

T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETMELERİN SERMAYE PİYASALARINDAN YARARLANARAK BÜYÜME OLANAKLARI

(Yüksek Lisans Tezi)

Saim ÖNCE

ESKİŞEHİR, 1985

İÇİNDEKİLER

Sayfa

<u>TABLOLAR</u>	vi
<u>GİRİŞ</u>	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERİN SERMAYE PİYASALARINDAN FON SAĞLAMA ARAÇLARI

I. <u>HİSSE SENETLERİ</u>	9
A. TANIMI VE NİTELİĞİ.	9
B. TÜRLERİ	10
C. SAĞLADIKLARI HAKLARA GÖRE SINIFLANDIRILMASI	11
II. <u>TAHVİLLER</u>	12

A. TANIMI VE NİTELİĞİ.	12
B. TÜRLERİ	13
a. <u>Hisse Senediyle Değİstirilebilir</u> <u>Tahvil</u>	13
b. <u>Kâra İstirakli Tahvil.</u>	15
c. <u>Teminatlı Tahviller.</u>	15
d. <u>Pirimli Tahviller.</u>	16
e. <u>Endeksli Tahviller</u>	17
III. <u>KÂR ORTAKLIĞI BELGESİ.</u>	17
IV. <u>KATILMA İNTİFA SENETLERİ</u>	19
V. <u>BANKA GARANTİLİ BONO</u>	20
VI. <u>KATILMA BELGESİ.</u>	21

İ K İ N C İ B Ö L Ü M

İ Ş L E T M E Y A T I R I M L A R I N I N F İ N A N S M A N I N D A S E R M A Y E P İ Y A S A S I A R A Ç L A R I N D A N Y A R A R L A N I L M A D U R U M U

I. <u>YATIRIMLARIN FİNANSMANINDA HİSSE SENETLERİNİN</u> <u>YERİ</u>	24
A. ÖZEL SEKTÖR İŞLETMELERİ TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEN HİSSE SENEDİ TUTARLARI	25
B. YATIRIMLARIN HİSSE SENEDİ İHRAÇ EDİLEREK SAĞLANMIŞ FONLARLA FİNANSE EDİLEN KISMI..	27

II. <u>YATIRIMLARIN FİNANSMANINDA TAHVİLLERİN</u>	
<u>YERİ</u>	30
A. ÖZEL SEKTÖR İŞLETMELERİ TARAFINDAN İHRAÇ	
EDİLEN TAHVİL TUTARLARI	31
B. YATIRIMLARIN TAHVİL İHRAÇ EDİLEREK	
SAĞLANAN FONLARLA FİNANSE EDİLEN KISMI..	33
III. <u>HİSSE SENETLERİ VE TAHVİL İHRACIYLA SAĞLANAN</u>	
<u>FONLARIN YATIRIMLARIN FİNANSMANINDAKİ</u>	
<u>PAYININ DEĞERLENDİRİLMESİ.</u>	34

Ü Ç Ü N C Ü B Ö L Ü M

S E R M A Y E P İ Y A S A S I K A N U N U N A T A B İ B İ R İ Ş L E T M E O L A R A K P O R İ Ő İ N İ N C E L E N M E S İ

I. <u>TANITIMI</u>	40
II. <u>İŞLETMENİN YATIRIMLARI</u>	41
III. <u>YATIRIMLARIN FİNANSMANINDA YARARLANDIĞI</u>	
<u>KAYNAKLAR.</u>	42
A. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINDAN YARARLANMA	
DURUMU.	42
B. İŞLETMENİN KULLANDIĞI DİĞER FİNANSMAN	
KAYNAKLARI.	44

IV. <u>YATIRIMLARIN FİNANSAL YAPISININ</u>	
<u>DEĞERLENDİRİLMESİ</u>	45
<u>SONUÇ</u>	48
<u>YARARLANILAN KAYNAKLAR</u> . .	53

T A B L O L A R

<u>Tablo No</u>		<u>Sayfa No</u>
1	1978-1984 DÖNEMİ ÖZEL SEKTÖR HİSSE SENEDİ İHRAÇLARI	26
2	1983-1984 DÖNEMİNDE SERMAYE PİYASASI KURULUNUN İHRAÇ İZİNİ VERDİĞİ HİSSE SENETLERİ	27
3	1978-1984 DÖNEMİNDEKİ ÖZEL SEKTÖR YATIRIMLARI	28
4	1978-1984 DÖNEMİ ÖZEL SEKTÖR YATIRIMLARI- HİSSE SENEDİ KARŞILAŞTIRMASI	29
5	1978-1984 DÖNEMİNDE ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRAÇLARI	31
6	1983-1984 DÖNEMİNDE SERMAYE PİYASASI KURULUNUN İHRAÇ İZİNİ VERDİĞİ ÖZEL KESİM TAHVİLLERİ	32

7	1978-1984 DÖNEMİNDE ÖZEL SEKTÖR YATIRIMLARI-TAHVİL KARŞILAŞTIRMASI . . .	33
8	PORİŞ'İN 1975-1984 DÖNEMİ YATIRIMLARI.....	42
9	PORİŞ'İN SERMAYE YAPISI.	43
10	PORİŞ'İN KULLANDIĞI YABANCI KAYNAKLAR.	44

G İ R İ Ş

Günümüzde işletmelerin amaçlarından birisi büyüme hızlarını en yüksek düzeye çıkartmaktır(1). Büyüme, ekonomik birimlerin karar modellerinde önemli yeri olan amaçlardan birisidir(2). İşletmelerin büyüklüklerini ve büyüme hadlerini, istihdam hacimleri, ürettikleri, ciroları veya kârları ile belirlemek mümkündür(3). Bu değişkenlerin belli bir zamanda (t) gösterdiği duruma irilik

-
- (1) Öztin AKGÜÇ, Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi Yayını No: 2825, İşletme Fak. Ya.No: 123, Muhasebe Enst. Ya.No: 41, B.3, Formül Matbaası, İstanbul, 1982, s.733.
 - (2) Atilla GÖNENLİ, "Büyüme Açısından Banka-Holding İlişkileri", SEVK VE İDARE DERGİSİ, C.13, S.115 (Mart 1978), s.21.
 - (3) Atilla GÖNENLİ, "İşletmelerin Büyüme ve Yatırım Politikaları", ADANA İ.T.İ.A. DERGİSİ, No: 60, (Nisan 1977), s.9.

denir. Büyeme ise bu değişkenlerin bir zaman aralığında ($t_2 - t_1$) gösterdiği değişme (çoğunlukla artma) olarak tanımlanabilir(4). Büyemeyi ölçebilmek için mevcut değişkenlerin hepsinin de kullanılabilmesine rağmen büyüme analizlerinde yatırım hacmi ölçeği daha çok kullanılmaktadır(5). İşletmelerin büyümesini belirlemede yatırım hacmindeki artışları gözönünde bulundurmak daha uygun bir ölçek olmaktadır.

İşletmeler, büyüyen bir ekonomide durumlarını korumak(6), genel ürünlerine karşı olan talepteki büyümeyi karşılayacak bir kapasite yaratmak(7), büyük ölçekte faaliyette bulunmanın sağladığı avantajlardan yararlanmak(8), rakiplerin davranışları ve şiddetli bir rekabetin olduğu ortamlarda rekabet edebilmek için

(4) Sera ÖZBAŞAR, İşletme Politikası, Büyüme Stratejileri ve Yönetimi, Ufuk Matbaası, İstanbul, 1981, s.33.

(5) GÖNENLİ, "İşletmelerin Büyüme...", s.9.

(6) İlhan CEMALCILAR, Doğan BAYAR, İnal Cem AŞKUN, Şan ÖZ-ALP, İşletmecilik Bilgisi, E.İ.T.İ.A. Ya.No: 206, Eskişehir, 1979, s.91.

(7) ÖZBAŞAR, İşletme..., s.207.

(8) Önder ÖZKAZANÇ, İktisadi Analiz, T.C. Anadolu Üniversitesi Ya. No: 40, Açıköğretim Fakültesi Ya.No: 12, Ankara, 1984, s.124.

yeni yatırımlara gidebilirler(9). İşletmeleri büyümeye iten bu ekonomik etkenlerin yanısıra yöneticilerin sosyal saygınlıklarını artırma isteği, yeni buluşları ve yenilikleri izleyerek yaratıcılık duygularını doyurma gibi psikolojik etkenleri de büyüme nedenleri arasında gösterebiliriz.

İşletmeler uzun vadede yapısal önemi olan ve mali durum tablolarına yansıyan üç tür karar alırlar(10). Birincisi yapacakları yatırım miktarına ilişkin kararlardır. Bu karar biraz önce de belirttiğimiz gibi işletmenin büyüklüğünü ve aktiflerin yapısını belirler. İkincisi yatırımların finansmanında kullanılacak uzun vadeli borç ile öz-sermaye bileşimlerinin belirlenmesi konusunda karar almaktır. Üçüncüsü de kâr payı dağıtımındır. Bu karar ise otofinansmanı ve sermaye artırımını belirler. Burada da görüldüğü gibi yeni yatırımların yapılması (yani büyüme) beraberinde finansman sorununu da getirmektedir. Büyümenin gerektirdiği finansman gereksinmesinin karşılanma şekli ve zamanlaması işletmelerin geleceğini ve başarısını etkileyecektir.

(9) Semih BÜKER, İşletmelerin Finansal Yönetiminde Yatırım Kararları, Doktora Tezi, E.İ.T.İ.A, Eskişehir, 1972, s.18.

(10) Işık İNSELBAĞ, "İşletmelerin Yatırım ve Finansman Kararları Arasındaki Etkileşim", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLANLAMASI DERGİSİ, Yıl 1, Sayı 3 (Eylül 1979), s.259.

