

T.C  
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**BORSA KAVRAMI VE İMKB’NİN  
TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİSİ**

**ALİ KEMAL ÖZBAY**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**DANIŞMANI**

**Doç. Dr. ALİ YILMAZ GÜNDÜZ**

**İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisans Üstü Eğitim ve Öğretim**

**Sınav Yönergesinin İktisat Anabilim Dalı İçin Öngördüğü**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ Olarak Hazırlanmıştır.**

**MALATYA – ŞUBAT 2007**

**İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne**

**MALATYA**

İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Öğrencisiyim. Sosyal Bilimler Enstitüsü Eğitim ve Öğretim Sınav Yönetmeliği gereği Yüksek Lisans Tezimi tamamladım.

Hazırladığım Yüksek Lisans Tezi ekte sunulmuştur

Gereğini bilgilerinize arz ederim.

27.02.2007

Ali Kemal ÖZBAY

**EKİ:**

**EK-1:** 7 (Yedi) Adet Yüksek Lisans Tezi

**Konu:** Borsa Kavramı ve İMKB'nin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkisi

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE**

**MALATYA**

İşbu Çalışma Jürimiz Tarafından İktisat Anabilim Dalı YÜKSEK LİSANS  
TEZİ Olarak Kabul edilmiştir.

**BAŞKAN**

Adı-Soyadı ve Unvanı (İmza)

.....

**ÜYE**

Adı-Soyadı ve Unvanı (İmza)

.....

**ÜYE**

Adı-Soyadı ve Unvanı (İmza)

.....

**ONAY**

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

...../...../2007

**Prof. Dr. S. Kemal KARTAL**

**Enstitü Müdürü**

## **ONUR SÖZÜ**

Yüksek Lisans Tezi Olarak Sunduğum “Borsa Kavramı ve İMKB’nin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkisi” başlıklı çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın tarafımdan yapıldığını ve yararlandığım bütün yapıtların hem metin içinde hem de kaynakçadan yöntemine uygun biçimde gösterilenlerden oluştuğunu belirtir, bunu onurumla doğrularım.

**Ali Kemal ÖZBAY**

## ÖNSÖZ

Seçilen konu itibarı ile memnun olduğum tez çalışmamın uzun süren çalışma dönemi sonunda tamamlamış olmaktan dolayı hissettiğim güzel duyguları paylaşmak isterim.

“Borsa” kavramı deyince bildik, tanıdık bir kavram gibi görünse de bu bilgilerimiz her gün haber kanallarında, ekonomi bültenlerinde, gazete ve dergilerde okuduğumuz veya duyduklarımızdan öteye geçemeyen günlük yorumlarla sınırlı, sığ değerlendirmelerdir. Belki de “Borsa Kavramı ve İMKB’nin Türkiye Ekonomisine Etkisi.” konulu bu tez çalışmamı seçmekte etkili olan kısa bir anekdotu aktarmak; bu konuyu seçme ve çalışmamın amacını daha iyi ifade etmemde etkili olacaktır. 1989-90’lı yıllarda Ankara’da henüz öğrenci iken bir borsa aracı kurum şubesinin seans salonunda önümdeki sırada her hallerinden kendi imkânları çerçevesinde yatırım yapmış olduğuna kani olduğum iki küçük yatırımcı arasında geçen kısa konuşma esnasında duyduklarım şöyle idi. Sen ne kadar oynadın? Hangi kâğıdı aldın. O kâğıt seni batırır. Gel benim kâğıttan al. Onu satıp dolar mı mark mı alsam. Gibi konuşmalar sürerken biri ötekine karşıdaki panoda sembol halindeki dolar ve mark işaretlerinin ne olduğunu soruyordu!

O günlerde bu kısa anektota konu olan kişilerden çokta farklı bir borsa anlayışına sahip olmadığım gerçeği ileriki yıllarda elde ettiğim yüksek lisans öğrenciliğimde tez konusu olarak bu alanı seçmemdeki paralelliğin rastlantı olmadığını da ifade etmek isterim. Ancak çalışma konumun yeni sayılabilecek bir alan olması, konu ile ilgili merkezlerin uzaklığı hem literatür zenginliği hem de bu merkezlerdeki kısıtlı yayınlara ulaşmakta sorunlar nedeniyle bir hayli mücadeleci geçmiştir.

Çalışmalarım sırasın da bana karşı insanüstü bir sabır ve anlayışla destek veren ve yol göstericiliği ile bu âcizane çalışmanın sonlandırılmasında büyük katkı sağlayan değerli hocam ve tez danışmanım Doç. Dr. Ali Yılmaz GÜNDÜZ’e Teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim. Yine çalışmamla ilgili çeşitli vesilelerle beni teşvik eden gençliği, azmi ve ilkeli çalışmaları ve başarılı profili ile bizlere örnek olan İktisat Anabilim Dalı Başkanı Prof. Dr. Çetin DOĞAN Hocama Teşekkürlerimi sunarım.

*Sevgili Yavrularıma*

A. Kemal ÖZBAY

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ .....	V
TABLOLAR DİZELGESİ .....	XII
KISALTMALAR .....	XIII
“BORSA KAVRAMI VE İMKB’NİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİSİ KONULU ARAŞTIRMA HAKKINDA AÇIKLAMALAR .....	XV
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### BORSA KAVRAMI VE BORSALARIN DÜNYA VE TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ VE İŞLEVLERİ

1.1. BORSA KAVRAMI .....	3
1.1.1. Malî Piyasa .....	3
1.1.1.1. Para Piyasası (Money Market).....	3
1.1.1.2. Sermaye Piyasası (Capital Market) .....	3
1.1.1.2.1. Özellikleri .....	5
1.1.1.2.2. Çeşitleri.....	5
1.1.2. Para Piyasası ile Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler .....	6
1.2. SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARIN TARİHİ, İŞLEVLERİ.....	6
1.2.1. Sermaye Piyasalarının Tarihi.....	6
1.2.1.1. Osmanlı Dönemi .....	6
1.2.1.2. Cumhuriyet Dönemi.....	7
1.2.2. Menkul Kıymetler Borsaları(MKB) .....	9
1.2.2.1. Devlet Borsaları .....	9
1.2.2.2. Özel Borsalar .....	9
1.2.3. Dünyada Borsanın Tarihi .....	11
1.2.4. Türkiye'de Borsanın Tarihi.....	12

