	5.05
MAKİNA,MOTOR,MONTAJ SANAYİİ	84	1.514.893.827	4.68
ELEKTRİK MALZEMELERİ SANAYİİ	39	719.948.583	2.22
ÇİMENTO VE MAMÜLLERİ SANAYİİ	41	836.004.867	2.58
CAM,PORSELEN,PLASTİK,TAHTA			
VE DERİ SANAYİİ	69	1.243.463.707	3.84
KAUÇUK VE LASTİK SANAYİİ	3	187.298.724	0.57
TEKSTİL SANAYİİ	96	1.626.688.306	5.03
MATBAACILIK SANAYİİ	14	150.077.000	0.46
İLAÇ,ECZE,KİMYA VE BOYA SANAYİİ	46	808.720.374	2.50
GIDA SANAYİİ	102	705.612.880	2.18
KAĞIT VE AMBALAJ SANAYİİ	23	340.741.447	1.05
YATIRIM ŞİRKETLERİ VE HOLDİNGLER	84	5.766.093.785	17.84
TİCARET VE DİĞER ŞİRKETLER	283	2.813.457.511	8.70
FINANS KURUMLARI VE DÖVİZ			
TİCARET ŞİRKETLERİ	39	385.790.000	1.19
TOPLAM	1.092	32.304.117.703	99.89

KAYNAK: FERTEKLİGİL, s.314.



## E- BORSA İŞLEMLERİ

### E.1- Hisse Senedi İşlemleri

Istanbul Menkul Kıymetler Borsasında hisse senedi alım-satımı, üye temsilcilerinin (broker) "işlem tahtalarına" yazdığı alış ve satış emirlerini karşılama sonucu çok fiyat sürekli müzayede yöntemiyle gerçekleşmektedir.

Borsa Yönetim Kurulu'nca alınan karara göre 3.02.1992 tarihinden itibaren Küsürat işlemleri, birincil piyasa işlemleri ve küsürat işlemleri dışında kalan ikincil piyasa işlemleri, hisse senedi piyasası işlemleri adı altında gerçekleştirilecektir. Alım-satım, her hisse senedine ayrılmış bir veya birden fazla işlem tahtasında yapılır. Ayrıca işlem gören hisse senetlerinin "yeni" olarak adlandırılmış tertiplerinin bulunması durumunda hisse senedi piyasasında "yeni" hisse senetlerine işlem tahtası açılır

Istanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda alım-satımlar peşin esası üzerinden yapılır. Malın ve bedelin teslimi yönetmelikte belirtilen süre içinde yapılır (m.15). Borsada yerli ve yabancı menkul kıymetler Türk Lirası üzerinden alınıp satılır (m.18) (46).

Hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama fiyatları, değişik fiyattan ve hesaplanırken, değişik fiyattan ve miktarlardan gerçekleşen ve tescil edilen normal emirler dikkate alınır.

---

(46) Regulations of The Istanbul Stock Exchange, Istanbul Stock Exchange, November 1990, p.10.

İşlem günü sonunda, her hisse senedi için aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanan ağırlıklı ortalama fiyat olup küsüratsızdır.

$$\text{Ağır. Ort. Fiy.} = \frac{\sum (M \times F)}{\sum M}$$

M = Gerçekleşen emrin içerdiği hisse senedi miktarı

F = Gerçekleşen emrin satış fiyatı

Borsada her işlem günü, hisse senedi bazında ağırlıklı ortalama fiyat hesaplanmasıyla bir sonraki seansta o hisse senedi için alım-satımda uygulanacak fiyat ağırlığı ve fiyat adımları belirlenir. Bu hesaplamalarda hisse senedinin kapanış fiyatı yerine ağırlıklı ortalama fiyatın dikkate alındığı unutulmamalıdır.

Hisse senedi piyasasında sıkça kullanılan "Baz fiyat" ise bir menkul kıymetin işlem görebileceği en üst ve en alt fiyat limitlerinin belirlenmesinde esas teşkil eden fiyattır. Bu fiyat, o menkul kıymetin bir önceki en son işlem tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatıdır.

Her hisse senedi için, seans içinde önerilebilecek olan alt ve üst fiyatlar o hisse senedinin fiyat aralığını (fiyat değişme sınırlarını) oluşturur. Bu sınırları daha öncede belirtildiği üzere bir önceki gün ağırlıklı ortalama fiyatı kullanılarak bulunmaktadır.

Dolayısıyla herhangi bir hisse senedinin işlem günündeki fiyat aralığını bulmak için bir önceki işlem günündeki ağırlıklı ortalama fiyatını bilmek gerekmektedir. İstanbul

Menkul Kıymetler Borsası'nın hisse senedi piyasasında halen uygulanan fiyat marjı % 10'dur.

Alt ve üst sınır, hem küsürat işlemlerinde hem de küsürat işlemleri dışındaki ikincil piyasa seansında uygulanır.

Hisse senedi piyasasında işlem tahtaları alış ve satış olarak ikiye ayrılırlar. Alış ve satış kısımlarının altında üye, adet ve fiyat alt başlıkları bulunur. Üye yazılan yere işlem yapan üyenin üç harften oluşan üye kodu yazılır. İşlem yapan üye aracı kuruluşun üye kodunu yazarak işlem yapar.

Borsa üyelerine müşteri tarafından verilen alım-satım emirleri "müşteri emirleri", olarak adlandırılır. Müşteri emirlerinde alım-satım fiyatları iki türlü belirlenir.

a- Limitli müşteri emrinde, emri veren alıcı, işlemin gerçekleşmesi için kabul ettiği en yüksek fiyatı, satıcı ise satmaya razı olduğu en düşük fiyatı belli eder. Bu şekilde belirlenen fiyatlara "limit fiyatı" denir.

b- Müşteri verdiği emirdeki fiyatı belirleme konusunda üyeyi serbest bırakmak istediğinde "serbest fiyatla" ibaresini taşıyan emri verir.

Emirler üyeler tarafından borsaya intikal ettirilerek borsa emrine dönüşür.

Borsada işlem gören hisse senetlerinin Türk Lirası nominal değeri vardır. Bu nominal değerlerin 1000 TL.'ye bölünmesi ile o hisse senedinin kaç adedine sahip olunduğu belirlenebilir.

Bosada emirler tahtalara çok ender durumlar dışında ne nominal nede hisse miktarı olarak yazılır. Emir yazımında genellikle işlem birimi olan "lot" kullanılır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yönetim kurulu hisse senetlerinin birincil ve ikincil piyasalarda, 9 Aralık 1991'den itibaren bir lot'un 1.000.000 TL. nominal değer (1000 adet) olarak uygulanmasını kararlaştırmıştır (47).

Hisse senetleri işlem tahtalarına üç çeşit emir yazmak sözkonusudur.

- Normal Emir : İşlem birimi halinde verilmiş, küsüratsız tam olarak bir lot ve katlarından oluşan emitlerdir. En fazla 100 lot olabilir.

- Küsüratlı Emir : İşlem biriminin içerdiği hisse senedi sayısından daha az miktarda hisse senedini temsil eden ve işlem tahtalarına hisse senedi sayısı olarak yazılan emirlerdir. Bunlara lot altı emirler de denir. Küsüratlı emirler ellerindeki hisse senetlerini lot'a veya katlarına tamamlamak isteyen yatırımcılar için yararlıdır.