İşletmelerde yatırım kararlarının alınması ile bu yatırımları finanse edecek kaynakların seçimi birlikte ele alınmalıdır. Yapılacak yatırımlar ve bunların sonuçları uzun bir dönemi kapsayacağından karar verirken iyi bir seçim yapılması gereklidir. Çünkü finansman kaynakları çok çeşitlidir ve işletmelerde birçok risklere katlanılmasını, uzun dönemde bazı yapısal değişikliklere gidilmesini gerektirir. Bu yüzden büyümenin finansmanında kullanılacak kaynakların seçiminde dikkatli olunması gerekir.

İşletmeler yatırımlarda kullanacakları kaynakları ya özkaynaklarından ya da öz sermaye ile birlikte bulunacak uzun süreli yatırım kredilerinden sağlamalıdır(11).

İşletme sahipleri ya da ortakları tarafından gerek kuruluş sırasında gerekse daha sonra işletmeye tahsis edilen sermaye özkaynağı oluşturur. Öz sermaye, yeni kurulan firmalar için ilk fon kaynağını oluşturduğu için; mevcut firmaların da borçlanarak kaynak sağlama-larına olanak verir. Hiç bir işletme öz sermaye temeline dayanmadan borçlanarak kaynak sağlayamaz(12). Ortakların

(11) J.L. DONNELL, Ali Sait YÜKSEL, Para Bulmanın Seçilmiş Konuları, Ayyıldız Matbaası, Ankara, 1970, s.103.

(12) AKGÜÇ, Finansal..., s.619.

işletmeye tahsis ettikleri sermaye miktarı, sermaye artırımına gidilecek ya da yeni hisse senetleri ihraç edilerek arttırılabilir(13).

Uzun vadeli yabancı kaynaklar ise bankalardan uzun vadeli kredi sağlama, tahvil ihracı, özel finansman kurumlarından özellikle de hayat sigorta şirketlerinden ipotek karşılığı kredi sağlanmasıyla diğer uzun vadeli borçlanma biçimleridir(14).

İşletmeler, uzun vadeli finansman gereksinimlerini ve yatırımlarını finanse ederek kaynakları bulmak için sermaye piyasalarından yararlanabilirler. Çünkü sermaye piyasasını; "Finansal gelişmenin en son aşamasında ortayaçıkan ve uzun süreli kaynak sunu ve isteminin karşılaştığı, pay senedi, tahvil gibi kendine özgü finansal varlıkları olan bir piyasadır"(15) şeklinde tanımlayabiliriz. Sermaye piyasasını bu şekilde

(13) Ünsal ANIL, "Türkiye'de Finansman Meseleleri", SEVK VE İDARE DERGİSİ, C.6, S.31 (Mart 1971), s.20.

(14) Cumhur FERMAN, "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar", Uluslararası Sermaye Piyasası ve Banka Semineri, Tütüncüler Bankası A.Ş., Çeşme, 1983, s.25.

(15) Özcan ERTUNA, İşletme Finansmanı, T.C. Anadolu Üniversitesi Ya.No: 71, Açıköğretim Fakültesi Ya. No: 18, Fasikül 4, Ünite 22, Ankara, 1985, s.258.

tanımladığımız zaman işletmelerin uzun dönemli finansman ihtiyaçlarını, hem öz kaynak şeklinde hem de yabancı kaynak şeklinde sermaye piyasalarından sağlayabileceklerini görürüz.

Bu araştırmanın birinci bölümünde işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlama araçları tanımlanarak, bunların neler olduğu ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde ise işletmelerin sermaye piyasası araçlarından yararlanılma durumu ve bu araçlarla sağlanan fonların işletme yatırımlarında kullanılma düzeyi belirlenmeye çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde ise Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi bir işletme olan PORİŞ'de bir uygulamaya yer verilmiştir.

Yapılan bu araştırmanın sonuç bölümünde ise sermaye piyasasının, işletmelerin büyümelerinin finansmanındaki önemi ve yeri belirtilmiş, fakat ülkemizde işletmelerin sermaye piyasası araçlarından yeterince yararlanılmadığı sonucuna varılmıştır.

B İ R İ N C İ B Ö L Ü M

İ Ş L E T M E L E R İ N S E R M A Y E P İ Y A S A L A R I N D A N F O N S A Ğ L A M A A R A Ç L A R I

Sermaye piyasalarında arzla talebin karşılama-
masına yardımcı olan menkul kıymetler sermaye piyasa-
sının araçlarını oluşturur. Sermaye piyasasında alınıp
satılan bir ürün değil, bir üretim aracıdır. Para ya
da parayla temsil edilen yatırım gücüdür(1). Sermaye
Piyasası Kanunu'nun 1. Maddesinde bu kanunun amacı,
tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın
iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını

(1) Uçar DEMİRKAN, Sermaye Piyasaları ve Türkiye'deki Uygulamaları, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Yay. No: 1981/229, Ankara, 1981, s.51.

sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak, düzenlemek ve denetlemek olarak belirtilmiş ve tanıtımda yer alan menkul kıymet kavramı tanımlanmıştır. S.P.K. Madde 3'e göre menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağ temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetlerdir. Bunun dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arzı ve bu yolla satışı da menkul kıymetler hükümlerine tabidir.

Türkiye'de S.P.K.'da sayılanlar dışında bir kıymetli evrağın menkul kıymet olarak kabul edilmesi S.P. Kurulunun yetkisine verilmiştir. Bugün Türkiye'de S.P. Kurulu tarafından düzenlenen menkul kıymetler; hisse senetleri, tahviller, katılma intifa senetleri ve kâr-zarar ortaklığı belgeleridir(2).

Bu bölümde sermaye piyasası tarafından düzenlenen menkul kıymetler tek tek ele alınarak tanıtılmıştır.

(2) Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma ve Geliştirme Dairesi, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Bugünkü Durumu, Ankara, 1985, s.4.

sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde gelişmesini, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak, düzenlemek ve denetlemek olarak belirtilmiş ve tanıtımda yer alan menkul kıymet kavramı tanımlanmıştır. S.P.K. Madde 3'e göre menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağ temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetlerdir. Bunun dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arzı ve bu yolla satışı da menkul kıymetler hükümlerine tabidir.

Türkiye'de S.P.K.'da sayılanlar dışında bir kıymetli evrağın menkul kıymet olarak kabul edilmesi S.P. Kurulunun yetkisine verilmiştir. Bugün Türkiye'de S.P. Kurulu tarafından düzenlenen menkul kıymetler; hisse senetleri, tahviller, katılma intifa senetleri ve kâr-zarar ortaklığı belgeleridir(2).

Bu bölümde sermaye piyasası tarafından düzenlenen menkul kıymetler tek tek ele alınarak tanıtılmıştır.

(2) Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma ve Geliştirme Dairesi, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Bugünkü Durumu, Ankara, 1985, s.4.

I. HİSSE SENETLERİ

A. TANIMI VE NİTELİĞİ

Hisse senedi, anonim ortaklıklar tarafından, şirketin sermayesini oluşturmak ve artırmak üzere çıkarılıp tasarruf sahiplerine satılan ve onlara şirket yönetimi ve mameleki üzerinde ortaklık hakları tanıyan değişken gelirli bir menkul kıymet türüdür(3).

Hisse senetlerinin temel niteliği, şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil etmesi deneniyle ortakları açısından onlara sürekli getiri ve şirkete ortak olma imkânını sağlayan bir belge; şirket açısından ise öz kaynak niteliğinde finansman temin eden bir araç olmasıdır(4). İşletmeler ihtiyaç duydukları ek sermayeyi sağlamak için şirketin bir kısmını halka satmak (yani yeni hisse senetleri çıkartmak) olanağına sahiptirler(5).

(3) Azmi FERTEKLİGİL, Yatırımların Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü ve Önemi, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dairesi Yayın No: 17, Aralık, 1983, s.10.

(4) Yılmaz ULUSOY, "Hisse Senetleri", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul, Büyük Tarabya Oteli, 20-21 Nisan 1984, s.62.

(5) Yılmaz EROLGAÇ, Hisse Senetleri ve Tahviller Bunlara İsbetli Yatırım Yapmanın Yolları, Yükselen Matbaacılık Limited Şirketi, İstanbul, 1976, s.30.

Sermaye piyasasından fon sağlama araçlarından olan hisse senetleri anonim şirketlerin öz sermayelerini artırmaya yarayan bir araçtır. Anonim şirketler ihtiyaç duydukları sermaye oranında hisse senedi ihraç ederek finansman ihtiyaçlarını öz kaynak şeklinde karşılayabileceklerdir. Hisse senetleriyle sağlanan bu öz kaynak niteliğindeki fonlar işletmeler için sürekli ve kesintisiz bir kaynak oluşturur.

İşletmeler, yeni hisse senedi çıkartarak ihtiyaç duydukları ek sermayeyi hem öz kaynak olarak hem uzun vadeli hem de sürekli olarak sağlayabilirler. Hisse senetlerinin halka arzedilmesi sözkonusu olduğunda da küçük tasarrufların yatırımlara kanalize olması sağlanırken işletmelerin mülkiyeti de tabana yayılabilecektir. Çünkü hisse senetleri şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil ettiğinden; hisse senedi sahipleri, payları oranında şirkete ortak olacaklardır. Hisse senetleri sahibine oy hakkı verdiğinden, hissedarlar şirket yönetiminde söz sahibi olacaklardır.

B. TÜRLERİ

Hisse senetleri, ada (nama) veya hamiline (taşınana) olmak üzere iki grupta toplanır.

Ada yazılı hisse senetleri şirket pay defterinde

yazılı kimseler adına düzenlenir. Mülkiyetin devri, ana sözleşmede hüküm olmadıkça ciro edilmiş senedi devralana teslimi ve şirket pay defterine kaydı ile olur(T.T.K. m.416).