**İKİNCİ BÖLÜM**  
**SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI**

<b>2.1. GENEL BİLGİLER .....</b>	<b>16</b>
<b>2.2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ KAYDI DEĞER HALİNDE İŞLEM GÖRMESİ.....</b>	<b>17</b>
<b>2.3. HİSSE SENETLERİ .....</b>	<b>19</b>
<b>2.3.1. Hisse Senetlerinin Tanımı ve Nitelikleri.....</b>	<b>19</b>
<b>2.3.2. Hisse Senetlerinin Sağladığı Haklar ve Mali Sorumluluklar .....</b>	<b>21</b>
<b>2.3.3.Hisse Senedi Çıkaracak Kuruluşlar.....</b>	<b>22</b>
<b>2.3.3.1 Anonim Şirketler .....</b>	<b>23</b>
<b>2.3.3.2 Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar .....</b>	<b>24</b>
<b>2.3.3.3. Özel Kanunlarla Kurulmuş Bulunan Kuruluşlar .....</b>	<b>24</b>
<b>2.3.4. Hisse Senetlerinin Fiyatı, Değeri ve Türleri.....</b>	<b>24</b>
<b>2.3.4.1. Hisse Senedi Fiyat Tanımlamaları .....</b>	<b>24</b>
<b>2.3.4.2. Hisse Senedinin Değer Tanımlamaları .....</b>	<b>26</b>
<b>2.3.4.3. Hisse Senedi Türleri .....</b>	<b>27</b>
<b>2.3.4.3.1. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri .....</b>	<b>27</b>
<b>2.3.4.3.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri.....</b>	<b>28</b>
<b>2.3.4.3.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri .....</b>	<b>28</b>
<b>2.3.4.3.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri .....</b>	<b>29</b>
<b>2.3.4.3.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri .....</b>	<b>29</b>
<b>2.3.5. Hisse Senetlerinde Şekil Şartları .....</b>	<b>29</b>
<b>2.3.6. Hisse Senetlerinin Ekonomik Önem ve İşlevleri.....</b>	<b>30</b>
<b>2.3.7. Hisse Senedinin Türleri.....</b>	<b>31</b>
<b>2.3.7.1. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri(KZOB) .....</b>	<b>31</b>
<b>2.3.7.2.Katılma İntifa Senetleri(KİS).....</b>	<b>32</b>
<b>2.3.7.3. Oydan Yoksun Hisse Senetleri (OYHS) .....</b>	<b>33</b>
<b>2.3.7.4. Tahviller .....</b>	<b>33</b>
<b>2.3.7.5. Diğer Menkul Kıymetler .....</b>	<b>33</b>
<b>2.3.7.5.1. Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS) .....</b>	<b>33</b>

2.3.7.5.2. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar .....	34
2.3.7.5.3. Finansman Bonoları .....	34
1.3.7.5.4.Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) .....	35
2.3.7.5.5. Gayrimenkul Sertifikaları .....	36
<b>2.4. ARACI KURULUŞLAR .....</b>	<b>36</b>
2.4.1. Aracı Kurumların Kuruluş Şartları .....	37
2.4.2.Aracı Kurumların Öz sermayeleri İle İlgili Düzenleme.....	37
2.4.3. Aracı Kuruluşların Faaliyet Konuları.....	38
2.4.4. Aracı Kuruluşların Faaliyet İzni ve İzin Esasları .....	39

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB)

<b>3.1.YASAL ÇERÇEVE .....</b>	<b>43</b>
<b>3.2. BORSANIN TANIMI VE GÖREVLERİ.....</b>	<b>43</b>
3.2.1. Borsanın Tanımı .....	43
3.2.2. İMKB'nin Görev ve Yetkileri.....	44
<b>3.3. BORSANIN ORGANİZASYONU .....</b>	<b>46</b>
<b>3.4. İMKB'NİN KOTASYON KOŞULLARI .....</b>	<b>48</b>
<b>3.5. HİSSE SENETLERİ PİYASASI.....</b>	<b>56</b>
3.5.1. Borsa Üyeleri ve Üye Temsilcileri .....	57
3.5.2. Hisse Senetlerinin Halka Arzı .....	60
3.5.2.1. Şirketler ve Halka Arz .....	60
3.5.2.1.1. Halka Arz Yöntemleri.....	61
3.5.2.1.2. Hisse Senetlerinin Halka Arzında Satış Yöntemleri .....	63
3.5.2.1.3. Satış Fiyatının Belirlenmesi .....	64
3.5.2.3. Satılmayan Hisse Senetlerinin Aracı Kuruluşça Satın Alınması .....	66
3.5.3. Halka Arz Prosedürü .....	66
3.5.4. Borsada İşlem Görme Esasları.....	67
<b>3.6. HİSSE SENETLERİNİN BORSADA İŞLEM GÖRMESİ .....</b>	<b>68</b>
3.6.1. İMKB'de Birincil Piyasa İşlemleri.....	69



3.6.1.1. İMKB'de İşlem Gören Ortaklıkların Birincil Piyasası.....	69
3.6.2. İMKB'de İkincil Piyasa İşlemleri .....	71
3.7. İMKB'NİN İŞLEYİŞİ .....	71
3.7.1. Hisse Senedi Piyasasında Pazarlar ve Seans Saatleri.....	73
3.7.1.1 Ulusal Pazar .....	74
3.7.1.2. İkinci Ulusal Pazar. ....	76
3.7.1.3. Toptan Satışlar Pazarı .....	77
3.7.1.4. Yeni Ekonomi Pazarı .....	78
3.7.1.5.Gözaltı Pazarı.....	80
3.7.1.6. Fon Pazarı .....	82
3.8. HİSSE SENEDİ İŞLEMLERİNDE TAKAS VE SAKLAMA.....	82
3.8.1. İMKB. Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ....	83
3.8.2. Hisse Senedi Takas İşlemleri .....	84
3.8.2.1. Hisse Senedi Takasında Uygulanan Temel Prensipler.....	85
3.8.2.2. Takas Süresi .....	86
3.8.3. Hisse Senedi Saklama İşlemleri.....	87
3.8.3.1. Saklama Hesapları.....	87
3.8.3.1.1. Saklamaya Kabul Edilecek Menkul Kıymetlerin Nitelikleri.....	88
3.8.3.2. Müşteri Bazında Saklama.....	88
3.8.3.2.1. Alo Takas Hizmetleri .....	90
3.8.4. Endeksler.....	91
3.8.4.1. Genel Tanım .....	91
3.8.4.2. Bir Endeksin Oluşturulmasında Önemli Kriterler .....	91
3.8.4.3. İMKB Hisse Senetleri Endeksleri .....	92
3.8.4.3.1. İMKB–30 ve İMKB–100 Endekslerinde Yer Alacak Hisse Senetlerinin Seçimi .....	93
3.8.4.4. Endeksin Hesaplama Yöntemi .....	94

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### BORSA'NIN EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİ

<b>4.1. İMKB'NİN EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİ .....</b>	<b>97</b>
<b>4.1.1. Büyümeye Etkisi .....</b>	<b>97</b>
<b>4.1.1.1. Yatırımların Artması .....</b>	<b>97</b>
<b>4.1.1.2. Ekonomiye Kaynak Sağlama.....</b>	<b>98</b>
<b>4.1.1.3. Likidite ve Sermaye Hareketliliği Sağlama.....</b>	<b>100</b>
<b>4.1.1.4. Tasarrufların Değerlenmesi.....</b>	<b>102</b>
<b>4.1.1.5. Yatırımların Verimli Kaynaklara Yönelmesi .....</b>	<b>103</b>
<b>4.1.2. Ekonomide Güvence Oluşturma Etkisi.....</b>	<b>105</b>
<b>4.1.2.1. Güvence Etkisi .....</b>	<b>106</b>
<b>4.1.2.2.Barometre Etkisi.....</b>	<b>106</b>
<b>4.1.2.3. Tek Fiyat Oluşturma Etkisi.....</b>	<b>106</b>
<b>4.1.2.4. Sermaye Mülkiyetini Tabana Yayma Etkisi.....</b>	<b>107</b>
<b>4.2. İMKB'NİN ÖNEMİ VE TÜRK EKONOMİSİNDEKİ YERİ .....</b>	<b>108</b>
<b>4.2.1. Borsaların Ekonomideki Yeri .....</b>	<b>108</b>
<b>4.2.2. İMKB'nin Ekonomideki Yeri ve Önemi .....</b>	<b>110</b>
<b>4.3. ÖZELLEŞTİRME VE İMKB .....</b>	<b>123</b>
<b>4.3.1. Özelleştirmenin İMKB'ye Etkisi.....</b>	<b>123</b>
<b>4.3.2. İMKB'nin Özelleştirmeye Etkisi.....</b>	<b>126</b>
<b>4.3.3. Özelleştirmede Borsanın Şansı.....</b>	<b>129</b>

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### BORSALARDA SPEKÜLASYON VE MANİPÜLASYON

<b>5.1 SPEKÜLASYON VE YATIRIM .....</b>	<b>131</b>
<b>5.2. SPEKÜLASYON VE FİYATLAR.....</b>	<b>132</b>
<b>5.3. BORSALARDA MANİPÜLASYON .....</b>	<b>135</b>
<b>5.3.1 Manipülasyonun Niteliği ve Türleri.....</b>	<b>135</b>
<b>5.3.1.1. İşlem Bazlı Manipülasyon.....</b>	<b>136</b>
<b>5.3.1.2. Baskı Oluşturmak.....</b>	<b>137</b>

5.3.1.3. Geçici Birlik Oluşturmak.....	138
5.4. SPEKÜLASYON VE ÇÖKÜŞLERİN REEL ETKİSİ .....	141
5.4.1. Spekülatif Şişkinliklerin Etkileri.....	142
5.4.2. Çöküşlerin Etkileri .....	142
5.4.3. Yatırımcıların Dikkat Etmesi Gereken Hususlar.....	144
SONUÇ .....	146
ÖNERİLER .....	150
KAYNAKÇA.....	154
A. KİTAPLAR .....	154
B.TEZLER .....	157
C. ARAŞTIRMA RAPORLARI VE YETERLİLİK ETÜTLERİ.....	159
D. SÜRELİ YAYINLAR.....	160
E. İNTERAKTİF KAYNAKLAR.....	161

## TABLULAR DİZELGESİ

<b>Tablo 1: Mali Sistem Şeması .....</b>	<b>4</b>
<b>Tablo 2: Sermaye Piyasası Araçları .....</b>	<b>16</b>
<b>Tablo 3: Aracı Kuruluşların Sayı ve Faaaliyet Alanları .....</b>	<b>42</b>
<b>Tablo 4: İMKB Organizasyon Şeması.....</b>	<b>46</b>
<b>Tablo 5: Borsada İşlem Gören Şirketlerin Sektörlere Göre Kot Raporu .....</b>	<b>49</b>
<b>Tablo 6: İMKB Kotunda Bulunan Şirket Sayıları .....</b>	<b>55</b>
<b>Tablo 7: 1990 – 2005 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Halka Arzlar .....</b>	<b>65</b>
<b>Tablo 9: Başlıca Borsa Endeksleri .....</b>	<b>93</b>
<b>Tablo 10: İMKB Endeksleri ve Başlangıç Değerleri .....</b>	<b>96</b>
<b>Tablo 11: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Kapitalizasyonu ve GSMH’ YE Oranı .....</b>	<b>112</b>
<b>Tablo 12: Yıllara Göre İKMB İşlem Hacimleri .....</b>	<b>115</b>
<b>Tablo 13: Menkul Kıymet Stokları .....</b>	<b>117</b>
<b>Tablo 14: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerleri .....</b>	<b>119</b>
<b>Tablo 15: İMKB 100 Endeksinin Getirisi .....</b>	<b>120</b>
<b>Tablo 16: Dünya Borsaları .....</b>	<b>122</b>
<b>Tablo 17: Son 3 Yıl İçinde SPK Tarafından Yapılan Suç Duyuruları ve Açılan Kamu Davaları. ....</b>	<b>141</b>

## KISALTMALAR

<b>ABD:</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>A.B.D.:</b>	Ana Bilim Dalı
<b>a.g.e.:</b>	Adı Geçen Eser
<b>a.g.m.:</b>	Adı Geçen Makale
<b>a.g.r.:</b>	Adı Geçen Rapor
<b>A.Ş.:</b>	Anonim Şirketi
<b>BP:</b>	Birincil Piyasa
<b>BYF:</b>	Borsa Yatırım Fonları
<b>ELİT:</b>	Elektronik İşlem Talimatı
<b>FP:</b>	Fon Pazarı
<b>GOS:</b>	Gelir Ortaklığı Senetleri
<b>GP:</b>	Gözaltı Pazarı
<b>GSMH:</b>	Gayri Safi Milli Hasıla
<b>İMKB:</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İP:</b>	İkincil Piyasa
<b>İTO:</b>	İstanbul Ticaret Odası
<b>İUP:</b>	İkinci Ulusal Pazar
<b>KHK:</b>	Kanun Hükmünde Kararname
<b>KİS:</b>	Katılma İntifa Senetleri
<b>KİT:</b>	Kamu İktisadi Teşekkülleri
<b>KOB:</b>	Kar Ortaklığı Belgesi
<b>KOİ:</b>	Kamu Ortaklığı İdaresi
<b>KZOB:</b>	Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri
<b>md.:</b>	Madde
<b>MKB:</b>	Menkul Kıymet Borsası
<b>MP:</b>	Mali Piyasa
<b>ÖİB:</b>	Özelleştirme İdaresi Başkanlığı
<b>OYHS:</b>	Oydan Yoksun Hisse Senetleri

<b>PP:</b>	Para Piyasası
<b>s.:</b>	Sayfa
<b>SP:</b>	Sermaye Piyasası
<b>SEC:</b>	Securities Exchange Commission
<b>SPK:</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPKnu:</b>	Sermaye Piyasası Kanunu
<b>TTK:</b>	Türk Ticaret Kanunu
<b>TC:</b>	Türkiye Cumhuriyeti
<b>TCMB:</b>	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<b>TL:</b>	Türk Lirası
<b>TSP:</b>	Toptan Satış Pazarı
<b>UP:</b>	Ulusal Pazar
<b>USD:</b>	Amerikan Doları
<b>VDMK:</b>	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
<b>YEP:</b>	Yeni Ekonomi Pazarı
<b>YŞP:</b>	Yeni Şirketler Pazarı
<b>YTL:</b>	Yeni Türk Lirası

# **“BORSA KAVRAMI VE İMKB’NİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİSİ” KONULU ARAŞTIRMA HAKKINDA AÇIKLAMALAR**

## **1. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ**

Bu araştırma ile toplanan verilerin özellikle:

1. İMKB güncelleştirerek, üzerinde düşünme, tartışma ve yeni araştırmalara kaynak teşkil etmesi,
2. Var olan çalışmalar hakkında daha gerçekçi değerlendirmelerin yapılacağı,
3. İMKB’nin Türkiye ekonomisine olan katkılarının ayrıntılı bir şekilde belirlenmesine çalışılmıştır.