- Özel Emirler : Yazılan emrin içerdiği hisse senedi miktarı borsa tarafından belirlenen baz fiyatla çarpıldıktan sonra çıkan bedel 2 milyar TL.'nin üzerinde ise bu emirlere özel emir denir. Kurucu ve imtiyazlı hisse senetleri özel emir olarak yazılırlar. Bir özel emrin zaman önceliği kazanabilmesi için fiyatının ve ihtiva ettiği hisse senedi

---

(47) Aylık bülten, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayını, 4 Aralık 91, s.3.

sayısının aynı olması gerekir (48).

Hisse senedi işlemlerinde, emir yazımlarında üç tür öncelik kuralı bulunmaktadır ; Fiyat önceliği, zaman önceliği ve müşteri önceliğidir.

**Fiyat önceliği kuralı :** Bu kurala göre, alış emirlerinde en yüksek fiyatlı, satış emirlerinde ise en düşük fiyatlı emrin önceliği vardır.

**Zaman önceliği kuralı :** Fiyatları aynı olan emirler arasında seçim yapılmasını sağlayan bu kural tahtaya da yazılı aynı fiyatlı emirlerden daha üst satıra yazılmış olanın ilk olarak gerçekleşmesidir.

**Müşteri emri önceliği :** Fiyat ve zaman önceliği açısından eşitliğin sözkonusu olduğu emirler arasından müşteri emirleri borsa emirlerinden önce gerçekleşir.

**Lot altı işlemler (küsürat işlemleri) :** Borsada işlem gören hisse senetlerinin, bir lot'un altında kalan miktarlarının borsa seansları haricinde ve borsanın izin verilen yetkili üyelerinin kendi iş yerlerinde küçük tasarruf sahiplerince alım-satımının yapılmasıdır. Lot altı işlemler 20 Ekim 1990 tarihinde başlatılmıştır.

Borsa seans işlemleri ile lot altı işlemlerinin en belirgin farkı, seans işlemleri yapılırken genellikle hisse senedi işlem fiyatı bilinmezken lot altında yatırımcılar üyelerce ilan edilen alım-satım fiyatlarını bilerek karar verirler. Diğer bir fark da borsa seansında, işlemler lot ve lot'un katları ile yapılırken lot altı işlemler bunun

---

(48) FERTEKLİGİL, s.328.

altındaki miktarlarda yapılmaktadır. Borsa seansında üyeler kanalıyla işlemler gerçekleştirilirken, lot altında yatırımcılar doğrudan işlem yapabilirler (49).

**Birincil piyasa işlemleri :**

a- Hisse senedi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk defa işlem görecek ortakların birincil piyasası

- Hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş olan ortaklıkların (ortak sayısı 100'den az) veya bankaların hisse senetlerinin, hissedarlar tarafından halka arz edilmesi,

- Hisse senetleri daha önce halka arz edilmiş (ya da ortak sayısı 100'den fazla) olan ortaklıkların hisse senetlerinin hissedarlar tarafından halka arz edilmesi,

- Sermaye piyasası kurulunun kaydına girmiş ancak borsada işlem görmeyen kayıtlı sermaye sistemine tabi olan ortaklıkların nakit karşılığı sermaye artırımları yoluyla halka arz edilmesi,

- Ortaklığı kuruluş aşamasında, hisse senetlerinin halka arz edilmesi (vakıf yatırım ortaklığı).

Hisse senetleri halka ilk defa arz edilecek ortaklıkların, birincil piyasaları yer itibariyle, borsa içinde veya borsa dışında arz edimleri mümkündür.

b- Hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmekte olan ortaklıkların birincil piyasası,

- Kayıtlı sermaye veya esas sermaye sistemine tabi olan ortaklıkların sermaye artırımlarında yeni pay alma haklarının kullanımı sonrası arta kalan payların satışı da birincil

---

(49) Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s.141.

piyasanın konusunu oluşturur. Bu hisse senetleri sermaye piyasası kurulu'nun kaydına alındıktan sonra borsada satılabilir. Kullanılmayan rüçhan hakları sonrası kalan hisse senetleri, şirketin aynı tip hisse senedinin borsa değerine yakın bir fiyattan işlem görürken, satışa genellikle 1 ay süre verilir.

**Bloke satış** : Bir şirketin ödenmiş sermayesinin en az % 20'sinin borsada satılmak istenmesi durumunda sözkonusudur. Bloke satış normal seans içinde gelirse, o şirket için seans durdurulur ve satışı bir süre ertelenir. Bloke satışta satılacak hisse senedi miktarı sabittir. bölünemez. Bloke satışa genellikle iki gün verilir. Satış gerçekleşmezse ileriki bir tarihe ertelenir.

#### **İşlem Miktarı-İşlem Hacmi:**

Borsada işlem günü, hisse senedi bazında işlem miktarını hesaplayıp, yayınlar. Bu miktar her işlem tahtasında alınıp satılan hisse senedi miktarını gösterir.

İşlem tahtasında gerçekleşen bu emir içerdiği hisse senedi sayısı işlem fiyatıyla çarpılıp, o hisse senedinin **işlem hacmi** bulunur. Ayrı Ayrı tahtaların işlem hacimleri; borsanın toplam işlem hacmini oluşturur. 1986 yılından itibaren borsada yapılan işlemlerin hacim ve miktarı aşağıda gösterilmiştir.

TABLO-5

## HISSE SENETLERİ İŞLEM MİKTARLARI

YIL	Toplam İşlem Hacmi (Milyar TL)	İşlem Miktarı (Milyon Adet)	İşlem Gören Şirket Sayısı
1986	8.7	3	80
1987	105.0	15	82
1988	149.0	32	79
1989	1.736.0	238	76
1990	15.313.0	1.537	110
1991	35.487.0	4.531	134
1992	56.339.0	10.285	145
1993	41.090.0	6.835	145

KAYNAK: Banka Ekonomik Yorumlar Dergisi , Ocak 1994

: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bülten ,  
Ocak 94

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk açıldığı 1986 yılında 3 yatırım ve kalkınma, 22'si ticari olmak üzere 28 banka aracı kurum ve 2 komisyoncu toplam toplam 36 üyesi bulunmaktaydı. 1986 yılında yatırımcılara açılan şirket sayısı 80 iken 1987 yılında bu rakam 82 ye yükselmiştir. İşlem hacmi ise 8.7'den 10 kattan fazla bir artışla 105 milyar TL. olmuştur. İşlem miktarı 5 kat artarak 15 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. Yeni bir faaliyet alanı olması 86-87 yılları arasında hisse senetleri işlem hacmi ve miktarında hızlı bir artış kaydetmiştir.

88'de yaşanan yüksek faiz politikası enflasyon oranının artması, buna paralel olarak da işlem gören şirket sayısı 79'a düşmüştür. İşlem hacmi ve miktarında hızlı bir artış görülmemektedir. % 41'lik bir artışla işlem hacmi 149 Milyar TL. olmuştur.