Hamiline yazılı hisse senetlerinde mülkiyet devri, teslim ile olur(T.T.K. m.415). Hamiline yazılı hisse senetleri, ortakların yatırımlarının akışkan hale getirilmesine imkân verdiğiinden hisse senetleri piyasasının ve buna bağlı olarak sermaye piyasasının gelişmesinde çok önemli rol oynarlar(6). Ancak T.T.K. 409. maddesine göre hisse senetlerinin bedellerinin tamamı ödenmedikçe hamiline yazılı hisse senedi çıkarılamaz.

C. SAĞLADIKLARI HAKLARA GÖRE SINIFLANDIRILMASI

Hisse senetleri, sahiplerine sağladıkları haklar açısından adi hisse senetleri ve imtiyazlı hisse senetleri olarak sınıflandırılabilir.

Adi hisse senetlerinin sahipleri genel kurulda eşit oy hakkına sahiptir. Kâr dağıtımında ve tasfiyede eşit pay alırlar.

(6) Rıza AŞIKOĞLU, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 35, İ.İ.B.F. Yayınları No: 13, Eskişehir, 1983, s.33.

Ana sözleşme ile kâr payı dağıtımında ve tasfiyede ve bazı durumlarda adi hisse senetlerinden daha ayrıcalıklı olanaklar sağlayan hisse senetlerine imtiyazlı hisse senetleri denir.

II. TAHVİLLER

A. TANIMI VE NİTELİĞİ

Türk Ticaret Kanununun 420. maddesine göre, anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkarıldıkları borç senetlerine tahvil denir.

Tahvile ihraç eden ortaklık açısından bakacak olursak bir finans aracı olarak görürüz. Tahvil ihracı, anonim ortaklıkların, ortak sayısını artırmadan, uzun vadeli fon sağlamak için başvurdukları bir yoldur(7). Tahvil sahiplerinin ortaklık hakları yoktur. Şirkete verdikleri borç para karşılığında faiz alırlar. Yeni ortak alınmadığı için eski ortakların yönetimdeki oy oranları değişmediğinden, eski ortaklar tahvil ihraçını yeğ tutabilirler.

(7) Yusuf Ziya ERÇOKLU, "Sermaye Piyasasında Tahviller", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul, Büyük Tarabya Oteli, 20-21 Nisan 1984, s.79.

Enflasyon hızının yüksek olduğu ülkelerde genellikle nominal para birimleriyle yapılan geri ödeme bağlantıları tahvillerin işletmelere olan gerçek maliyetlerini yok düzeye indirmekte ve işletmeler ucuz maliyetle fon temin etmektedirler(8). Enflasyonist ortamlarda finansman ihtiyacı olan şirketler borç almayı tercih edeceklerdir.

B. TÜRLERİ

Tahviller çıkarılış kaynağı yönünden özel sektör tahvili, devlet ve hazine tahvili olmak üzere ikiye ayrılır. Konumuz özel sektördeki işletmelerin büyümelerinde sermaye piyasası araçlarından yararlanılma durumunun araştırılması olduğu için, burada özel sektör tahvillerinin türlerine değineceğiz.

a. Hisse Senedi ile Değİştirilebilir Tahvil

Hisse senetleriyle değİştirilebilir tahvil sahibine, tahvilini onu çıkaran ortaklığın çıkaracağı hisse senetleriyle belli bir değİşim oranı üzerinden belli bir süre içinde ve önceden belirlenen koşullarla

(8) AŞIKOĞLU, Sermaye..., s.37.

değiştirebilme ayrıcalığını veren tahvil türüdür(9).

Hisse senedine çevrilebilir tahvillerin nominal faiz oranları, düz tahvillere oranla daha düşük olur. Firma, yatırımcılara bir sermaye kazancı sağlama şansı verdiğinden faiz oranını düşük tutabilmektedir. Böylece firma, kullandığı borç sermayenin maliyetini düşürme olanağını bulmaktadır(10).

Hisse senediyle değiştirilebilir tahvil, ileride hisse senedine dönüşeceğinden ertelenmiş bir iz kaynak olarak nitelendirilebilir. Tasarruf sahipleri işletmenin durumunu bir süre izleyip, durumu iyi gördüğünde borç olarak verdiği parayı, şirkete ortak olarak sermayeye katabilir.

Sermayesini artırmak isteyen fakat geçici bazı nedenlerle hisse senetlerinin fiyatı o anda düşmüş olan şirketler için hisse senedine çevrilebilir tahvil ihraç etmek daha avantajlı olabilir(11).

(9) Sadık BAKLACIOĞLU, "Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahvil", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İstanbul, Büyük Tarabya Oteli, 20-21 Nisan 1984, s.102.

(10) Cudi Tuncer GÜRSOY, "Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahvil", YENİ İŞ DÜNYASI, Aralık 1980, s.31.

(11) GÜRSOY, a.g.m., s.31.

b. Kâra İştirakli Tahvil

Hisse senedi kâr payı, tahvil ise faiz verir. Bununla birlikte kâra iştirakli tahvil ihraç edilerek faizin yanı sıra kârdan da pay verilebilir(T.T.K. m.279/2,5).

Tasarruf sahiplerinin iktisadi faaliyetlerden daha geniş bir şekilde yararlanmasını sağlamak, gelir dağılımında olumlu değişmelere olanak hazırlamak, tasarruf eğilimini artırarak sermaye birikimini teşvik etmek, artan tasarrufları yatırıma ve üretime yöneltmek ve bu yönde faaliyet gösteren bankalara ve yatırımcı kuruluşlara yeni olanaklar sağlamak amaçları ile kâra iştirakli tahviller çıkartılmasına izin verilmiştir(12).

c. Teminatlı Tahviller

Bazı tahviller için teminat verilmiştir. Bu teminat aynı ve şahsi olabilir. Bu teminat tahvil bedelinin zamanında ödenmesini ve faizini karşılayabildiği gibi, bunlardan yalnız birisi için verilebilir. Örneğin, bir anonim şirketin çıkarmış olduğu

(12) AŞIKOĞLU, Sermaye..., s.43.

tahviller için bir banka teminat vermiş olabilir(13).

Teminatlı tahvillerin çıkarılması tasarruf sahiplerinin ilgisini daha çok çeker ve anlara daha yüksek gelir sağlar. İşletmelerde bu tür tahvilleri daha kolay pazarlayarak gerekli fon kaynağını sağlayabilirler. En fazla tahvile teminat veren banka Türkiye Sanayi ve Kalkınma Bankası ve T. İş Bankası olmuştur(14).

d. Primli Tahviller

Tahviller, nominal değerinden aşağı bir bedelle satışa çıkarılabileceği gibi, itfa anında, tahvil sahibine tahvilin nominal değerinden daha yüksek bir bedel ödenmesi de mümkündür. Her iki halde de bir prim vardır. Ancak birinci durumda ihraç primi sözkonusu olduğu halde ikinci durumda sözkonusu olan itfa primidir(15).

(13) Ali BOZER, Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Bankacılar Serisi No: 10, Ya.No: 28, B.6, Ankara 1983, s.199.

(14) AŞIKOĞLU, Sermaye..., s.41.

(15) Öztin AKGÜÇ, Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi Ya. No: 2825, İşletme Fakültesi Ya. No: 123, Muhasebe Enst. Ya. No: 41, B.3, Formül Matbaası, İstanbul, 1982, s.585.

e. Endeksli Tahviller

Enflasyon ortamındaki fiyat artışlarından tahvil sahiplerini korumak için ana para ile birlikte faiz, seçilmiş bir değişkene (döviz kuru, fiyatlar genel endeksi, altın, petrol v.b.) bağlanır(16). Endeksleme, enflasyonun olumsuz etkilerinden bazılarını kesinlikle bertaraf eder. Özellikle küçük tasarruf sahiplerinin tasarrufları özendirilecektir. Finansal kuruluşlara akan tasarruflar artacak ve uzun vadeli kredilerdeki enflasyon riski elimine olacağından endeksleme orta ve uzun dönemli sermaye hareketlerini hızlandıracaktır(17).

III. KÂR ORTAKLIĞI BELGESİ

Menkul değerlerin ticaretiyle uğraşan anonim şirketlerin dışındaki tüm anonim şirketlerin, genel kurul kararı ve T.C. Merkez Bankasının izni ile, şirketin tüm faaliyetlerinin finansmanı için oy hakkı vermeksizin, faizsiz olarak çıkarılan ve kredi veren-

(16) AKGÜÇ, a.g.e., s.574.

(17) TÜLİN ŞENER, "Hızlı Enflasyon Altında Sermaye Piyasasındaki Gelişmeler ve Yatırım Kararları", Türkiye'nin Ekonomik Kalkınma Sürecinde Sermaye Piyasasının Rolü Semineri, Banker Kastelli Menkul Değerler A.Ş. 1980, s.132.

leri belirli oranlarda kâr ve zarara ortak eden bir menkul değerdir(18). Adının kâr ortaklığı belgesi olmasına rağmen 15 Ocak 1982 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 1 Nolu T.C. Merkez Bankası tebliğine göre bu belge sahipleri kâr ve zarara ortak olacaklardır.

Kâr ve zarar ortaklığı belgesi, "faiz" kavramı yerine "kâr ve zarara ortak olma" kavramını ikame eder. Bu belge, bir tür "oydan yoksun hisse senedi" elde etme veya ellerindeki fonları "inançlı mülkiyet" esasına göre çalıştırmak isteyenlerin isteklerine cevap verebilir(19).

Bu belge sahibinin kârın yanısıra zarara da katılması gerçekçi değildir. Çünkü bir ödünçde ivaz ve karşı ivaz arasındaki ilişki açısından, faiz yerine kâra katılmanın kararlaştırılması durumunda, ödünç verenin kârdan pay almak suretiyle faizden daha yüksek bir kâr elde etme olasılığının riskini, kâr elde

(18) Cengiz YILMAZ, Ali KABAKÇI, "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi ve Diğer Menkul Kıymetler", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLANLAMASI DERGİSİ, C.4, S.15-16 (Aralık 1982), s.254.