Ülkemizdeki tarihi 1854 yılında Kırım Harbi dolayısıyla çıkarılan borçlanma tahvillerine kadar inen 152 yıllık sürece rağmen hem kamuoyunda hem İktisadi alanda inceleme ve araştırmaların konunun önemi ve güncelliği ile kıyaslandığında yeterli olmayışı. Günümüz ekonomi anlayışlarının ve gelişmiş ekonomilerinin temel göstergelerinden biri olan borsa faaliyetlerinin makro ekonomik getirilerinin önemli olacağı düşünölmüştür.

## **2. ARAŞTIRMANIN DENENCESİ (HİPOTEZİ)**

Araştırma, Menkul Kıymetler Borsa’sının makro ekonomik getirilerinin objektif olarak irdelenerek reel ekonomi üzerindeki etkilerini (olumlu ve olumsuz) belirlenmesine çalışılmıştır.

Bu göstergelerden hareketle var olan katkıları ileriye götürmek. Olumsuz tarafların belirlenerek makro ekonomik tahribatları en aza indirgenmesi ve hatta ortadan kaldıracak tedbirleri geliştirmektir.

Bu sayede İMKB’nin; fonksiyonel yapısı, dinamiği, derinliği, işlem hacmi ile bütün reel ekonomik aktörleri kucaklayacak ilişkilerin kurulup kurulamadığı varsayımını incelenmiştir.

## **3. ARAŞTIRMANIN AMACI**

Ülkemizdeki borsa faaliyetlerinin ne düzeyde olduğunu tespit etmek ve bu faaliyetlerin makro ekonomik getirilerinin nicelik ve nitelik açısından karşılaştırılması amaçlanmıştır.

Bu konuda yapılmış olan çalışmalara katkı sağlamak, bundan sonrakilerine kaynak teşkil etmektir.

#### **4.ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ**

Araştırmanın yöntemi alan taraması modelindedir. Araştırma değişkeni(İMKB) var olan ve olası gereken şekliyle belirlemeye; kazandırılmak istenen ekonomik katkılar saptanmaya çalışılmıştır.

Ayrıca var olan durum ile aranan yeterliliklerin iktisat bilimi çerçevesinde ilişkisel olarak değerlendirilmesi yapılmıştır.

#### **5.ARAŞTIRMANIN SAĞLAYACAĞI YARARLAR**

##### **5.1. Araştırmacıya Sağladığı Yararlar**

Uygulamaları açısından yeni sayılabilecek bir alanda araştırma yapmanın getirilerinden yararlanılmaya çalışılmıştır.

Çağımız ekonomi anlayışları ve bu ekonomi anlayışlarının doğurduğu Menkul Kıymet Borsaları noktasında donanımımı artırmak, kendimi geliştirmek istenmiştir. Klasik İktisadi araştırma konularından farklı bir alanda çalışmanın bilimsel tutum ve davranış anlayışındaki düzeyi yükseltmek açısından faydalı olmuştur.

##### **5.2. İlgili Anabilim Dalına Sağlayacağı Yararlar**

Sermaye Piyasaları ve gelişmekte olan piyasalar incelendiğinde; Ülkemizde bu alanda yapılan araştırmaların ve yetişmiş insan kaynaklarının azlığı bu çalışmaların yararlarını ortaya koymaktadır.

İlgili bilim dalının bilimsel araştırma ve konu çeşitliliğine yarar sağlayacağı düşünülmektedir.

##### **5.3.Türkiye'ye Sağladığı Yararlar**

Ülkemiz ekonomisi ve dinamiğini göz önüne aldığımızda; ekonomik anlamda birbirini tetikleyen nitelikteki borsa faaliyetlerinin istenen hacim ve derinlikte olmasını sağlamanın makro ekonomik veriler açısından sağlayacağı katkı.



Araştırma sonuçlarının; Borsa kavramıyla ilgili tüm çevrelerin ve kamuoyunun objektif olarak bilgilendirilmesi ile sağlayacağı yararları maksimize etmek.

## **6. ARAŞTIRMANIN BİLGİ TOPLAMA YÖNTRMLERİ, BİLGİ İŞLME ARAÇLARI VE ZAMANLAMASI**

### **6.1. Bilgi Toplama Yöntemleri ve Zamanlama**

Araştırmanın en temel bilgi toplama yöntemi; Belgesel Tarama tekniğidir. Belgesel Taramanın Genel Tarama ve İçerik Çözümlemesi adlı alt türleri kullanılmıştır.

Genel Tarama: Hemen her araştırmada izlenen “alan yazın” ya da “literatür” taraması olarak bilinen taramadır.

İçerik Çözümlemesi ise belli bir metnin, kitabın, belgenin, belli özelliklerinin somutlaştırarak belirleme amacı ile yapılan bir taramadır. (Karasar, 1984, s 194)

Belgesel Taramanın yanı sıra Görüşme, Yazışma teknikleri imkanlar ölçüsünde uygulanmaya çalışılmıştır.

Bilgi toplama süreci üç(3) aylık bir süreyi kapsamıştır

### **6.2. Bilgi İşleme Araçları ve Zamanlama**

Veri İşleme sırasında; Sınıflama, kaydetme, hesaplama, özetleme ve rapor etme yöntemleri kullanılmıştır. Veriler işlenirken elle ve elektro- mekanik(bilgisayar) sistemler dengeli bir şekilde veri işlenmesinde kullanılmıştır.

Bilgi işleme süreci üç (3) ay olacak şekilde planlanmıştır.

## GİRİŞ

Sermaye birikimi sorunlarının aşılmasında, sermaye piyasaları son derece önemli işlevleri üstlenmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde para piyasaları yeterince gelişmediği için mali aracılık süreci çok maliyetli bir biçimde oluşmaktadır. Sermaye piyasaları, bu süreci kısaltarak ekonomik etkinliği arttırmaktadır.

Son yıllarda yaşanan mali serbestlik çeşitli finans merkezlerinin küreselleşmesine olumlu katkılarda bulunmuştur. Bu gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarındaki çeşitli fonların gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarına akmasını sağlamıştır. Küreselleşme ile bir yandan yatırımcıların portföyleri zenginleşirken, diğer yandan da yurtiçindeki finans piyasalarına yabancı kaynaklı fon girişleri yoğunlaşmaktadır.

Türk sermaye piyasalarına bakıldığında ise mali serbestlik sürecinin başlamasından bu yana finans odaklarıyla entegrasyonun istenilen düzeyde gerçekleşmediği görülmektedir. İMKB çok elverişli olan coğrafi konumuna rağmen ülkenin sermaye piyasasına oranla yeterli performansı gösterememiştir.