89'da döviz ve altın piyasasında yaşanan durgunluk mevduat faizinin düşme eğilimi ve Türk Sermaye Piyasasına yabancıların girmesi işlem hacmi ve miktarının bir önceki döneme göre daha hızlı bir şekilde artırmış, işlem hacmi % 1065'lik bir yıllık değişme oranı ile 1 trilyon 136 milyara ulaşmıştır.

Sıcak savaşın başladığı 91 yılı hisse senetleri açısından hafif dalgalanmalara neden olmuş, işlem hacmi 35 milyar olurken işlem miktarı ise 4 milyon 531 bin adettir. Bunda, Körfez Krizinin ve sıcak savaşın yanısıra yatırımcının belirsizlikler nedeniyle altın ve döviz piyasasına yönelmesini gösterebiliriz.

13 Mayıs 1992 yılında yürürlüğe giren K.H.K. çıkması ile sermaye piyasasına, varlığa dayalı menkul kıymetler ile oydan yoksun hisse senetleri gibi yeni yatırım araçlarının girmesi sağlandı. Yatırım fonlarının belirleyicilik kazanması, piyasada nakit akış durumu, yıl içinde hisse senetlerini etkilenen olurken, yıl işlem hacmi ve miktarındaki küçük oynamalarla kapandı. Yıl sonu itibarıyla işlem hacmi 56 Trilyona, işlem miktarı 10 milyara ulaşırken işlem gören şirket sayısı 145 civarındadır.

93 yılı borsa yılı oldu. Özellikle A Tipi yatırım fonlarının borsada işlem görmeye başlaması ile hükümetin borsayı destekleyici kararlar vermesi, 92'de alternatif yatırım araçlarında aradığını bulamayan yatırımcıyı borsaya yöneltmiş ve işlem hacminin % 455 artmasına, işlem miktarının da % 350 dolayında bir artış kaydetmesine neden olmuştur. Yıl

sonu itibariyle işlem hacmi 255 trilyon, işlem miktarı ise 35 milyar adet dolayında gerçekleşirken, şirket sayısı 160'dır.

## E.2- Menkul Kıymet Piyasası işlemleri

Menkul Kıymetler piyasası bünyesinde Haziran 1991'de kurulmuş yeni bir piyasadır. Bu piyasanın kuruluş amacı hisse senedi dışındaki menkul kıymetlerin ikinci el piyasa işlemlerinin düzenli bir biçimde ve rekabet şartları içinde gerçekleşmesini sağlamaktır. Bu piyasanın kurulması ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki piyasa sayısı 2'ye çıkmaktadır (50).

Menkul kıymetler piyasasında özel sektör tahvilleri, devlet sektörü tahvilleri, bono ve gelir ortaklığı senetleri işlem görmektedir.

Menkul kıymetler piyasasından tahvil alım ve satımları İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın yetki verdiği banka ve aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasında en az alım-satım tutarı, nominal olarak hem kamu hem de özel sektör menkul kıymetleri için 500.000.000 TL. dövize endeksli menkul kıymetler için 1000 döviz birimidir. Nominal tutar tahvil, bono ve gelir ortaklığı senetlerinin vade sonunda ödeyeceği ana para toplamıdır.

Menkul kıymetler piyasasında işlemler telefon, bilgisayar ve Reuters ekranları aracılığı ile

---

(50) Menkul Kıymetler Piyasası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, Mart 1991, s.3.

Menkul kıymetler piyasasından tahvil alım ve satımları gerçekleşirilecektir. Borsa üyesi banka ve aracı kurumlar yatırımcıların veya kendi emirlerini borsaya ileteceklerdir. Gelen emirler bilgisayarla değerlendirilecek en iyi emir ekrana yansıtılacaktır. Ekrana yansıtılan emri gören diğer üye yine telefonla ilgili birimi arayıp var olan emre karşıt emrini bildirecektir.

Gelen alım ve satım emirlerinde fiyatla uyuşanlar otomatik olarak karşılaşacak. en son işlem fiyatı, miktarı ve tarihi yine Reuters ekranlarında görülebilecektir. Gerçekleşen işlemle ilgili bir teyit fax'ı aynı anda işlemin taraflarına ve takas merkezine gönderilecektir.

### E.3- Takas ve Saklama İşlemleri

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Takas işlemleri. para ve mal takası işlemlerinden oluşur.

**Para Takası :** Borsa üyeleri takas borçlarını borsanın anlaşma yaptığı banka nezdindeki takas hesabına öderler. Normal satışlarda Takas Merkezi, takas hesabından, bankadaki üye hesaplarına belirli saatlerde, belli kurallar çerçevesinde virman yaptırarak, bilgisayardan elde edilmiş olan ödeme listesine göre, üye alacaklarının ödenmesini sağlar.

Takas bedelleri saatinde ödenmemişse temerrütle ilgili kurallar, temerrüt fonu hesabı, temerrüt cezaları uygulamaları devreye girer.

**Kıymet Takası :** Üyeler yaptıkları işlemler sonucunda

teslim etmeleri gereken menkul kıymetleri Takas merkezine kıymet olarak veya saklama kasasında bulunan kıymetlerinden virman yapmak suretiyle teslim ederler.

İşlemin yapılmasını izleyen gün belli saate kadar teslim edilmeyen kıymetler yerine, Takas Merkezi, mevcut stokundan teslimde bulunur ve temerrüt hali dolayısıyla sorumlu üyeye temerrüt cezası tahakkuk ettirilir.

Temerrüde düşen üyenin Takas Merkezi ile olan işlerinde aksamalar meydana geldiği gibi, bazı hallerde temerrüt cezasından başka, üye hakkında disiplin kovuşturması da yapılır.

Ülkemizde kurulan bu sistemin geliştirilmesi ve borsa düzenine olan güvenin artması için, üyelerin hem takas merkezi, hem de yatırımcılarla olan ödeme işlerinde yeterli titizliği göstermeleri gerekir. Bu da, iyi bir denetimle sağlanabilir.

#### F- Endekslleme

Endeks bir veya daha fazla değişkenin zaman, mekan ve diğer özelliklere göre gösterdiği farklılıkların ölçüsüdür.

Endeksler, zaman içinde bir süreklilik gösterir ve dolayısıyla karşılaştırabilme imkanı sağlarlar. Böylece endekse konu olan değişken ve değişkenlerin yönü, değişimi ve gidişi belirlenebilir.

Bunun için endeksin, incelenmek istenen olayı temsil etmesi gereklidir. Farklı veya aynı zaman dilimi içindeki iki veya daha fazla değişkeni karşılaştırma imkanı sağlarken,

geleceği tahmin aracı olarakda kullanılır. Endeksler, iktisat, işletme ve sosyal olaylardaki bir ilişki olup olmadığı hakkında fikir de verirler.

Hisse senedi piyasasının genel göstergesi olan fiyat endeksleri, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak "piyasa performansı" hakkında genel bir bilgi verir.

Fiyat endeksleri üç şekilde hesaplanır ;

- Aritmetik ortalama formülü ile,
- Geometrik ortalama formülü ile,
- şirketlerin piyasa değerleri ile.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda endeks kapsamında olan hisse senetlerinin fiyatları kullanılarak altı ayrı endeks hesaplanmaktadır. Kapanış fiyatları kullanılarak bileşik, mali, sınai endeksleri, ağırlıklı ortalama fiyatları kullanılarak hesaplanan sınai, bileşik, mali endeksler.