(19) Vural GÜNAL, "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, Büyük Tarabya Oteli, İstanbul, 20-21 Nisan 1984, s.139.

edilmemesi halinde herhangi bir şey alamaması oluşturur. Yoksa ödünç verdiği miktarın zarar sebebiyle azalması değil(20).

Bu belge sahipleri zarara da ortak olacaklarından satın alma anında şirket hakkında ayrıntılı bir inceleme yaparak kârlı ve güvenilir işletmelerin belgelerini tercih edeceklerdir. Bu durumda işletmeler kendi kendilerini kontrol etmek durumunda kalacaklardır.

IV. KATILMA İNTİFA SENETLERİ

İntifa hakkı, anonim ortaklığın mal varlığına katılmaktan doğan ve pay sahiplerine özgü yönetime katılma hakları dışında, safi kâra katılma, tasfiye artığından yararlanma, yeni pay alma ve ortaklığın sağladığı olanaklardan faydalanma imkanı veren, anonim ortaklık ile intifa haklarının ilk edinenleri arasında kurulan bir sözleşmeye dayanılarak oluşturulan bir haktır. İntifa senedi ise sözkonusu hakkı temsil etmek üzere çıkarılarak satılan senede denir. Bu

(20) Erden KUNTALP, Kâr Ortaklığı Belgesi, Türkiye Bankalar Birliği Yayını No: 123, Ankara, 1983, s.11.

intifa senetlerinin nakit karşılığı satılanlarına satılma intifa senedi denir(21).

Katılma intifa senedi ile sağlanan meblağ bir borç değildir. Ortaklık için özkaynak niteliğindedir. Karşılığında da faiz ödenmez. Katılma intifa senedi sermayesi bilançoda sermaye kaleminin altında ayrıca gösterilecektir.

13 Kasım 1983 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan seri 3 ve 1 nolu tebliği ile katılma intifa senetleri düzenlenmiştir. Ortaklıklar esas sözleşmede bulunmak koşulu ile ve genel kurul kararı ile süresiz olarak katılma intifa senedi çıkarabilirler.

V. BANKA GARANTİLİ BONO

Banka garantili bono, Sermaye Piyasası Kanunu kapsamındadır. Çünkü kıymetli evrak niteliğine sahip bir belgedir. Bu belge, orta ve kısa vadeli (1-2 yıl) kaynak sağlar ve ihraç formalitesi yoktur. Ancak Medeni Kanun hükümleri saklıdır.

(21) Vural GÜNAL, "Katılma İntifa Senetleri", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, Büyük Tarabya Oteli İstanbul, 20-21 Nisan 1984, s.119.

Sermaye Piyasası Kanunu 31. Maddesi (c) ve (d) bentlerine göre;

- Bu tür evraktan sadece anonim ortaklıklar tarafından çıkarılanlar sermaye piyasası aracı olarak kullanılabilirler.

- Bunların halka arzına sadece bankalar aracılık edebilir.

- Banka tarafından halka arz edildiğinde, banka bu evrakın içerdiği mali yükümlülüklerle kefil olmuş sayılır.

- Bonunun esas sorumlusu ihraç eden anonim ortaklıktır.

VI. KATILMA BELGESİ

Menkul kıymet yatırım fonlarını oluşturmak için halktan toplanan paralar hisse senedi karşılığı değil de katılma belgesi karşılığı çıkarılır(22).

(22) Belkıs SEVAL, "Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları Neden Kurulamamaktadır?", İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ İŞLETME FAKÜLTESİ DERGİSİ, C.11, S.1 (Nisan 1981), s.230.

Katılma belgesi, belge sahibinin yönetici bankaya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona has hisse ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup emre veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilir(S.P.K. m.40).

Menkul kıymet portföyü oluşturmak üzere kurulan bu fonlar işletmelerin menkul kıymetlerine olan talebi artırarak ve halkın satın almasını sağlayarak işletmelerin menkul kıymetlerinin satılmasını ve likit hale gelmesini sağlarlar. Fakat direkt olarak işletmeye fon sağlamazlar.

İKİNCİ BÖLÜM

İŞLETME YATIRIMLARININ FİNANSMANINDA SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINDAN YARARLANILMA DURUMU

Birinci bölümde Sermaye Piyasası Kanununda belirtilen sermaye piyasası araçları kısaca tanıtılmıştır. Uzun dönemli fon arz ve talebinin hisse senedi ve tahsil gibi menkul kıymetlerle karşılandığı sermaye piyasası, işletmelerin uzun dönemli fon ihtiyaçlarını karşılamalarını sağlar.

Ülke kalkınmasının finansmanını sağlam kaynaklara dayandırmak ve finansman ihtiyacında olan işletmelere gerekli fonları sağlayarak tasarruf sahipleri ile aralarında sağlam ilişkiler kurmak ve bunları

geliştirmek, küçük tasarrufları menkul kıymetler aracılığıyla yatırımlara kanalize etmek Sermaye Piyasası Kanununun amacıdır. Bu nedenle araştırmamızın ikinci bölümünde işletmelerin menkul kıymet ihraçları ve yatırımların finansmanındaki payları incelenecektir.

I. YATIRIMLARIN FİNANSMANINDA HİSSE SENETLERİNİN YERİ

Hisse senetleri anonim şirketlerin sermayesinin belirli bir kısmını temsil eden menkul kıymetlerdir. Hisse senetleriyle sağlanan fonlar işletmeler açısından özkaynak niteliğindedir.

Özsermaye hukukî yapıları ne olursa olsun yeni kurulan firmalar için ilk fon kaynağını oluşturduğundan mevcut firmaların da borçlanarak kaynak sağlanmalarına olanak verir. Hiç bir işletme öz sermaye temeline dayanmadan borçlanarak kaynak temin edemez(1). İşletmeler kuruluş aşamasında belirli bir miktarı öz kaynak olarak getirmek zorundadır. Anonim şirket şeklinde olan işletmeler bu sermayeyi temsil eden hisse

(1) Öztin AKGÜÇ, Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi Yayın No: 2825, İşletme Fakültesi Yayın No: 123, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 41, B.3, Formül Matbaası, İstanbul, 1982, s.619.

senetleri çıkartmak zorundadırlar. Ayrıca yabancı kaynak kullanma durumunda kaldıklarında da öz kaynakları borç sağlamak için bir güvence oluşturacaktır.

Hisse senetleri, yukarıda belirttiğimiz sebeplerden dolayı yatırımların finansmanında önemli bir yere sahiptir. Yatırımların finansmanında hisse senetlerinin yerini ortaya koyabilmek için aşağıda özel sektör hisse senedi ihraçları belirlenmiştir.

A. ÖZEL SEKTÖR İŞLETMELERİ TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEN HİSSE SENEDİ TUTARLARI

İşletmelerin ihtiyaç duydukları ek sermayeyi sağlama yollarından birisinin mevcut sermayenin artırılması olduğunu birinci bölümde belirtmiştik. Eğer işletme finansman ihtiyacını özkaynak olarak sağlamak istiyorsa, şirket sermayesini temsil eden yeni hisse senetleri ihraç edecektir.

Özsermaye ile finansmanın en gelişmiş şekli hisse senedi ihracıdır. Hisse senedi vasıtasıyla yeni ortaklar ve dolayısıyla finansman kaynağı temin etmek işletme hayatının her noktasında başvuru labilecek bir finansman yöntemidir(2).

(2) Ünsal ANIL, "Türkiye'de Finansman Meseleleri", SEVK VE İDARE DERGİSİ, C.6, S.31 (Mart 1971), s.20.

Aşağıdaki tabloda 1978-1985 döneminde özel sektör işletmeleri tarafından ihraç edilen hisse senedi tutarları görülmektedir.

TABLO 1

1978-1984 DÖNEMİ
ÖZEL SEKTÖR HİSSE SENEDİ İHRAÇLARI

Yıllar	Tutar (Milyon TL.)
1978	3.773,0
1979	7.116,0
1980	21.915,0
1981	25.307,0
1982	109.523,0
1983	95.899,0
1984	156.581,6

Kaynak: T.C. Maliye ve Gümrük Bakanlığı
Yıllık Ekonomik Rapor (1982,
1983, 1984).

Tablo 1'de de görüldüğü gibi 1978 yılından 1983 yılına kadar hisse senedi ihraçları yıllar itibariyle artış göstermiştir. 1983 yılında ihraç tutarında bir düşüş gözlenmiş 1984 yılında ise önemli bir artış gözlenmiştir.

TABLO 2

1983-1984 DÖNEMİNDE
SERMAYE PİYASASI KURULUNUN
İHRAÇ İZİNİ VERDİĞİ HİSSE SENETLERİ

	<u>1983</u>	<u>1984</u>
Halka arzedilmek üzere hisse senedi ihraç edecek ortaklık sayısı	131	121
Halka arzedilmek üzere ihraç edilecek hisse senedi tutarı (Milyon TL.)	34.943,850	63.844,150

Kaynak: S.P.K.

İşletmeler tarafından ihraç edilmiş olan hisse senetlerinin yatırımlardaki payını ortaya koymak için toplam yatırım tutarını belirlememiz gerekmektedir. Bu durum aşağıdaki başlıkta incelenecektir.

B. YATIRIMLARIN HİSSE SENEDİ İHRAÇ EDİLEREK
SAĞLANMIŞ FONLARLA FİNANSE EDİLEN KISMI

Hisse senetlerinin yatırımların finansmanındaki payının belirlenebilmesi için öncelikle özel sektör

tarafından yapılan yatırımlar Tablo 3'de gösterilmiştir.