Ele aldığımız bu çalışma ile Türkiye’de sermaye piyasalarında meydana gelen gelişmelerin makroekonomik etkileri araştırılmış ve olası neden sonuç ilişkileri ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Araştırma, İMKB’nin makro ekonomik getirilerinin objektif olarak irdelenerek reel ekonomi üzerindeki etkilerini (olumlu ve olumsuz) belirlemesine çalışılmıştır.

Bu sayede İMKB’nin; fonksiyonel yapısı, dinamiği, derinliği, işlem hacmi ile bütün reel ekonomik aktörleri kucaklayacak ilişkilerin kurulup kurulamadığı varsayımı incelenmiştir.

Bölümler içinde dünya borsalarının gelişimi ile ülkemizdeki borsanın gelişim süreci arasındaki ilişki karşılaştırılmaya çalışılmıştır. Sermaye piyasa ve araçları nedir ve nasıl işler? Borsa, özelleştirme uygulamalarını ve özelleştirme uygulamaları borsayı nasıl etkileyebileceği varsayımı araştırılmış, buna bağlı olarak elde edilen fonların makro ekonomik etkileri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmamızın esasını teşkil eden borsanın Türkiye ekonomisi üzerine etkileri araştırılırken ise şu varsayımlar incelenmiştir. Borsanın ekonomi üzerine etkileri hangi yöndedir? Bu etki sanal bir etki midir? Bu etkiler somut ise ekonomik açıdan sonuçları nelerdir? İMKB’ de spekülasyon ve manipülasyon borsanın ekonomi üzerindeki etkilerini

azaltıcı bir faktör müdür? Sorularının cevabı aranmaya çalışılmıştır.

Çalışma ana hatlarıyla beş bölümden oluşmuştur.

Birinci bölümde borsa ve mali piyasa kavramları ile sermaye piyasaları ve borsaların tarihçesinden bahsedilmiştir.

İkinci bölüm de sermaye piyasası araçları ve aracı kurumların yapısı ile ilgili genel açıklamalara yer verilmiştir.

Üçüncü bölüm İMKB'nin yasal çerçevesi, tanımı, görevleri, hisse senetlerinin borsaya kotasyonu ve koşulları, hisse senedi piyasası, hisse senetlerinin borsada işlem görme esasları, borsanın işleyişi, hisse senetlerinde takas ve saklama ile endeks bilgilerine yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde ise borsanın ekonomi üzerine etkileri, İMKB'nin önemi ve Türk ekonomisindeki yeri incelenmiştir. Özelleştirmenin İMKB ile olan bağlantısı da yine bu bölümde ele alma gerekliliği duyduğumuz konular arasında olmuştur.

Borsanın gelişme sürecini önemli ölçüde etkileyen spekülasyon ve manipülasyon kavramları son bölüm olarak ele alınmıştır.

Sonuç kısmında ise çalışmanın öngörülen varsayımlarına ne ölçüde ulaşıldığı veya istenilen düzeyde ulaşılamamasının nedenleri üzerinde durulmuştur.

Öneriler kısmında ise borsanın önemli gördüğümüz sorunlarının tespiti ve bu sorunlara çözüm olabilecek öneriler sunularak çalışmanın genel bir değerlendirilmesine yer verilerek çalışma sonlandırılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### BORSA KAVRAMI VE BORSALARIN DÜNYA VE TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ VE İŞLEVLERİ

#### 1.1. BORSA KAVRAMI

İktisadî açıdan piyasa; alıcı ve satıcıların birbirleri ile karşılıklı iletişim içinde oldukları ve mübadelenin meydana geldiği yer olarak tanımlanır.<sup>1</sup> Piyasa kavramı genellikle teorik ve mekândan soyutlanmış bir kavramdır. Piyasa kavramı somut olarak düşünülürse, daha çok borsa olarak tanımlanabilir. Borsa hangi türde olursa olsun, arz ve talebin karşılaştığı bir mekândır.

Piyasa bir ülkenin sınırları içinde ise ve o ülkede yapılan işlemleri kapsıyorsa; buna *iç piyasa* (domestic market), işlemler ülke sınırlarını aşıyorsa buna da *uluslararası piyasa* (international market) denir.

Çok değişik piyasa türleri olmakla birlikte konumuz açısından sadece malî piyasaları ve bunun alt bölümü olarak da para ve sermaye piyasalarını inceleyeceğiz.

##### 1.1.1. Malî Piyasa

Bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukukî ve idarî kurallardan oluşan yapıya malî piyasa denilebilir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi, malî piyasa, para ve sermaye piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları da kapsamına alan bir kavramdır. Malî piyasa beş ana unsurdan oluşmaktadır.

- a) Tasarruf sahipleri (fon arz edenler),
- b) Yatırımcılar (fon talep edenler),
- c) Yatırım ve finansman araçları,
- ç) Yardımcı kuruluşlar,
- d) Hukukî ve idarî düzen olarak sıralanabilir.<sup>2</sup>

##### 1.1.1.1. Para Piyasası (Money Market)

Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya "*para piyasası*" denir.<sup>3</sup> Para

<sup>1</sup> İMKB, **Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası**, 3. Basım, İstanbul, 1999, s.1.

<sup>2</sup> İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, 19. Basım, İstanbul, Mayıs-2006, s.1

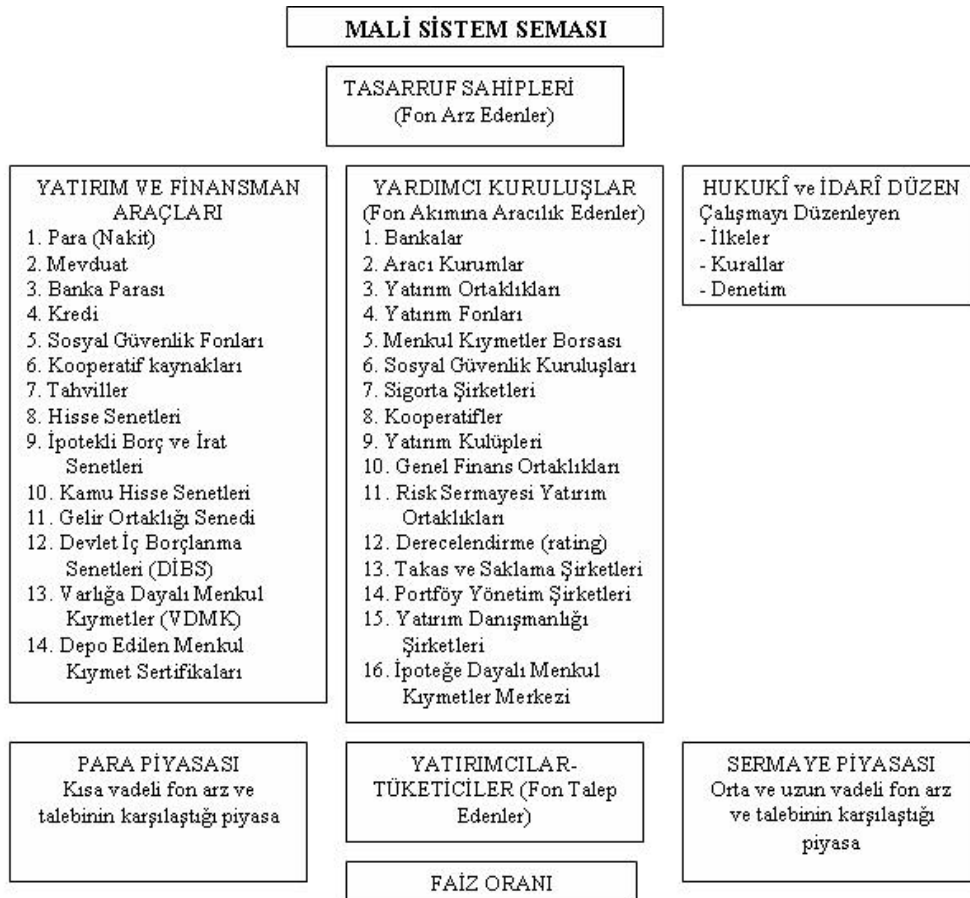
<sup>3</sup> İMKB, **a.g.e.** 2006, s.1.

piyasaının tipik özelliği kısa vadeli fonlardan oluşmasıdır. Para piyasalarında vade genellikle bir yılı aşmaz.