İstanbul Menkul Kıymetler borsası'nın hisse senedi piyasasında hesaplanan endekslerin hepsi aynı geçmişe sahip değildir. En eski endeks kapanış fiyatları kullanılarak hesaplanan bileşik endeksdir. Bu endeksin baz değeri Ocak 1986 tarihi itibarıyla 100'dür. 26 Ekim 1987'den günlük olarak hesaplanmaktadır.

Günümüzde bütün İstanbul Menkul kıymetler Borsası endeksleri, endeks kapsamındaki toplam cari piyasa değerinin halka açık kısımların baz dönemindeki toplam piyasa değerine bölünüp, baz değeri ile çarpılmasıyla hesaplanmaktadır.

Formül şöyledir ;

$$\text{IMKB Endeksi}_g = \frac{\sum_{i=1}^n F_{i,g} \times \text{HS}_{i,g} \times \text{HAO}_{i,g}}{\sum_{i=1}^n f_{i,b} \times \text{HS}_{i,b} \times \text{HAO}_{i,b}} \times \text{Baz Değer}$$

- n = Endekse dahil olan şirket sayısı
- i = 1'den n'ye karar değer atanan değişken
- g = Endeksin hesaplandığı gün
- b = Baz
- IMKB Endeksi<sub>g</sub> = 'g' günündeki İMKB Endeksi
- F<sub>i,g</sub> = i'nci şirkete ait hisse senedinin 'g' günündeki Fiyatı (F)
- HS<sub>i,g</sub> = i'nci şirkete ait hisse senedinin 'g' günündeki Toplam hisse senedi (HS) sayısı
- HAO<sub>i,g</sub> = i'nci şirkete ait hisse senedinin 'g' günündeki halka açıklık oranı (HAO)
- F<sub>i,b</sub> = i'nci şirkete ait hisse senedinin baz (b) dönemindeki Fiyatı (F)
- HS<sub>i,b</sub> = i'nci şirkete ait hisse senedinin baz (b) dönemindeki Toplam hisse senedi (HS) sayısı
- HAO<sub>i,b</sub> = i'nci şirkete ait hisse senedinin baz (b) dönemindeki halka açıklık oranı (HAO)

Aşğıdaki tabloda 1986 yılından buyana kapanış fiyatlarından hesaplanan bileşik endeks görölmektedir.

TABLO-6

KAPANIŞ FİYATLARINDAN HESAPLANAN İSTANBUL MENKUL KIYKETLER  
BORSASI ENDEKSLERİNİN AY SONU DEĞERLERİ  
TL Bazında Bileşik endeks

	OCAK	İUBAT	MART	NISAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK
1986	100.00	119.87	115.75	112.15	115.13	115.43	121.45	138.60	146.67	150.24	160.31	170.86
1987	216.90	260.76	245.83	269.40	394.79	446.31	1012.10	1149.03	1029.25	786.38	890.61	673.00
1988	857.74	721.03	635.27	553.98	553.07	468.90	492.88	428.06	455.22	404.12	405.84	373.93
1989	379.74	487.09	465.90	533.62	653.95	795.88	701.43	875.98	1475.26	1664.01	1507.54	2217.66
1990	3641.25	3516.12	3294.31	3308.23	3652.08	4132.98	5384.48	4939.23	5085.15	4570.44	3258.96	3255.75
1991	4213.48	5102.57	4519.95	3554.25	626.35	3587.36	3041.44	3301.29	2937.64	2746.84	4058.47	4369.15
1992	4926.19	3664.36	4076.62	3686.37	3297.36	4407.23	4264.13	4157.83	3976.40	3642.70	3780.24	4004.18
1993	4383.01	5923.61	5864.17	7807.64	8375.75	10778.87	10077.62	12357.02	15075.87	14500.69	18977.16	20662.09

Kaynak: İMKB Aylık Bülten, Ocak 1994.

Tablo 3'e göre borsanın ilk yıllarında borsa kotunda 350 şirket bulunuyordu. 1986 Yılıının başında 100 olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Endeksi ufak iniş-çıkışlarla, Aralık sonu itibariyle 170'e gelmektedir.

1987 Temmuz ayına gelindiğinde Borsa Bileşik endeksi dörtlü rakamlarla ifade edilmeye başlanmıştır. Bu sene içinde sermaye piyasasının diğer yatırım araçlarını devreye sokması ile Temmuz endeksi 1012.10 oluyor, 1987'nin Ağustos ayında Türk lirasının konvertibilitesine yönelik atılan adımlardan biri olan döviz büfelerinin açılması endeksin grafiğini yükseltmektedir. Kamunun ortak olduğu yada özel bir şirketin hisse senedinin belirtilen tarihten önce satılması çok yaratıyor ve endeks hızlı bir şekilde yükselişini sürdürüyor. Herkesin hisse senedine koştugu bu dönemler için aylar ve boğalar deyimi yerleşmiştir (51).

1988 borsa açısından ölü bir dönemdir. 4 Şubat kararları ile yüksek faiz döneminin başlaması endeksin dalgalanmasına yol açmıştır. Endeks yılı 373 puanla kapatmıştır.

1989 yılında ise yatırım araçlarının çeşitlenmesi ve Türkiye fonu kuruluş çalışmalarına ağırlık verilmesi borsayı hafif de olsa canlandırmıştır. Borsa yılı 2217 puanla kapatmış ve kote edilmiş şirket sayısı 730 adet yükselmiştir.

1990'da 15 trilyon işlem hacmine ulaşan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası endeksi, dövizin kısmen patlaması ve faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle 3200 seviyesine inmiştir.

1991'e 4200 seviyesinde endeksle giren borsa Irak-ABD arasındaki savai nedeniyle ekim ayı endeksi 2700 seviyesine inmiştir. Bu arada savaşın verdiği tedirginlikle altın cazip hale geliyordu.

---

(51) Trend Dergisi, "Borsada Belirsizlik Hakim", 6 Şubat 94, s.80.



1992 yılında endeks dalgalı bir dönem geçirmiştir. Aralık sonu itibariyle endeks 4200 de kalmıştır. Merkez bankasının dövizle yönelik politikası, yatırım fonlarının belirleyicilik kazanması ve bankaların dövizle yönelik pozisyonları hisse senedinden erken olurken, endekste küçük dalgalanmalarla kapandı. Ancak hisse senedi yatırımcısı tarafından 1992 verimsiz geçti. Yıl sonunda endeks 4004 puandı.

93 Yılı borsanın adete doğduğu yıl oldu. 91ve 92'de alternatif yatırım araçlarından, dövizde aradığını bulamayan yatırımcı borsaya dönüş yaptı ve yılın ortalarına doğru endeks 10000 sınırını aştı. A tipi fonların borsayı destekleyen bir hızla yükselmesi ve bu fonlar sayesinde piyasaya para girmesi kurumsal yatırımcıye borsaya çekmiş 93 Aralık sonu itibariyle endeks 20000 civarına yükselmiştir. Aşağıdaki tabloda İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının açıldığından bu yana gerçekleşen bileşik endeks grafiği ay sonu değerleri üzerinden gösterilmiştir.