TABLO 3

1978-1984 DÖNEMİNDEKİ
ÖZEL SEKTÖR YATIRIMLARI

Yıllar	Özel Sektör Yatırımları (Milyon TL.)
1978	131.732,0
1979	238.200,0
1980	379.100,0
1981	489.700,0
1982	641.400,0
1983	865.700,0
1984	1.312.500,0

Kaynak: İktisadi Rapor (1983, 1984)

Tablo 4'de yapılan karşılaştırmaya baktığımızda özel sektör tarafından yapılan yatırımların finansmanında hisse senetlerinin çok düşük bir orana sahip olduğunu görmekteyiz. 1978 yılından 1984 yılına kadar oranda artış görülmesine karşın yine de düşüktür. Örneğin, 1984 yılında özel sektör tarafından

TABLO 4

1978-1984 DÖNEMİ
ÖZEL SEKTÖR YATIRIMLARI-
HİSSE SENEDİ KARŞILAŞTIRILMASI

<u>Yıllar</u>	<u>Özel Sektör Yatırımları (Milyon)</u>	<u>Özel Sektör Hisse Senedi İhraçları (Milyon)</u>	<u>Hisse Senetlerinin Yatırımlarda Kullanılma Oranı (%)</u>
1978	131.732,0	3.773,0	2,9
1979	238.200,0	7.116,0	3
1980	379.100,0	21.915,0	5,8
1981	489.700,0	25.307,0	5,2
1982	641.400,0	109.523,0	17,1
1983	865.700,0	95.899,0	11,1
1984	1.312.500,0	156.581,6	12

yapılan yatırımların finansmanında hisse senetlerinin yeri sadece % 12'dir.

1984 yılında hisse senedi ihraçlarındaki büyük artışın nedeni, 1 Ocak 1983 tarihinde uygulamaya konulan Yeniden Değerleme Kanunu uyarınca, yeniden değerlendirme yapan şirketlerin işlem ile ortaya çıkan değer artışını sermayelerine eklemeleri sonucu

ortaklarına verdikleri bedelsiz hisse senetleridir (3).

Birinci petrol krizinden beri gözlenen hızlı fiyat ve maliyet artışlarının yarattığı yatırım ve işletme finansmanı açığının, uygulanan kit ve pahalı para politikası ve gerçekçi kurlarla had safhaya çıkmasına karşın ülkemizde, sermaye piyasasının gerçek aracı olan hisse senetlerinin halka arzı yoluyla fon toplama sürecine hâlâ gidilememiştir.

II. YATIRIMLARIN FİNANSMANINDA TAHVİLLERİN YERİ

Birinci bölümde de belirtildiği gibi tahvil, anonim şirketlerin uzun vadeli olarak borç almalarını sağlayan bir menkul kıymettir. Sermaye Piyasası Kanununda da belirlenmiştir ve sermaye piyasasından fon sağlama araçlarının en önemlilerindedir. Yatırımların finansmanında tahvillerin yerini belirleyebilmek için öncelikle özel sektör tahvil ihraçları, yatırım tutarı ve yatırımların finansmanında tahvillerin payını ortaya koymamız gerekir.

(3) T.C. MERKEZ BANKASI, Yıllık Rapor 1984, Ankara, 1985, s.60.

A. ÖZEL SEKTÖR İŞLETMELERİ TARAFINDAN İHRAÇ
EDİLEN TAHVİL TUTARLARI

Tablo 5'de 1978-1984 yılları arasında özel sektör tarafından ihraç edilen tahvil tutarı verilmiştir.

TABLO 5

1978-1984 DÖNEMİNDE
ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRAÇLARI

<u>Yıllar</u>	<u>Özel Sektör Tahvil İhraçları</u> <u>(Milyon TL.)</u>
1978	2.199,0
1979	4.866,0
1980	18.011,0
1981	15.981,0
1982	13.245,0
1983	16.143,0
1984	11.778,0

Kaynak: Yıllık Ekonomik Rapor (1982, 1983,
1984)

Tablo 5'de görüldüğü gibi tahvil ihraçları 1980 yılına kadar artış eğilimi gösterirken 1980 yılından

TABLO 6

1983-1984 DÖNEMİNDE
SERMAYE PİYASASI KURULUNUN İHRAÇ İZİNİ
VERDİĞİ ÖZEL KESİM TAHVİLLERİ

	<u>1983</u>	<u>1984</u>
Halka arzedilmek üzere tahvil ihraç edecek ortaklık sayısı	50	26
Halka arzedilmek üzere ihraç edilecek tahvil tutarı (milyon TL.)	171.193,0	108.000,0
Halka arzedilmeksizin tahvil ihraç edecek ortaklık sayısı	3	8
Halka arzedilmeksizin ihraç edilecek tahvil tutarı (milyon TL.)	300,0	768,0

Kaynak: S.P.K.

sonra düşme eğilimi göstermiştir. Buna neden olarak T.T.K. tarafından tahvil ihraçlarına ilişkin üst sınırın getirilmiş olmasını gösterebiliriz. Ancak 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre tahvil ihraç limiti, ödenmiş sermayeye yedek akçeler eklenerek

varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutar olarak belirlenmiştir. Bu sayede birçok işletme yeni tahvil ihraç edebilme olanağına kavuşmuştur.

B. YATIRIMLARIN TAHVİL İHRAÇ EDİLEREK SAĞLANAN
FONLARLA FİNANSE EDİLEN KISMI

TABLO 7

1978-1984 DÖNEMİNDE

ÖZEL SEKTÖR YATIRIMLARI-TAHVİL KARŞILAŞTIRMASI

Yıllar	Özel Sektör Yatırımları (Milyon TL.)	Özel Sektör Tahvil İhraçl. (Milyon TL.)	Tahvillerin Yatırımlarda Kullanılma Oranı (%)
1978	131.732,0	2.199,0	1,7
1979	238.200,0	4.866,0	2,04
1980	379.100,0	18.011,0	4,8
1981	489.700,0	15.981,0	3,3
1982	641.400,0	13.245,0	2,06
1983	865.700,0	16.143,0	1,9
1984	1.312.500,0	11.778,0	0,9

Tablo 7'de görüldüğü gibi özel sektörün yapmış olduğu toplam yatırımların finansmanında tahvillerin payı oldukça düşüktür. 1980 yılında % 4,8 ile en

yüksek orana sahipken izleyen yıllarda düşme eğilimi göstermiştir. İncelenen dönemlerde 1984 yılı % 0,9 ile en düşük orana sahiptir.

Bu durum tahvil piyasasının gelişiminin yetersizliğini ve piyasanın ekonomik açıdan henüz önemse-
necek bir büyüklüğe ulaşmadığını ve yatırımların finansmanında pek fazla bir payının olmadığını göstermektedir.

Bu gelişmelerde, işletmelerin banka kredilerini tahvile borçlanmaya tercih etmesi kadar, halkın menkul kıymetlere karşı olan çekingen tavrın, anonim şirket sayısındaki azlığın, şirket tahvil ihraç sınırlarının dar tutulmuş olmasının ve birçok işletmenin bu sınıra ulaşmış olmasının da rolü vardır(4).

III. HİSSE SENETLERİ VE TAHVİL İHRACIYLA SAĞLANAN FONLARIN YATIRIMLARIN FİNANSMANINDAKİ PAYININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Bundan önceki kısımda 1978-1984 dönemine ilişkin hisse senedi ve tahvil ihraçlarıyla bunların

(4) Kemal SAĞLAM, "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Dünü, Bugünü, Yarını ve Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Öneriler", T. Tütüncüler Bankası, Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Semineri, Çeşme 1983, s.50.

yatırımların finansmanındaki payları verilmiştir.

Özel sektör tarafından yapılan yatırımlarda da nisbi bir azalma söz konusudur. 1973-1974 yıllarında özel sektör yatırımları, toplam yatırımlar içinde % 50 paya sahipken 1975 yılından itibaren giderek azalmış; 1981, 1982 ve 1983 yıllarında % 40'lerin altına düşmüştür.

1981'den sonraki yıllarda bu düşüşe yol açan iki önemli faktör, yatırımların, özellikle de özel yatırımların büyümesini engellemiştir(5):

- Birincisi, 1980 yıllarında başlayan ikinci petrol fiyatlarının yükselişidir. Bu durum, Türk ekonomisini etkilemiş, petrole ödenen döviz miktarı büyük ölçüde artmış, bu nedenle de yatırımlara gerekli bazı girdilerin ithalatı önemli ölçüde yapılamamıştır.

- İkinci önemli faktör olarak da 1980 yılından itibaren uygulamaya konulan ekonomik istikrar programı mevcut kıt kaynakların en verimli alanlara yönlendirilmesi ve kullanılmasını öngördüğünden yatırımlarda da kısa dönemde üretime geçebilecek ve dışa dönük

(5) TÜRKİYE TİCARET, SANAYİ, DENİZ TİCARET ODALARI VE TİCARET BORSALARI BİRLİĞİ, İktisadi Rapor 1984, Yayın No: 1984/6, s.25.

yatırımları teşvik kapsamına alarak ve mevcut atıl kapasitelerin kullanılması amacıyla yatırım projelerini bir öncelik sırası seçimine tabi tutmasıdır. Ayrıca enflasyon döneminin teşebbüslerin özkaynaklarında yarattığı yetersizlikler de bu dönemde giderilememiştir.

Özel sektör yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payında azalma gözlenirken finansman kaynaklarının da çok sağlıklı olmadığını tablolara bakarak söyleyebiliriz. Çünkü birincil piyasa (yeni menkul kıymet ihraç edilmesi) finansman gereksinmesini hisse senedi ve/veya tahvil çıkartma yoluyla karşılamak isteyen firmalar için uzun vadeli fon kaynağı oluşturan bir piyasadır. Uzun vadeli yatırımların uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi gereğinden dolayı yatırımların finansmanında bu sermaye piyasası araçlarıyla sağlanan fonların kullanılması uygun olacaktır.