Para piyasasından sağlanan fonlar kredi olarak işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılır. Para piyasasının araçlarını ticarî senetler; kaynaklarını çeşitli mevduat oluşturmaktadır.

Para piyasasının kendi içinde örgütlenmiş ve örgütlenmemiş para piyasası olarak da bir ayrımı yapılabilir. Örgütlenmiş para piyasası bir bankalar sistemidir. Çünkü işletmenin nakit ihtiyacı çoğunlukla ticari bankalar tarafından karşılanmaktadır. Örgütlenmemiş para piyasası banka sisteminin dışında kalan piyasadır. Bankalar dışındaki kişi ve kuruluşlar da bazen işletmelere kısa vadeli fon sağlarlar.<sup>4</sup>

**Tablo 1: Mali Sistem Şeması**



**Kaynak:** İMKB. Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 19. Basım, İstanbul, 2006.

<sup>4</sup> <http://www.imkb.gov.tr.yayinlar.html>

### **1.1.1.2. Sermaye Piyasası (Capital Market)**

#### **1.1.1.2.1. Özellikleri**

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

Sermaye piyasasının tipik özelliği ve para piyasasından ayrıldığı en belirgin niteliği bu piyasanın orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Bu vade bir yıldan fazla olmalıdır. Sermaye piyasasından sağlanan krediler genellikle, işletmelerin bina, makine ve teçhizat gibi duran varlıklarının finansmanında kullanılır.

Para piyasasında olduğu gibi, sermaye piyasasının kaynakları da tasarruf sahiplerinin birikimleridir. Sermaye piyasasının en önemli ve yaygın araçları hisse senetleri ve tahvillerdir.

#### **1.1.1.2.2. Çeşitleri**

Sermaye piyasasının bir bölümlendirmesini yapmak gerekse aşağıdaki gibi bir ayırım yapılabilir.

##### *a) Birincil Piyasa (Primary Market)*

Hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile alıcıların yani tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. Buna hisse senetleri ve tahvillerin ilk kez sürülüp "ihraç"tan alındığı piyasa da denilebilir.<sup>5</sup> Arada şirketin bizzat bulunmayıp bir banka ya da aracı kurumun bulunması bu alımın birincil piyasadan olmasına engel değildir.

##### *b) İkincil Piyasa (Secondary Market)*

Menkul kıymetleri ihraçtan alanlar, bunları tekrar paraya çevirmek istediklerinde, hisse senetlerinde hiçbir zaman, tahvillerde ise vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler. İkincil piyasa bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır ve menkul kıymet borsası bu piyasayı tanımlamada en iyi örnektir.<sup>6</sup>

İkincil piyasa, menkul kıymetlerinin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratır ve gelişmesini sağlar. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlar iş bölümü menkul kıymet borsalarıdır. Bunun haricinde sermaye piyasası iyi gelişmiş ülkelerde bir de "over the counter" (tezgâh

---

<sup>5</sup> İMKB, a.g.e. , 2006, s.2-3.

<sup>6</sup> <http://www.imkb.gov.tr.yayinlar.html>

üstü) borsa dışı piyasa vardır.

Birincil piyasa dana çok sermaye piyasası bilinciyle, ikincil piyasa ise menkul kıymetler piyasası bilinciyle çalışır. Birincil piyasada uzun vadeli fonların tasarruf sahibinden firmalara intikali söz konusudur ve birincil piyasada olan tahvil ve hisse senedi satışları sonucunda firmaya yeni sermaye girer. Oysa birincil piyasada el değıştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran şirketle bir ilgisi yoktur.<sup>7</sup>

### **1.1.2. Para Piyasası ile Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler**

Geniş anlamdaki sermaye piyasası kavramına, para piyasası da dâhil olmaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı, gerekse kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir. Faiz haddi iki piyasaya, arasındaki fon akımını ayarlayan bir düzenleyici olmaktadır.

Fon arz edenler, kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak yatırabilir fonları bu piyasalardan birine veya her ikisine yönlendirebilirler. Fon talep edenler de ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre her iki piyasadan borçlanabilirler. Bazı aracı kuruluşlar, özellikle bankalar hem para, hem de sermaye piyasası işlemleri yapabilirler ve her iki piyasada çalışabilirler.

Para piyasası ile sermaye piyasasında cari faiz hadleri değışik olmakla birlikte birbirleriyle ilişkilidir. Fonlar genellikle düşük faiz haddinden en yüksek olana doğru kayar. Para piyasasında meydana gelen bir faiz artışı sermaye piyasasına da etki eder.<sup>8</sup>

## **1.2. SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARIN TARİHİ, İŞLEVLERİ**

### **1.2.1. Sermaye Piyasalarının Tarihi**

#### **1.2.1.1. Osmanlı Dönemi**

Avrupa'da yaşanan sanayi devrimi ve sömürgecilik hareketleri büyük anonim şirketlerin ortaya çıkmasına ve bunların halka açılmasına yol açtığında, Türkiye'de yaşayan yabancı tacirler ve azınlıklar bu şirketlerin tahvil ve hisse senetleriyle ilgilenmeye başlamışlardır. O dönemde, tedavülde altın para olması, kambiyo kontrolünün bulunmaması ve kapitülasyonların sağladığı serbesti sayesinde bu kişiler dışarıya para çıkararak alım-satım yapmıştır.

<sup>7</sup> KUTLUHAN, M. ÖKTE, Savaş, **Gelişen Borsalar**, İst. Üniv. 1994, s.99–100.

<sup>8</sup> İMKB, **a.g.e.**, 2006. s.4.

Daha sonra Tanzimat hareketinin de etkisiyle Türkler de bu konuya ilgi göstermişlerdir. Dışarıdan alınan kıymetlerin el değiştirmesi kısa zamanda bizde de bir piyasa oluşturmuş, buna da Galata bankerleri ön ayak olmuşlardır. 1854 Kırım Harbi dolayısıyla çıkarılan borçlanma tahvilleri, bunu takiben devletin çeşitli vesilelerle çıkardığı tahviller, Türkiye'de faaliyet gösteren yabancı şirketlerin (özellikle şimendifer, elektrik, gaz ve tramvay şirketlerinin) meşrutiyetten sonra da yerli şirketlerin tahvil ve hisse senetleri, piyasada alınıp satılmıştır.