Grafikten de anlaşılacağı üzere 87 ve 88 arasında büyük artışlar kaydedilmiş, 90-91 yıllarında gerçekleşen artışlar enflasyonun altında kalmış ve düşük bir hızla gerçekleşmiştir. 93 yılı borsanın en yüksek endeks değerlerine sahip olduğu ve hızlı bir yükseliş kaydettiği yıl olmuştur. 94 Ocak tarihi itibari ile 20000'lerin üzerine çıkmıştır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASININ SORUNLARI,

#### ÇÖZÜM YOLLARI VE TÜRK EKONOMİSİNDEKİ ÖNEMİ

##### I- Sorunları ve Çözüm Yolları

##### A- Fiziki Sorunları ve Çözüm Yolları

A.1- Yerleşim Sorunu ; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın, kuruluşunda bir binaya sahip olmaması ve yerleşme hususunda büyük güçlüklerle karşılaşması, muhakkak ki gelişmesi üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Devlet Bakanlığının ve Başbakan yardımcılığının 19 Ekim 1984 tarihli onayı ile kurulması ile karar verilen borsaya Bahçekapı'daki Türkiye İş Bankası şubesinin üst katı kuruluş çalışmaları için tahsis edilmişti. Borsanın hazırlıkları bitmek üzereydi ve engeç yıl sonuna kadar borsanın çalışmasına elverişli bir yer bulunması gerekiyordu. Bunun için en uygun yerin eski borsanın yıllardan beri faaliyette bulunduğu 4. Vakıf Han olduğu düşünülüyordu. Fakat eski borsa ile bina sahibi vakıflar idaresi arasında kira nedeniyle çıkan anlaşmazlık yüzünden meclis işgal ettiği yeri boşaltmış ve hazineye ait bir binaya nakletmişti. Vakıf için, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanlığınca, Vakıflar Genel Müdürlüğü ile yapılan temaslardan olumlu sonuç alınamamıştır.

İlk aşamada borsanın yerleşmesine elverişli ve merkezi yerde bulunan eski Emniyet Sandığı binasına karar verilmiş. Binanın ikinci ve üçüncü katları borsaya tahsis edilmiştir. 26 Aralık 1985 tarihinde borsa bu binada resmi bir törenle açılmış ve faaliyete başlamıştır. Bu olay SPK'nın IV/11

sayılı tebliği ile " İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI 26 ARALIK 1985 Tarihinde faaliyete başlamıştır " şeklinde resmi gazetede ilan edilmiştir (52).

Fakat yer bakımından güçlükler ortaya çıkmıştır. Borsa işlem salonu, sayıları giderek artan üyelerin ve borsa eksperlerinin çalışmalarını güçleştiriyordu. Üstelik ilk hevesle yatırımcıların seans salonuna kabul edilmesi ayrıca sıkıntı yaratıyordu. Borsanın kendine yeni bir yer araması gerekiyordu. Bununla birlikte İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, iki yıla yakın bir süre çalışmalarını bu binada sürdürmüş, yavaş yavaş kendini kabullendirmiş ve gelir kaynaklarını geliştirmeye başlamıştır.

1987 yılında geçici bir çalışma mahalli olarak taşınılan Eren Han başlangıçta büyük bir ferahlık sağladıysa bile, borsanın fonksiyonları geliştikçe, faaliyet hacmi, personel kadrosu arttıkça bu ferahlık yerini zamanla sıkıntıya bırakmıştır. 1991 yılında çözüme bağlanan borsa salonu, yatırımcının içeri girmesi yasaklandıktan sonra bile yetersiz kalmıştır. 1992 başlarında ofis üyelerine yer temini için Eren Han'ın yanında bulunan diğer binalardan da mekanlar kiralamaya çalışılmıştır. Herşeye rağmen 1993 yılı başlarında borsanın yerleşim sorunu hayli sıkışık durumdadır.

1991 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, tarafından İstinye sırtlarında daha evvel kongre binası olarak yapımına başlanan ve yarım bırakılan bina satın alınmıştır ve halen inşaat devam etmektedir. Kaba

---

(52) FERTEKLİGİL, s.288

inşaatın bitmiş olmasına rağmen inşaatın yapıyı değiştirmeden borsanın ihtiyaçlarını karşılayacak şekle uyarlanmasına çalışılmaktadır. Aslında sözkonusu mahal klasik imajında, kurumun iş ve finans merkezlerinde yerleşmiş olması şartlara cevap vermekten uzaktır. Nevarki telekominikasyon ve bilgisayar teknolojilerindeki hızlı gelişmeler dolayısıyla artık menkul kıymet borsasının, mutlaka şehrin merkezi yerlerinde bulunması zorunluluğu kalmamıştır. Şehrin ulaşım ilişkisi iyi tesis edilmiş bir çevre bölgesinde yerleşmeside fazla bir sakınca yaratmayabilir. Yeter ki telekominikasyon açısından iyi donatılmış olsun. Görünen odur ki İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 'sı sıradan bir binaya değil, çoğu batı ülkelerinde olduğu gibi, bir borsa sanayi'ne sahip olacaktır. Özellikle borsa salonunun tümüyle uluslararası standartlarda salon olarak dizayn edilmesi, borsanın işlem hacmini genişletecektir. Borsa çevrelerinden edinilen bilgiye göre inşaatı sürmekte olan binanın öncelikle işlem salonuyla ilgili kısmının bitirilmesine çalışılmaktadır. Borsanın, tümüyle taşınmasının en erken 94 sonunda olacağı bildirilmektedir.

A.2- Telekominikasyon Sorunu ; Borsalarda eskiden beri yatırımcılarla, üyelerle, basınla ilişki ihtiyacını karşılamak için kullanılan en klasik iletişim aracı telefondur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'da hat ve cihaz olarak telefon imkanı faaliyette birlikte genişlemiştir. Günlük borsa işlemlerinin sonuçları ise

basına fakslarla iletilmekte bu da haber ve bilgi dağıtımını geç vakitlere bırakmaktadır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yurt içinde ve yurt dışında, bilgi dağıtımını için yapılan anlaşmalar gereğince Reuters, Teletext, Veritel gibi uluslararası bilgi dağıtım firmalarından yararlanılmaktadır.

Bilgisayar teknolojisi, günümüzde modern toplumlarda hemen her faaliyet alanına girmiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda da bu yönde SPK ile ortak çalışmalar sonucu ELİT sistemiyle birlikte 3 Aralık 93'de otomasyona kısmen de olsa geçiş sağlanmıştır. Bu olay borsamızı dünya borsaları standartlarına erişmesi yönünde attığı en büyük adımlardan biridir.