Sermaye piyasası araçlarıyla sağlanan fonların yanı sıra otofinansmana gidilerek sağlanan fonlarla da yatırımların finanse edilmesi mümkünse de otofinansman, sermayenin serbestçe dolaşımını kısıtladığı için sermaye piyasasının gelişmesini de engeller. Çünkü girişimcilerin yatırım programlarını otofinansman aracılığıyla sağladıkları fonlarla finanse etmeleri halinde yeni tahvil ve hisse senedi çıkarımları bundan

etkilenecektir(6).⁶

Sermaye piyasası araçlarının kullanılmamasının diğer bir nedeni de küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin borç gereksinimlerini ticari bankalardan karşılamaları olmaktadır. Sermaye piyasalarının yeni gelişmekte olduğu ülkelerde bu tip firmalar sermaye piyasalarına hisse senedi ya da tahvil sunarak talepte bulunma açısından yeterli geniş görüşlülüğe ve hareket alanına sahip değildir(7).

İstikrar programlarının etkisiyle, döviz kurlarının pahalılaşması, faizlerin yükselmesi, talep düşüklüğü gibi nedenlerle, işletmelerin yalnız yatırım için değil, üretimlerini sürdürebilmek için dahi mümkün olan ölçüde hem tahvil ihracı hem de banka kredisi yoluna başvurma durumunda kalmaları kurumların özkaynak/yabancı kaynak dengelerini bozmuştur(8). Hisse senedi ihracı ile anonim şirketlerin sermaye

(6) Uçar DEMİRKAN, Sermaye Piyasaları ve Türkiyedeki Uygulamaları, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Yayın No: 1981/229, Ankara, 1981, s.42.

(7) DEMİRKAN, a.g.e., s.44.

(8) Azmi FERTEKLİGİL, Yatırımların Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü ve Önemi, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dairesi Yayın No: 17, 1983, s.19.

arttırımına gitmelerinin başlıca nedeni b̄orç/özsermaye oranını düzeltmek istemeleridir(9).

Hisse senedi ve tahvil ihraçlarıyla sağlanan fonların zaten düşük olmasına karşın birde işletme sermayesi eksliğini gidermede kullanılmaları yatırımların daha sağlıklı finansman kaynaklarıyla finanse edilmesine yol açmaktadır.

Yatırım kararlarında, sermaye kaynakları üzerinde durulurken sermayenin kısa süreli kaynakları (ticari kredi veya kısa süreli banka kredileri) hesaba katılmaz. Bununla beraber banka kredileri, sermayenin devamlı bir kaynağı olduğunda (yani kısa süreli banka kredileri her yıl banka tarafından yenileniyorsa) karar vericiler bunu gözönünde tutmalıdırlar(10).

Türk sermaye sahipleri, fon yaratma seçeneklerinden en önemlisi olan pay senedi ihracına, yani öz varlık artırımını yoluna gitmeyi hiç bir zaman tercih etmemiştir. Son derece güçlü mülkiyet duygusuyla kendi

(9) T.C. MERKEZ BANKASI, Yıllık Rapor 1977, Ankara, 1978, s.72.

(10) Semih BÜKER, İşletmelerin Finansal Yönetiminde Yatırım Kararları, Doktora Tezi, E.İ.T.İ.A., 1972, s.92'den "S.J. FLINK, D. GRUNETLALD, Managerial Finance, John Willey and Jons Inc. New York, 1969, s.324".

yatırımlarını yeni ortaklarla paylaşmayı hiç bir zaman yeğlemeyen sahip yöneticiler aşırı borçlanarak şirketlerinin iflas risklerini artırmışlardır(11).

Özel sektör yatırımları gittikçe azalan bir eğilim gösterirken yatırımların finansmanında kullanılması uygun olan uzun dönemli fon sağlama araçlarının (hisse senedi, tahvil) yeterli şekilde kullanılmaması hem yatırımların gittikçe düşmesine neden olacak hem de yapılan yatırımların riske düşmesine neden olacaktır. Çünkü yatırımların kısa süreli kredilerle finanse edilmesi işletmelerin ileriki yaşamlarında önemli finansal sorunlarla karşılaşmasına neden olacaktır.

Halkın tasarruflarını yatırımlara kanalize edebilmek için Sermaye Piyasası Kanununda sermaye piyasası araçları çeşitlendirilmiştir. Ancak Kanunun çıkışından itibaren hisse senedi ve tahvil dışındaki sermaye piyasası araçlarında ihraç sözkonusu olmadığı için araştırmanın bu bölümünde sadece hisse senedi ve tahvil ihraçlarının yatırımların finansmanındaki yeri araştırılmıştır.

(11) Belkıs SEVAL, "Sermaye Pazarlarının Türk Ekonomisindeki Gelişimi", YENİ İŞ DÜNYASI DERGİSİ, Yıl 3, S.35 (Eylül 1982), s.30.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI KANUNUNA TABİ BİR İŞLETME OLARAK PORİŞ'İN İNCELENMESİ

I. TANITIMI

PORİŞ, yurt dışında çalışan işçilerin tasarruflarını Türkiye'de değerlendirmek üzere çok ortaklı bir işçi şirketi olarak 18 Nisan 1974 tarihinde hükmi şahsiyet kazanmıştır. İşletme civata ve somun üretmek amacıyla kurulmuştur. 1977 yılına kadar fabrika binası tamamlanmış ve 1977 yılından 1981 yılına kadar deneme üretimi yapılmıştır. İşletmenin 2.873 ortağı vardır. Hisse senetlerinin nominal değerleri 5.000 liradır. PORİŞ, 1985 yılında Sermaye Piyasası Kanununa tabi olmuştur. İşletmenin tahvil ihracı yoktur.

İşletme tarafından ihraç edilen yeni hisse senetleri şirket bünyesindeki eski ortaklarına satılacaktır. Yalnız yeni ortak olarak Türkiye Sınai Kalkınma Bankası ortak olacaktır. İl Özel İdaresi de payını % 10'dan % 16'ya çıkaracaktır. Eski ortaklar sermaye artırımına gideceklerdir. Bugüne kadar işletme hiç kâr dağıtmamıştır.

İşletmede varolan kapasitenin altında çalışıldığından yeni yatırımlar yapılmamaktadır. İşletme, DESİYAB'ın rehabilitasyon listesine alınmıştır. Fakat DESİYAB, işletmeye kredi vermemektedir.

Dünya Bankasından, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası aracılığıyla dolar olarak 20 milyon karşılığı 10 yıl vadeli kredi alınmıştır. Bu kredi kur garantili olarak alınmıştır. Fakat bu kredi işletmeye nakit olarak verilmemiş, makinalar alındıkça üç taksitte verilmiştir.

II. İŞLETMENİN YATIRIMLARI

İşletmenin yapmış olduğu yatırımlar Tablo 8'de makina, bina ve demirbaş olarak birlikte gösterilerek verilmiştir.

TABLO 8

PORİŞ'İN 1975-1984 DÖNEMİ YATIRIMLARI

<u>Yıllar</u>	<u>Toplam Yatırım Tutarı</u>
1975	2.738.013.-
1976	19.795.400.-
1977	20.288.000.-
1978	6.420.277.-
1979	113.177.000.-
1980	200.000.000.-
1981	200.704.000.-
1982	298.557.000.-
1983	529.386.000.-
1984	1.754.611.000.-

III. YATIRIMLARIN FİNANSMANINDA YARARLANDIĞI KAYNAKLARA. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINDAN YARARLANMA
DURUMU

İşletmenin hisse senedi ihraç ederek sağladığı fonlar (öz kaynaklar) Tablo 9'da gösterilmiştir. İşletme 5.000.- lira nominal değerli hisse senetleri ihraç etmiştir. Ortak sayısı 100 ortağı geçtiği için

TABLO 9

PORİŞ'İN SERMAYE YAPISI

(Herbiri 5.000.- TL nominal değerli hisse senetleri)

<u>Yıllar</u>	<u>Sermaye Tutarı</u>	<u>Yeni Hisse Senedi İhraç Tutarı</u>
1975	20.000.000.-	20.000.000.-
1976	20.000.000.-	-
1977	20.000.000.-	-
1978	40.000.000.-	20.000.000.-
1979	40.000.000.-	-
1980	40.000.000.-	-
1981	120.000.000.-	80.000.000.-
1982	120.000.000.-	-
1983	120.000.000.-	-
1984	120.000.000.-	-

(2.873 ortağı var) hisse senetleri halka arz olunmuş bir anonim ortaklıktır. Bu durumda işletme sermaye piyasası araçlarından olan hisse senetleri aracılığıyla küçük tasarrufları bünyesinde toplamıştır.

İşletme ihtiyaç duyduğu ek sermayenin bir kısmını yeni hisse senedi ihraç ederek karşılamıştır. Eski ortaklar sermaye paylarını artırmışlar ve yeni ortak alınmamıştır (Türkiye Sınai Kalkınma Bankası haricinde).

B. İŞLETMENİN KULLANDIĞI DİĞER FİNANSMAN
KAYNAKLARI

İşletme özkaynakları dışında uzun vadeli ve orta vadeli yabancı kaynaklara başvurmuştur. Bunlar aşağıdaki tablo 10'da gösterilmiştir.