İlk olarak 1864'te Galata bankerleri bir dernek kurmuş; 1866'da hükümetçe ilk borsa İstanbul'da kurulmuştur. Bu borsada yerli ve yabancı tahvil ve hisse senetleri, Avrupa borsalarıyla telgraf irtibatı kurulmak suretiyle işlem görmüş; örneğin Panama tahvilleri ve Süveyş Kanalı hisse senetleri, çok defa yabancı bankaların aracılığı ile varlıklı Türk ailelerince satın alınmıştır.

Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı piyasayı etkilemekle beraber, Cumhuriyetin ilanından sonra kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millîleştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi ve İstanbul Esham ve Tahvilat Borsası'nın Ankara'ya taşınması bu ilk sermaye piyasasının sonu olmuştur.<sup>9</sup>

### 1.2.1.2. Cumhuriyet Dönemi

Ülkemizde sermaye piyasasının yeniden doğuşu, 1960'lı yıllarda Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlar. Tasarruf bonoları tamamen, Hürriyet tahvilleri ise kısmen, zorunlu tasarruf mahiyetinde olduğu için, kısa zaman sonra bunları alanlar paraya çevirme imkânı aramaya başlamıştır. Piyasada bazı işi bilir kimseler de bunları faiz oranlarına ve vadelerine göre kırarak satın almış, zamanla ara simsarlar da türemiş ve bu iş arzuhalcilere kadar inmiştir. Alıcılar, üstüne belli bir kâr koyarak bunları, parasını değerlendirmek isteyenlere satmasıyla ilk defa ikinci el menkul kıymetler piyasası doğmuş oldu. 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 üzerindedir.<sup>10</sup> İkinci el alım ve satımlarda fiyat, faiz randımanı % 12 olacak şekilde ayarlanıyordu.<sup>11</sup>

1980'lerde Tasarruf Bonoları tamamen piyasadandan çekilmiştir. Ancak menkul kıymetler

<sup>9</sup> YALÇINER, Barbaros, **Tezgaç Üstü Hisse Senedi Piyasaları**, S.P.K. Yayın No:34, 1996, s.89-90.

<sup>10</sup> <http://www.imkb.gov.yayinlar.html>

<sup>11</sup> YALÇINER, **a.g.e.**, s.90-91.



piyasası artık kurulmuştu. Başlangıçta halka açık olarak kurulan, ya da sonradan halka açılan şirketler başarı kazanıp güçlendikçe, bunların hisse senetleri piyasada aynı esnaf tarafından alınıp satılmaya başlandı. Daha önceki gibi kapalı olmaktan çıktı. 1970'li yıllarda bazı büyük holdingler halka açılmanın avantajlarını görerek 2–3 bin ortaklı büyük şirketler kurdular. Hatta mevcut holdinglerine paralel yeni yatırım holdingleri tesis ettiler. Bu konu kısa zamanda yozlaştırıldı, ama o dönemden bugüne gerçekten faydalı ve başarılı pek çok halka açık şirket kaldı.

Aynı tarihlerde görülen yurt dışına işçi akımı da Anadolu'nun çeşitli köşelerinde pek çok işçi şirketlerinin kuruluşunu beraberinde getirdi. Ne yazık ki bu şirketlerin bazıları mahalli esnaf ve eşrafın yönetiminde kalarak başarılı olamadılar. Fakat “bir holding + bir banka + 1000 küçük ortak” formülü genelde başarılı olmuş ve sermaye piyasasının bugünkü düzeyine gelmesine de yardımcı olmuştur.<sup>12</sup>

Bu arada Türkiye Sınaî Kalkınma Bankası'nın hisse senedi piyasasının oluşmasına katkısını unutmamak gerekir. Bu banka, kuruluşta iştirak ettiği ve dış kredi sağladığı şirketler kuruluş dönemi tamamlayıp kâra geçtikten sonra, portföyündeki hisse senetlerini primli fakat makul bir fiyatla halka satmak suretiyle hem sermaye piyasasına kaynak sağlamış hem de zaman zaman likide ettiği fonlarla yeni kuruluşları desteklemiş ve kendisi kâr sağlamıştır.

Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmesinde tasarruf bonoları, yatırım holdingleri, işçi ve hemşeri şirketleri T. Sınaî Kalkınma Bankası'nın çalışmaları başlıca kilometre taşlarını teşkil eder. Bunlara, 1979–1982 yıllarına damgasını vuran bankerler olayını da eklemek gerekir.

Bankerler olayı aslında bir gelişme basamağı değil, suni bir olaydır. Halkın ilgisini bankacılık sektörü dışına ve faize dönük menkul kıymetlere çekmiş, fakat sonuçları itibariyle sermaye piyasasına önemli zararlar vermiştir. Bu bakımdan ileride daima ibretle hatırlanması gereken bir olaydır.

Bankerler olayının başlıca sebebi o yıllarda görülen hiperenflasyondur. 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

---

<sup>12</sup> FERTEKLİGİL, Azmi, **Türkiye'de Borsanın Tarihçesi**, İMKB. Yayınları, Yayın No:3, İstanbul, 1993, s.43.

sertifikası satışları ikincil piyasaya intikal etmiş ve ikincil piyasada mantar gibi bankerlerin bitmesine sebep olmuştur. O dönemde tahvil ihracına yalnız bankalar aracılık edebiliyorlardı. Bankaların tahvil ihracına ilişkin esasları Merkez Bankası belirliyordu. Bankalar Merkez Bankası'nın sıkı denetimi altında bulunduğundan, belirli faiz oranlarının üstüne çıkılamıyordu. Enflasyonun % 60'ı aştığı sıralarda resmi tahvil faiz oranı brüt % 28'de kalmıştır. O dönemde henüz Sermaye Piyasası Kanunu mevcut olmadığından bankerler gayet serbest şekilde çalışıyorlardı. 1000 liralık tahvili banka gişesinden sözde 1000 liraya alıp, 800 liraya satıyorlardı. Aradaki farkı ve kendi komisyonlarını tahvili çıkaran şirketten finansman masrafı adı altında tahsil ediyor ve bunun için fatura bile kesebiliyorlardı. Daha sonra çıkarılan mevduat sertifikaları da aynı akıbete uğradı.

Bankaların tahvil ve mevduat sertifikalarına uygulayabilecekleri faiz oranlarının, hükümetçe belirlenmesi, fakat bankerlere bu tip kısıtlamalar uygulanmaması bankalarla bankerler arasında ikinciler lehine haksız rekabet yaratmıştır. Kendi gişelerinden hiçbir zaman o kadar büyük mevduat toplamayacak olan bazı küçük bankaların banker eliyle sertifika satışı suretiyle bünyelerinin kaldırabileceğinden çok fazla mevduat yükü altına girmelerine yol açmıştır.