Bu sistemin alış-satış işlem hacmini ve likiditeyi artıracığına ve zaman kaybının önüne geçeceğine kesin gözle bakılmaktadır. Ayrıca 1992 yılı içinde kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Takas Saklama AŞ.'nin işlem gören ve görececek olan her türlü menkul kıymetin takas ve saklama işlemlerini yapacak olması, fiziki tedavülden kaynaklanan riski (çalışma, kaybolma, sahtecilik v.b.) en aza indirmiş. Şirket bu yönüyle sermaye piyasasında bir güven unsuru haline gelmiştir (53). Dünya borsaları ile entegrasyon aşamasında olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası açısından 14 Temmuz 1994'de uygulamaya geçilen çift seans, T+2, sistemi özellikle takas işlemlerinde sorun yaratan teyit problemlerini, para transferindeki gecikmeleri önleyecek

---

(53) Finans Dünyası Dergisi, "94 'de Türkiye". Mayıs 94, s.53.

gereksiz temerrütleri ortadan kaldıracaktır.

## B- EKONOMİK SORUNLARI VE ÇÖZÜM YOLLARI

Borsanın ekonomik sorunlarını personel ve idari giderlerini karşılamadaki sorunları olarak düşünmememiz gerekir. Çünkü borsa bu giderlerini karşılayacak, kendi ihtiyaçlarını finanse edecek durumdadır.

Ekonomiyi bir vücuda benzetecek olursak borsaya da bu vücudun kalbi diyebiliriz. Eğer bu vücutta bir dengesizlik meydana gelecek olursa kalbe de zarar verir, yorar ve zamanla çalışamaz hale getirir. Bu durum borsa için de böyledir. Ekonomideki dengesizlik giderilmediği sürece borsanın işlevliği sarsılır.

Özellikle ekonominin son yıllarda içine düştüğü durgunluk, bir türlü önlenemeyen enflasyon ve bununla ilişkili olarak borsa üzerinde olumsuz etkiler yaratan daha kârlı alternatif yatırım imkanlarının varlığı ve özellikle döviz-faiz kısıncı gibi olumsuzlukların borsa üzerine etkilerini azaltmak için SPK tarafından mevzuat ve uygulamadaki düzenlemelerde, yenilikler getirilmiştir. Böylece 13 Mayıs 1992'de Resmi Gazete'de yayınlanan, kısa adıyla "Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına" dair 3794 sayılı kanunla önemli bir adım atılmıştır ve bu kanun borsayı dolaylı olarak da etkilemiştir. Kanununun 30. maddesi ile borsanın idari ve mali özelliği geliştirilmiştir. Aynı zamanda bu kanunda kambiyo ve kıymetli maden borsası kurulmasına ilişkin hükümlere yer

verilmiştir.

Öte yandan vadeli piyasa, opsiyon piyasa, borsa dışı piyasa imkanları genişletilmiş, repo, açığa satış ve kredili menkul kıymet satışı gibi yeni yöntemler ve işlem şekilleri getirilmiştir.

Kanunla aracı kurumları çeşitlendirmek ve yeni senet türleri ihdas edilmekte, temettü ve bedelsiz hisse senedi dağıtımında borsa işlemlerinde güçlük yaratan eski-yeni farkının ortadan kaldırılması sağlanmak istenmiştir.

Kanun aynı zamanda yatırımcını korunması için, kamuyu aydınlatma ve mali tabloların bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetimi ilkeleri gibi hükümleri de getirmiştir (54).

Amaç ekonomik istikrarsızlığın yatırımcı üzerindeki güvensizlik etkisini hafifletip yatırımcıyı borsaya ve diğer sermaye piyasası araçlarına yöneltip ekonomik gelişmeyi bu piyasada canlandırmaktır. Yalnız kanuni ve idari düzenlemeler yeterli olmamaktadır. Daha evvel de belirtildiği gibi ekonomik istikrarının sağlanması ve hisse sendi piyasasının döviz-faiz kısılacının belirsizliğinden kurtulması gerekmektedir.

O halde ekonomideki bu dengesizlikleri gidermek, yatırımcının piyasaya güvenini sağlamak ve bu sayede hisse senedi piyasasına taze para akışını sağlamak için neler yapılmalıdır?

---

(54) Menkul Kıymetler Borsasının Türk Ekonomisindeki Yeri, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, İstanbul, 1992, s.46-47.

Türk ekonomisine genel bir açıdan baktığımızda hâla en büyük arz ve talebi devletin oluşturduğunu görmekteyiz. Bu da serbest piyasa koşullarının uygulanmasını engellemektedir. Bugün piyasa ekonomisinin en iyi işlediği yer İstanbul Menkul Kıymetler Borsasıdır. Fakat burada da devletin kağıtlar üzerindeki etkisi görülmektedir. Özellikle % 10 ve daha az bir kısmını halka arz etmiş olan KİT'lerin borsada işlem gören kağıtlarının büyük bir bölümünün KOİ tarafından elinde bulundurulması bu kağıtlar üzerinde gerçekçi bir fiyat oluşumunu engellemektedir. Bir an evvel özelleştirmenin yapılması gerekmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın gelişimi,devletin ekonomideki etkinliğinin azalması ve enflasyonist baskıyı artıran KİT'lerin özelleştirilmesi ile sağlanmalıdır.

Hükümetin bir yılı aşkın süredir özelleştirme ile ilgili yaptığı çalışmaları ve bunların halka aktarılması, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 93 yılı başından bu yana süren hızlı yükselişlerin bir nedenidir. Özellikle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda şu anda işlem gören % 10 ve daha az kısmı halka arz edilmiş KİT'lerin özelleştirme kotunda olmaları yerli ve yabancı yatırımcıyı canlandırmış ve borsa endeksinin 20.000 seviyesinin üstüne tırmanmasına neden olmuştur (55).

Aşağıdaki tabloda 1986'dan bu yana halka arzında bulunduğu bloke satış ve değişik oranda hisseler yoluyla halka arz yoluyla özelleştirilen şirketler ve dolar bazında

---

(55) Finans Dünyası Dergisi "94 'de Türkiye". s.53.



değerleri gösterilmiştir.

Ekonomide borsanın dengeleyici unsur olması gerekir. Bunun için de borsanın kurumsal bir tabana oturması lazımdır. Batıya baktığımızda borsaya büyük ölçüde fon akıtan, sigorta, emeklilik kuruluşları bulunduğu görülmektedir. Oysa Türkiye'de bu kuruluşlar yetersiz kalmaktadır, bu durumu kuruluşların topladıkları primlerle de görmekteyiz. Sağlık, konut gibi konularda getirilen zorunlu sigorta olayı bu şirketlerin topladığı fonları artıracaktır.

Özellikle A tipi fonları da içeren vergi muafiyetleri bu konunun işlerliğe kavuşmasını sağlayacaktır. Yapılması gereken bu fonlama yönetiminin getirilmesidir. Ayrıca yatırım fonları ve yatırım stoklarının da kuramsal bir fon haline getirilmesi borsanın kuramsal bir nitelik kazanmasına yol açacaktır (56).

Genellikle ikincil piyasa olarak tanımladığımız İstanbul Menkul Kıymetler Borsası inişli-çıkışlı bir trend göstererek de olsa gelişimini artan bir hızla sürdürmektedir. Ancak birincil piyasa olarak tanımlanan halka arzlarda önemli problemlerin olduğu da bir gerçektir.