TABLO 10

PORİŞ'İN KULLANDIĞI YABANCI KAYNAKLAR

<u>Yıllar</u>	<u>Uzun Vadeli Krediler</u>	<u>Orta Vadeli Krediler</u>	<u>Kısa Vadeli Krediler</u>
1975	10.625.275.-	-	-
1976	17.151.239.-	-	-
1977	26.216.050.-	-	4.000.000.-
1978	2.929.186.-	-	-
1979	105.818.000.-	-	136.928.-
1980	173.000.000.-	-	-
1981	166.000.000.-	2.995.200.-	-
1982	257.206.000.-	-	-
1983	440.586.000.-	10.000.000.-	-
1984	761.134.000.-	-	7.642.000.-

İşletme, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası aracılığıyla Dünya Bankasından aldığı kur garantili uzun vadeli kredileri makine alımları karşılığında üç

taksitte kullanmıştır. Fakat 1983 yılından itibaren kur garantisi kalktığı için uzun vadeli kredilerinde bir artış varmış gibi izlenim doğmaktadır. Halbuki bunlar gerçek anlamda fon kaynağı değildir.

IV. YATIRIMLARIN FİNANSAL YAPISININ DEĞERLENDİRİLMESİ

1975 Yılı: İşletme 1975 yılında yapmış olduğu 2.738.013.- liralık yatırımın tamamını öz kaynaklarından sağlamıştır. Türkiye Sınai Kalkınma Bankasından aldığı 10.625.275.- liralık uzun vadeli krediyi de gelecek dönemlerde yapacağı sabit sermaye yatırımları için ayırmıştır.

1976 Yılı: İşletme satın almış olduğu 14.043.467.- liralık makinelerin tamamını uzun vadeli yabancı kaynaklarla karşılamıştır. 4.851.933.- liralık diğer yatırımlarını da özkaynaklarıyla karşılamıştır. Yatırımlar % 25 özkaynaklarıyla; % 75'de uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmiştir.

1977 Yılı: 1976 yılında yapılan toplam 20.288.000 liralık yatırımın % 26'sı özkaynaklarla; % 74'ü de uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmiştir.

1978 Yılı: 1978 yılında fabrika binası tamamlanmış ve deneme üretimine geçilmiştir. Bu yılda işletme sermayesini % 100 artırarak 20.000.000.- liradan

40.000.000.- liraya çıkartmıştır. % 45,62'si uzun vadeli yabancı kaynaklarla; % 54,38'i özsermaye ile finanse edilmiştir.

1979 Yılı: 1979 yılında yapılan 113.177.000.- liralık yatırımın % 93'ü uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmiş; % 7'lik kısmı da özkaynaklarla finanse edilmiştir.

1980 Yılı: 1980 yılında yapılan 200.000.000.- liralık yatırımın % 86'sı uzun vadeli yabancı kaynaklarla geri kalan % 14'lük kısmı ise özkaynaklarla finanse edilmiştir.

1981 Yılı: 1981 yılında yapılan 200.704.000.- liralık yatırımın % 82'sini uzun vadeli yabancı kaynaklarla karşılamıştır. 1981 yılında deneme üretiminden esas üretime geçen fabrika sermayesini % 300 artırarak 40.000.000.- liradan 120.000.000.- liraya çıkartmıştır.

1982 Yılı: 1982 yılında yapılan 298.557.000.- liralık yatırımın % 86'lık kısmı uzun vadeli yabancı kaynaklardan geri kalan % 14'lük kısmı da özsermayeden karşılanmıştır.

1983 Yılı: İşletme 1983 yılında yapmış olduğu 529.386.000.- liralık yatırımın % 83'lük kısmını uzun vadeli yabancı kaynaklardan; % 17'lik kısmını ise özkaynaklardan karşılamıştır.

1984 Yılı: İşletme 1984 yılında yapmış olduğu 1.725.731.000.- liralık yatırımın % 57'sini uzun vadeli yabancı kaynaklardan geri kalan % 43'lük kısmını da özkaynaklarından karşılamıştır.

İşletme hiç tahvil ihracında bulunmamıştır. Yıllık itibariyle işletmenin durumuna baktığımız zaman işletmenin yabancı sermayeyi oldukça fazla bir şekilde kullandığını görmekteyiz.

İşletme Sermaye Piyasası Kanununa tabi bir işletme olmasına rağmen tahvil ihracında bulunmamıştır. Çünkü Türkiye Sınai Kalkınma Bankasından almış olduğu % 67 faizli uzun vadeli krediyi ödemekte güçlük çekmiştir. Kur garantisi de ortadan kalkınca yabancı kaynak/özkaynak dengesi bozulmuştur.

İşletme atıl kapasite ile çalıştığından yeni yatırım yapma ihtiyacı duymamaktadır. İşletme yatırımlarını özkaynak ve uzun vadeli yabancı kaynakla finanse ettiğinden, yatırımların uzun vadeli fonlarla finanse edilmesi ilkesine uymuştur. Ancak faiz ve kur farkı gibi nedenlerle borçlarını ödemede güçlüğü düşmüştür. Bu nedenlerle işletme hiç kâr payı dağıtamamıştır. Bu durum da ortaklar arasında sermaye artırımına gidilme konusunda isteksizlik uyandırmıştır.

İşletme sermaye artırımına giderek veya yeni uzun vadeli yabancı kaynaklar bularak eski borçlarını ödemeli ve yabancı kaynak/özkaynak oranını dengeli bir hale getirmelidir.

S O N U Ç

Tasarrufların faydalı yatırım projelerine kanallize edilmesi, ekonomik kalkınmanın hızlanmasına olumlu yönden etki etmektedir. Yatırım projelerinin tasarımlarını yapan kimselerle tasarruf sahiplerini bir araya getiren sermaye piyasaları ise ulusal tasarrufları yatırım projelerine kanallize eden bir sistem olarak ekonomik kalkınmada rol oynarlar(1). Eğer tasarruflar, oluştukları zamanda yatırımlara aktarılabilirse ekonomide sermaye birikimi artar. Bu, ekonomide ekonomik kalkınmanın hızlanması ve finansmanın sağlıklı finansman kaynaklarına kavuşturulması şeklinde kendini

(1) Tülin ÇAĞLAR, "Portföy Yönetimi", MUHASEBE ENSTİTÜSÜ DERGİSİ, C.3, S.7 (Şubat 1977), s.93.

gösterir(2). Artan tasarrufların üretken ve verimli yatırımlara, özellikle sanayi yatırımlarına dönüştürülmesinde sermaye piyasası önemli bir rol oynamaktadır(3).

Büyük bir yatırımın bireysel yaklaşımla gerçekleştirilmesi çok güç olduğu gibi, birey böyle bir yatırımı gerçekleştirebilse bile işin devamlılığı için bireysel işletme yerine sermaye ortaklığı yeğlenecektir. Sermaye ortaklığı birçok bireyin katılması ile gerçekleşince bu yoldan alabildiğince fon yaratmak ve çok büyük birimleri oluşturmak da olanak içine girecektir(4). Pay senedi, tahvil gibi menkul kıymetlerin halka satışı esas olduğundan, sermaye piyasası yönünden kapalı anonim ortaklıkların fazla bir önemi yoktur. Sermaye piyasası aracılığıyla uzun vadeli kredi ihtiyacını gideren anonim ortaklık zorunlu olarak halka

(2) İsmail TÜRK, "Açış Komisyonu", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, Büyük Tarabya Oteli, İstanbul, 1984, s.16.

(3) Ali NİZAMOĞLU, "Sermaye Piyasası", PARA DERGİSİ, S.10 (Ekim 1981), s.27.

(4) Atilla GÖNENLİ, "Büyüme Açısından Banka-Holding İlişkileri", SEVK VE İDARE DERGİSİ, C.13, S.115 (Mart 1978), s.21.

açık bir nitelik gösterir(5).

İktisaden gelişmiş ülkelerde, büyük işletmeler genellikle anonim şirket şeklinde olduğu ve gelişmiş bir sermaye piyasasının varlığı görülür. İktisaden gelişmiş ülkeler kalkınmalarını büyük işletmelere, büyük işletmeler de birikmiş tasarruflara ve sermaye piyasasına borçludurlar. Çünkü işletmeler ihtiyaç duydukları sermayeyi sermaye piyasasından kolaylıkla temin edebilmişler ve böylece gelişme imkanına sahip olmuşlardır(6).

İktisadi bakımdan az gelişmiş ülkelerde ise sermaye piyasaları tam olarak gelişmediği için küçük tasarruflar oluştukları anda yatırımlara kanalize olamamakta ve işletmeler ya yatırımlardan vazgeçmekte ya da kısa veya uzun vadeli banka kredileriyle veya diğer kredilerle yatırımlarını finanse etmeye çalışmaktadırlar.

(5) Sabih ARKAN, Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Ya.No: 121, Ankara, 1976, s.2.

(6) Suat MIRZA, Sermaye Piyasası, Türkiye'deki Durumu ve Muhtemel Gelişmesi, E.İ.T.İ.A. Ya.No: 29-6, İstanbul, 1965, s.5.

Mevduat ve kredi faizlerinin, idari kararlarla şirketlere reel bir maliyet yüklemeyecek ölçüde düşük tutulması ve gerçekçi olmayan kurlarla (sabit kur garantisi altında) temin edilen dış kredilerin, kur riski devlete kalacak bir uygulama ile Türk Lirası ile ödenebilme imkanı şirketleri sermaye artırma yoluyla (özkaynak) finansman yerine iç ve dış kredi kullanma yöntemi ile finansmana itmiştir.

Şirketler sürekli artan enflasyonist ortamda işletme sermayelerini devam ettirmeye dahi imkân bulamamışlar, fon yaratma gücü kısıtlanarak kâr dağıtmaktan kaçınmışlardır. Kâr payı dağıtımına gidemeyen ya da enflasyona oranla düşük oranlarda kâr payı dağıtan şirketlerin pay senetlerine olan talep yavaş yavaş canlanmakta olan pay senedi piyasasına büyük bir darbe indirmiştir(7). Aslında büyümenin finansmanı evvela bünye içinde yaratılan fonlarla (otofinansman) sonra buna ek kredilerle ve nihayet doğrudan doğruya birincil sermaye piyasalarına açılarak sağlanmıştır(8).