Halka arz edilen senetlerin genellikle tek ve güçlü ellerde bulunduğu, seramayenin tabana yayılması ilkesi halka arzda önemli olan bir ilke olduğu halde, pratikte bunun hiçte öyle olmadığı görülmektedir. Bu kişi ve kuruluşlar düşük maliyetle topladıkları senetleri, daha sonra İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yüksek rakamlara ulaşıldığında

---

(56) Dünya Gazetesi "Borsa Eki". 11 Nisan 1994.

satarak büyük ve haksız kazançlar elde ettikleri gözlenmektedir. Bu durum borsanın güvenilirliğini zedeleyici bir unsurdur. Böylece borsada spekülatif hareketlerin artması ve işlem hacminin düşmesi kaçınılmaz bir sonuçtur (57).

## II- TÜRK EKONOMİSİNDEKİ ÖNEMİ

Türk Sermaye Piyasası içinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın devlet ve özel sektöre kaynak temininde, para ve sermaye piyasası arasında kaynak aktarımının oluşmasında, halkın ekonomiye güvenirliliğinin artmasında, yabancı yatırımcıyı menkul kıymet araçlarına yöneltmede, alternatif araçların çeşitlendirilmesinde, kuramsal yatırımcı olgusunun sermaye piyasasına getirilmesinde büyük bir rolü vardır. Türkiye'de, gerek kamu gerekse özel kesim olmak üzere tüm kuruluş ve şirketler kaynağa ihtiyaç duymaktadır (58). Bu kuruluşlar, bu kaynağı, ya para piyasasının en büyük işlerliğinin gerçekleştiği bankalardan ya da sermaye piyasasının candamarından, yani borsadan sağlarlar. Bankadan sağlanacak kaynak, şirket ve kuruluşlara maliyeti (faiz + anapara ödemesi nedeniyle) yüksek olacaktır. Bu yüzden kuruluşlar ve şirketler İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda birincil piyasa dediğimiz ihraç piyasasına başvurmaktadırlar. Böylece şirketlerinin bir bölümünü halka arz ederek, sıfır maliyetle kaynak temini yolunu seçmektedirler.

Diğer taraftan, bu kaynak ihtiyacını karşılayan bir

---

(57) Dünya Gazetesi "Borsa Eki", 1 Mart 1994.

(58) Türkiye'de Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara, Kasım 1993, s.11.

kesim (tasarruf sahipleri) bulunmaktadır. Bu kesim tasarruflarını çeşitli şekillerde, dolaylı olarak bankalar kanalıyla ve dolaysız olarak da menkul kıymetlere ve gayri menkullere yatırım yapmak suretiyle değerlendirirler.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bu arz ve talep eden iki kesimi bünyesinde bir araya getirerek, şeffaf ve açık bir arz ve talep piyasasının oluşmasını sağlamaktadır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda birincil piyasayı oluşturan arz talep piyasasının (İhraç Piyasası) önemi yeteri kadar anlaşılmamıştır. Son iki yıldır, enflasyonist baskının artması, şirketlerin sermaye yetersizliği, yeni yatırımların kaynak yetersizliği yüzünden yapılmaması, kredi faizlerinin enflasyon oranına eşit bir düzeyde seyretmesi, şirketleri hisse senedi ihracı yoluyla kaynak sağlamaya yöneltmiştir.

Burada ikincil piyasayı oluşturan hisse senedi alım-satımının işlerliğinin olduğu piyasa, şirketlere net bir sermaye artışı veya şirkete sermaye akışı sağlamasında, şirket hisselerine likidite kazandırır. Bu da çok önemlidir. Eğer bir menkul kıymete ve hisse senedine ikincil piyasada yeterli likidite sağlanamıyorsa, birincil piyasada iş yapması mümkün değildir.

Bu arada, hisse senedi olan tasarrufçu (ister büyük ister küçük tasarrufçu olsun) hisse senetlerinde vade bulunmadığından herhangi bir anda (örneğin paraya ihtiyacı olduğunda) nakte çevirecek bir likit piyasa işlemini görmektedir. Diğer bir önemde yatırımcının bilinçlendirilmesi

açısından, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, şirketlerin bilançolarını, gelir-gider tablolarını periyodik olarak yayınlamaktadır. Bu bilgiler, hisse senedinin yatırımcı tarafından değerlendirilmesini sağladığı gibi şirketlerin karlılık ve faaliyet durumları hakkında da yatırımcıyı bilgilendirmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın gelişmesiyle birlikte yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi konularda başarılı örnekler çoğalmaya başlamıştır. Özellikle küçük tasarrufcu, aracı kurumların sunmakta olduğu bu hizmetlerden giderek daha geniş ölçüde yararlanmaya başlamıştır (59).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın NewYork Borsasınca yayınlanan "Kabul edilebilir yabancı borsalar" listesinde yer alması çok önemli bir gelişmedir. Bu durum İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın yabancı fonlar ve yabancı yatırımcılar gözünde daha dikkatle değerlendirilmesini sağlayacak ve böylece sermaye piyasasının yabancı piyasalardan sermaye transferi kolaylaşacaktır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın son iki yıldır yaptığı önemli bir değişiklikle tasarrufların diğer alternatif yatırım araçlarından uzaklaşması ve hisse senedi piyasasına akmasını sağlamak olmuştur. Bu da hükümetin A tipi fonlara ve hisseleri halka arz edilmiş şirketlere uyguladığı vergi indirimlerinin etkisi vardır.

---

(59) "Dünya Gazetesi", Aralık 93, s.5.

Hükümetin iç borçlanmayı uzun vadeye yayma çabası ve dış borçlanma yoluna gitmesinin piyasada likiditeyi artırdığını ve bu artıştan borsanın da pay aldığını söyleyebiliriz.

Vergi indirimleri ve likidite fazlalığı kuramsal yatırımcıyı borsaya çekmektedir. Bu yatırımcılar, uzun vadede yatırım imkanını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda değerlendirme yolunu aramaktadırlar.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın özelleştirmedeki rolü dolaylı ve doğrudan olmak üzere iki şekilde olmaktadır. Direk olarak oynadığı rol, söz konusu hisse senetlerinin halka satışının doğrudan doğruya borsada yapılmasında sağladığı pazar olanağıdır. Dolaylı rolüne gelince, bu birincil piyasa ile ikincil piyasa arasındaki fonksiyonel ilişkiden kaynaklanmaktadır. Satışa çıkarılan senetlere gösterilen ilgi herşeyden önce özelleştirilen kurumun mali durumuna ve tanıtımına bağlı olmakla beraber yatırımcıların kararları üzerinde borsanın yatırımlara sağladığı likiditenin de büyük etkisi vardır. İstisnai durumlar bir yana borsanın katkısı olmaksızın, sermaye piyasasında sözü geçen özelleştirmeleri gerçekleştirmeye imkan yoktur. Özelleştirme işlemlerinin iyi sonuçlanması büyük ölçüde borsanın yarattığı pazar ve likidite olanaklarına bağlıdır.

Borsa aracılığı ile bu güne kadar yapılan özelleştirmeler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

TABLO-7

## BU GÜNE KADAR YAPILAN ÖZELLEŞTİRMELER

SATIŞ TARİHİ	KURULUŞ ADI	SATIŞ TARİHİ	KURULUŞ ADI
1986	Binaş	1991	Güneş Sigorta
	Manisa Yem		Tofaş Türk (halka arz)
	Isparta Yem		Tofaş Oto Tic.(halka arz)
	Biga Yem		Ordu Soya
	Bursa Soğuk Depo	1992	İpragaz
	Yemta		Tat Konserve
1987	Sama		Çaybank
1988	Teletaş (halka arz)		Çamsan
	Ansan-Meda		Niğde Çimento
1989	Usaş		Ray Sigorta
	Aksaray Yem		Polinas
	Çorum Yem		Meysu
	Eskişehir Yem		Şeker Sigorta
	Kayseri Yem		Ankara Halk Ekmek
	Ankara Çimento		Türk Traktör
	Balıkesir Çimento		Trakmak
	Pınarhisar Çimento		İskenderun Çimento
	Söke Çimento		Gaziantep Çimento
	Afyon Çimento		Trabzon Çimento
1990	Erdemir (halka arz)		Denizli Çimento
	Bolu Çimento (halka arz)		Çorum Çimento
	Çukurova Elekt. (halka arz)		Sivas Çimento
	Kepez Elekt. (halka arz)	1993	Kepez Elekt.
	Arçelik (halka arz)		Çukurova Elekt.
	Çelik Halat (halka arz)		Şekerbank
	Petkim (halka arz)		Netaş
	Konya Çimento (halka arz)		Gima
	Ünye Çimento		Netaş (halka arz)
	Mardin Çimento (halka arz)		TOE
	THY (halka arz)		Ladik Çimento
1991	Adana Çim. (A+C halka arz)		Şanlıurfa Çimento
	Tofaş Oto Tic.		Bartın Çimento
	Migros (halka arz)		Sek Süt End. Kurumu
	Adana Kağıt Torba		Aşkale Çimento
	Afyon Çimento (halka arz)		Teletaş
	Türk Kablo		Usaş (halka arz)
	Ditaş (halka arz)		Yem Sanayii
	Niğde Çimento (halka arz)		Bandırma Yem Ltd.
	Tüpraş (halka arz)		Kars Yem A.Ş.
	Petrol Ofisi (halka arz)		AEG-ETİ A.Ş.
	Gima (halka arz)		İstanbul Demir Çelik

ZAYNAK: Ergin ARIÖĞLU, Dünya'da ve Türkiye'de Özelleştirme, s.107-109.

## SONUC

Türkiye'de, devletin borçlanma politikası gereği ihtiyaç duyduğu kaynağı T.C. Merkez Bankası bünyesinde oluşturduğu ikincil piyasadan temin etmesi, özel sektörün kaynak temininde klasik bankacılık sistemi, işlemlerine başvurması sermaye piyasasının gelişimini engellemiştir.

Ancak bu olumsuzluklara rağmen 1985 yılında kurularak süratle gelişen hisse senedi borsası tüm bu engelleri aşarak gerek yerli ve gerekse yabancı yatırımcıları cezbeden ve dikkatle takip edilen bir piyasa haline gelmiştir. Özellikle A tipi fonların borsa bünyesinde ikincil piyasada işlem görmesi, bunların vergiden muaf tutulması bankaların ve yatırım şirketlerinin yoğun ilgisini çekmektedir. Bu arada yeni kurulan Elit sisteminde tüm hisse senetlerinin işlem görmesi, çift seans ve T + 2 'ye geçilmesi, özellikle kurumsal yabancı yatırımcının işlem miktarını artıracaktır. Kamu İktisadi Teşebbüslerinin özelleştirilmesi ile borsada kağıt bazında canlanma sağlanırken işlem hacmi de artacaktır. Bu sektöre kaynak sağlanırken bütçeaçıklarının kapanması sağlanmış olacaktır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, sıfır maliyetli fon sağlayan yatırım araçları arasında alternatifsiz, tasarrufların değerlendirilmesini, sermayeyi tabana yayma ilkesi gereği, geniş halk kitlelerine yayan güçlü bir kurumdur.

Organize olmuş bir piyasanın tam rekabet koşullarında çalışmasının zorunlu olması nedeniyle, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın devletin devamlı müdahalesinden uzak olması gerekir. Devletin buradaki görevi yasal düzenlemeleri yaparak küçük yatırımcıyı korumalı ve sonrada bu kurumu ekonominin genel işleyişine bırakmalıdır. Böylece piyasa içinde denge kendiliğinden sağlanacak ve işlem hacmi artacaktır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki gözlenen bu gelişmeler, Sermaye Piyasasını da olumlu yönde etkileyerek, Türk ekonomisi genelindeki bir gelişmeyi de beraberinde getirecektir.



## KAYNAKLAR

### KİTAPLAR

- ARIOĞLU Ergin : Dünya'da ve Türkiye'de  
Özelleştirme, Türkiye maden  
işçileri sendikası yayını, Ankara,  
1994
- AYTAÇ Zühtü : Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse  
senetleri, T.C. İş Bankası Vakfı,  
Ankara, 1988
- FERTEKLİGİL Azmi : Türkiye'de Borsanın Tarihçesi,  
İMKB Yayınları, no.3, Mart 1993
- GÜNAL Vural : Sermaye Piyasası hukuku, Ankara,  
Özkan Matbaacılık, 1987
- \_\_\_\_\_ : Türkiye'de Sermaye piyasası  
Araçlar ve Kuruluşlar, İktisadi  
Kalkınma Vakfı Yayını, İstanbul,  
Nisan 1984
- \_\_\_\_\_ : Sermaye Piyasası ve Borsa Temel  
Bilgiler kılavuzu, İstanbul Menkul  
Kıymetler Borsası yayınıları,  
İstanbul, Şubat 1993

- 
- : Regulations of the Istanbul Stock Exchange, November 1990
- 
- : Emerging Stock Markets Factbook, International Finance Corporation, May 1991
- KARSLI Muharrem : Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul, 1989
- 
- : Türk Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler, Sermaye Piyasası Yayınları No.6, Ankara, 1985
- 
- : Menkul Kıymetler Borsasının Türk Ekonomisindeki Yeri, Sermaye Piyasası Yayınları, İstanbul, 1992
- SEYİTOĞLU Halil : Uluslararası İktisat, Ankara, 1982
- TEKİNALP Ünal : Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar, İstanbul, 1982
- 
- : Dünyada ve Türkiyede Menkul Kıymet Borsaları, Ticaret Odası Yayını, İstanbul, 1992

TUNCER Selahattin : Türkiye'de Sermaye piyasası (Teori ve Uygulama), İstanbul, Mayıs 1985

### GAZETE VE DERGİLER

Bankacılar Dergisi : Nisan-Ekim 1992

Dünya Gazetesi : Muhtelif Sayılar

Finans Dünyası  
Dergisi : Mayıs 1994

Para ve Sermaye  
Piyasası Dergisi : Nisan 1985

Trend Dergisi : 6 Şubat 1994

### SEMINER TEBLİĞLERİ

ERDEM Kaya : "Türkiye'de Sermaye Piyasası  
(Araçlar ve Kuruluşlar)", Sermaye  
Piyasası Kurulu Seminer  
Tebliğleri, Ankara,  
20-21 Nisan 1984

ULUSOY Yılmaz : "Hisse senetleri", Sermaye Piyasası  
semineri, İstanbul, 1984