Belirttiğimiz bu nedenlerden dolayı sermaye piyasası araçları olan hisse senedi ve tahvil ihraçları

(7) SEVAL, "Sermaye...", s.31.

(8) Çetin TOKCAN, "Holdingleler", SEVK VE İDARE DERGİSİ, C.13, S.115 (Mart 1978), s.10.

çok yetersiz bir düzeyde kalmış ve yatırımların finansmanında kullanılamamıştır. İşletmeler yeni yatırımlarını finanse edecek kaynaklar bulamadıklarından incelediğimiz dönemlerde toplam yatırımlarda özel sektör yatırımlarının oranı düşmüştür. Halbuki uzun dönemli fon arz ve talebinin karşılaştığı bir piyasa olan sermaye piyasaları gelişmiş olursa tasarruflar, oluştukları anda yatırımlara kanalize olabilecekler ve yatırımlar sağlıklı bir finansman yapısına kavuşacaklardır.

Yatırımların güvenli ve düzenli bir şekilde finanse edilebilmesi, istikrarlı bir ekonomik kalkınma, artan gelir düzeyi ve tasarruf hacmi için sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve sermaye piyasası araçlarından yararlanılması zorunlu görülmektedir.

Y A R A R L A N I L A N K A Y N A K L A R

- AKGÜÇ, Öztin : Finansal Yönetim, İstanbul Üniv. Ya.No: 2825, İşletme Fak. Ya.No: 123, Muhasebe Enst. Ya.No: 41, B.3, Formül Matbaası, İstanbul, 1982.
- ANIL, Ünsal : "Türkiye'de Finansman Meseleleri", SEVK VE İDARE DERGİSİ, C.6, S.31 (Mart 1971).
- ARKAN, Sabih : Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Ya.No: 121, Ankara, 1976.

- AŞIKOĞLU, Rıza : Sermaye Piyasası, Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme, T.C. Anadolu Üniv. Ya.No: 35, İ.İ.B.F. Ya.No: 13, Eskişehir, 1983.
- BAKLACIOĞLU, Sadık : "Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahvil", Türkiye 'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşları) Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, Büyük Tarabya Oteli, İstanbul, 20-21 Nisan 1984.
- BOZER, Ali : Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enst., Bankacılar Serisi No: 10, Ya.No: 28, B.6, Ankara, 1983.
- BÜKER, Semih : İşletmelerin Finansal Yönetiminde Yatırım Kararları, Doktora Tezi, E.İ.T.İ.A., Eskişehir, 1972.

- CEMALCILAR, İ.
BAYAR, D.
AŞKUN, İ.C.
ÖZ-ALP, Ş. : İşletmecilik Bilgisi, E.İ.T.İ.A.
Ya.No: 206, Eskişehir, 1979.
- ÇAĞLAR, Tülin : "Portföy Yönetimi", MUHASEBE
ENSTITÜSÜ DERGİSİ, C.3, S.7
(Şubat 1977).
- DEMİRKAN, Uçar : Sermaye Piyasaları ve Türkiye-
deki Uygulamaları, Maliye
Bakanlığı Tetkik Kurulu Ya.No:
1981/229, Ankara, 1981.
- DONNELL, J.L.
YÜKSEL, Ali Sait : Para Bulmanın Seçilmiş Konuları,
Ayyıldız Matbaası, Ankara, 1970.
- ERÇOKLU, Yusuf Ziya : "Sermaye Piyasasında Tahviller",
Türkiye'de Sermaye Piyasası
(Araçlar ve Kuruluşları),
Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-
Panel, Büyük Tarabya Oteli
İstanbul, 20-21 Nisan 1984.
- EROLGAÇ, Yılmaz : Hisse Senetleri ve Tahviller,
Bunlara İsbetli Yatırım Yapmanın
Yolları, Yükselen Matbaacılık
İmt. Şti. İstanbul, 1976.

- ERTUNA, Özcan : İşletme Finansmanı, T.C. Anadolu Üniversitesi Ya.No: 71, Açıköğretim Fak. Ya.No: 18, Fasikül 4, Ünite 22, Ankara, 1985.
- FERMAN, Cumhuri : "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar", Uluslararası Sermaye Piyasası ve Banka Semineri, Tütüncüler Bankası A.Ş., Çeşme, 1983.
- FERTEKLİGİL, Azmi : Yatırımların Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü ve Önemi, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dairesi Ya.No: 17, Aralık 1983.
- GÖNENLİ, Atilla : "Büyüme Açısından Banka Holding İlişkileri", SEVK VE İDARE DERGİSİ, C.13, S.115 (Mart 1978).
- GÖNENLİ, Atilla : "İşletmelerin Büyüme ve Yatırım Politikaları", ADANA İ.T.İ.A. DERGİSİ No: 60 (Nisan 1977).

- GÜNAL, Vural : "Kâr-Zarar Ortaklığı Belgesi", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, Büyük Tarabya Oteli İstanbul, 20-21 Nisan 1984.
- GÜNAL, Vural : "Katılma İntifa Senetleri", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, Büyük Tarabya Oteli İstanbul, 20-21 Nisan 1984.
- GÜRSON, Cudi Tuncer : "Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahvil", YENİ İŞ DÜNYASI DERGİSİ, Aralık 1980.
- İNSELBAĞ, Işık : "İşletmelerin Yatırım ve Finansman Kararları Arasındaki Etkileşim", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLANLAMASI DERGİSİ, Yıl 1, S.3 (Eylül 1979).
- KUNTALP, Erden : "Kâr Ortaklığı Belgesi", T. Bankalar Birliği Ya.No: 123, Ankara, 1983.

- MİRZA, Suat : Sermaye Piyasası, Türkiye'deki Durumu ve Muhtemel Gelişmesi, E.İ.T.İ.A. Ya.No: 29-6, İstanbul, 1965.
- NİZAMOĞLU, Ali : "Sermaye Piyasası", PARA DERGİSİ, S.10 (Ekim 1981).
- ÖZBAŞAR, Sera : İşletme Politikası, Büyüme Stratejileri ve Yönetimi, Ufuk Matbaası, İstanbul, 1981.
- ÖZKAZANÇ, Önder : İktisadi Analiz, T.C. Anadolu Üniversitesi Ya.No: 40, Açık-öğretim Fak. Ya.No: 12, Ankara, 1984.
- SEVAL, Belkıs : "Türkiye'de Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları Neden Kurulamamaktadır?", İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ İŞLETME FAKÜLTESİ DERGİSİ, C.11, S.1 (Nisan 1981).
- SEVAL, Belkıs : "Sermaye Pazarlarının Türk Ekonomisindeki Gelişimi", YENİ İŞ DÜNYASI DERGİSİ, Yıl 3, S.35 (Eylül 1982).

- SAĞLAM, Kemal : "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Dünü, Bugünü, Yarını ve Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Öneriler", T. Tütüncüler Bankası, Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Semineri, Çeşme, 1983.
- ŞENER, Tülin : "Hızlı Enflasyon Altında Sermaye Piyasasındaki Gelişmeler ve Yatırım Kararları", Türkiye'nin Ekonomik Kalkınma Sürecinde Sermaye Piyasasının Rolü Semineri, Banker Kastelli Menkul Değerler A.Ş., 1980.
- TOKCAN, Çetin : "Holdingleler", SEVK VE İDARE DERGİSİ, C.13, S.115 (Mart 1978).
- TÜRK, İsmail : "Açıs Konuşması", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, Büyük Tarabya Oteli İstanbul, 1984.

- ULUSOY, Yılmaz : "Hisse Senetleri", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, Büyük Tarabya Oteli İstanbul, 1984.
- YILMAZ, C.
KABAKÇI, A. : "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi ve Diğer Menkul Kıymetler", FİNANSAL YÖNETİM VE YATIRIM PLANLAMASI DERGİSİ, C.4, S.15-16 (Aralık 1982).
- S.P.K. Araştırma ve Geliştirme Dairesi : "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Bugünkü Durumu", Ankara, 1985.
- TÜRKİYE TİCARET, SANAYİ DENİZ TİCARET ODALARI VE TİCARET BORSALARI BİRLİĞİ : "İktisadi Rapor", Ankara, 1983.
- TÜRKİYE TİCARET, SANAYİ DENİZ TİCARET ODALARI VE TİCARET BORSALARI BİRLİĞİ : "İktisadi Rapor", Ankara, 1984.

TÜRKİYE TİCARET, SANAYİ
DENİZ TİCARET ODALARI
VE TİCARET BORSALARI
BİRLİĞİ

: İktisadi Rapor, Ankara, 1985.

T.C. MERKEZ BANKASI,

: Yıllık Rapor, 1978.

T.C. MERKEZ BANKASI

: Yıllık Rapor, 1979.

T.C. MERKEZ BANKASI

: Yıllık Rapor, 1980.

T.C. MERKEZ BANKASI

: Yıllık Rapor, 1981.

T.C. MERKEZ BANKASI

: Yıllık Rapor, 1982.

T.C. MERKEZ BANKASI

: Yıllık Rapor, 1983.

T.C. MERKEZ BANKASI

: Yıllık Rapor, 1984.

T.C. MERKEZ BANKASI

: Yıllık Rapor, 1985.

T.C. MALİYE BAKANLIĞI

: Yıllık Ekonomik Rapor, 1979.

T.C. MALİYE BAKANLIĞI

: Yıllık Ekonomik Rapor, 1980.

T.C. MALİYE BAKANLIĞI

: Yıllık Ekonomik Rapor, 1981.

T.C. MALİYE BAKANLIĞI

: Yıllık Ekonomik Rapor, 1982.

T.C. MALİYE VE

GÜMRÜK BAKANLIĞI

: Yıllık Ekonomik Rapor, 1983.

T.C. MALİYE VE

GÜMRÜK BAKANLIĞI

: Yıllık Ekonomik Rapor, 1984.

2499 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU

TÜRK TİCARET KANUNU