Böylece, bir hamlede toplanan milyarlarla akıllıca yatırımlar yapılmamış ve büyük kısmı batacak hale gelmiştir. Bu da, bankaların yaptığı işlerin uzman kadrolara sahip olmayan kuruluşlarca yapılamayacağını göstermiştir.<sup>13</sup>

### **1.2.2. Menkul Kıymetler Borsaları(MKB)**

Menkul Kıymetler Borsası kuruluşlarındaki yasal özellikleri açısından başlıca iki ana gruba ayrılmaktadır;

#### **1.2.2.1. Devlet Borsaları**

Genellikle bir kanunla kurulmakta ve borsanın yönetimi resmi aracılardan oluşturduğu kurallara bırakılmaktadır. Kara Avrupa'sındaki menkul kıymetler borsaları bu tipin örnekleri olarak gösterilir.<sup>14</sup>

#### **1.2.2.2. Özel Borsalar**

Borsa, üyeleri tarafından kurulan şekli bir anonim şirket statüsündedir. Bunların kâr

---

<sup>13</sup> YALÇINER, a.g.e. , s.92.

<sup>14</sup> TARGAN, Ünal, **Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları**, İ.T.Ü, Yayını, İstanbul, 1991, s.28

amacı yoktur ve esas itibariyle bir meslekî kuruluş niteliğindedir. Bütün Anglo-Sakson ülkelerindeki menkul kıymetler borsaları bu türün örnekleri sayılabilir. Ancak Hükümetler sonradan çıkardıkları kanun veya kararname gibi yasal belgelerle borsalara bir resmîyet verirler.

Bir de karma nitelikte borsalar vardır. Bu tür borsalar, kısmen devlet borsası gibi resmî ve kısmen özel borsalar gibi yarı resmî bir nitelik taşırlar. Örneğin İtalya'daki menkul kıymetler borsası bir kanunla kurulmuş olmasına rağmen, idarî açıdan ticaret odasına bağlanmak suretiyle mesleki bir kuruluş hüviyetini almıştır.

Menkul değerlerin alım-satımı ile ilgili bütün işlemler borsalardan geçmez.<sup>15</sup>

"Over-the-Counter Markets", organize bir borsa dışında yapılan işlemleri gösteren bir terim olmuştur. Bu piyasa gevşek ve gayri resmi olmasına rağmen, bütün Amerika'ya yayılmıştır. Borsa dışı işlemlerin, bir araya giren satıcıların tabi olduğu kurallar nedeniyle ciddi bir alışveriş olduğunu unutmamak gerekir. Burada önemli olan nokta menkul değerler alım-satımının niçin borsa dışında yapıldığı sorusudur. Şu iki halde menkul değer alım-satımı borsa dışı yapılmaktadır;

- Borsa dışı bir işlem, alıcı ve satıcıya borsa masraflarından kurtulmak gibi bazı kolaylıklar sağlayabilir. Bu halde alıcı ve satıcı karşı karşıya gelip işlemi gerçekleştirirler.
- Bazı menkul değerlerin pazarlarına şansı yoktur. Bunlar organize bir pazarda (örneğin menkul kıymetler borsasında) işlem görmezler. Bu takdirde, bu tür menkul değerler borsa dışı alım-satıma konu olur.

Özellikle Amerika'da borsa dışı piyasa, Amerikan malî piyasasının önemli bir bölümünü oluşturur ve bu piyasaya vazgeçilmez bir hizmet sunar. Borsa dışı işlemler de, niteliği açısından organize piyasalar kadar önemlidir. Fakat bu piyasa borsalar kadar düzenli sayılamaz. Bugün için Amerika'da borsa dışı işlemlerin hacmini ölçmek olanaksız ise de bunların yüksek meblağlara ulaştığı bir gerçektir. Borsa dışı piyasada genellikle borsaya kota olmayan menkul değerler, devlet tahvilleri ve yeniden ihraç edilmiş menkul değerler gibi üç tür kıymetli evrak işlem görmektedir.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> ÇAPANOĞLU, B. Mustafa, **Türkiye'de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsaları**, Beta Yayıncılık, İstanbul, 1993, s.127-129.

<sup>16</sup> KARSLI, Muharrem, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İkinci Basım, İstanbul, 1994, s.363-364.

Menkul kıymetler borsasının tarihçesini dünyada ve Türkiye'de olmak üzere kısaca gözden geçirmekte yarar görüyoruz.

### **1.2.3. Dünyada Borsanın Tarihi**

Borsaların başlangıç tarihi çok eski olup, bunlar pazar ve panayırlara dayanmaktadır. İlk borsaların temeli kıymetli madenlerin alım-satımı ile atılmış ve bu meslek sarraflık şeklinde gelişmiştir. Zamanla kıymetli madenlerin alım-satımı, aracılardan da devreye girmesiyle genişlemiş, kredi belgeleri ile ticarî senetlerin alınıp satıldığı bir piyasaya dönüşmüştür. Avrupa'da ilk borsa 1487 yılında Anvers şehrinde kurulmuştur. 16. Yüzyılda bunun yerini Amsterdam Borsası almıştır. Yüzyılın sonlarına doğru Lyon'da ve bunu takiben diğer Fransız şehirlerinde borsaların kurulduğunu görüyoruz.<sup>17</sup>

Menkul değerlerin alınıp satıldığı bir piyasa Londra'da mevcut ise de, bunun başlangıç tarihi kesin olarak saptanamamıştır. Fakat 1770 yılında bu tür menkul değerlerin alınıp satıldığı bir kahvehanenin üstüne menkul kıymetler borsası anlamına gelen "The Stock Exchange" levhası asılmış ve buraya giriş ücrete tabi tutulmuş ve ilk borsa doğmuştur.

Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın temeli 1801 yılında atılmış ve bina 1802 yılının başlarında çalışmaya başlamıştır. Fakat Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın yasal kuruluşu 1875 yılında olmuştur. 1945 yılında borsanın denetim organı olan konsey kurulmuş ve 36 üyesi atanmıştır. Konsey üyeleri, borsaya kayıtlı üyeler arasından 5 yıl için seçilmektedir. İngiltere'nin büyük şehirlerinde aynı şekilde menkul kıymetler borsaları mevcuttur.

New-York Menkul Kıymetler Borsası. Amerika ve Kanada'da mevcut diğer menkul kıymetler borsalarının ilk örneği olup gönüllü olarak kurulmuş, fakat üyelerin meydana getirdiği şirketleşmemiş bir kuruluştur. Yönetim kurallarını kendi belirlemekle beraber, 1934 yılından beri SEC'in (Securities Exchange Commission) denetimine tabi bulunmaktadır. 1938 yılında Conway komitesinin raporuna göre New-York Menkul Kıymetler Borsası'nın kuruluş ve çalışma düzeninde büyük bir reform yapılmış ve Borsa yönetimi, üye olmayan ve maaşlı, tam gün esasına göre çalışan bir başkanın idaresine bırakılmıştır.<sup>18</sup>

New-York Menkul Kıymetler Borsası'nın gerçek kişilerden oluşan 1375 üyesi bulunmaktadır. Üyeler yatırım bankalarını ve tüzel kişiler olan diğer kuruluşları borsada temsil

---

<sup>17</sup> TARGAN, a.g.e, 1991, s.24.

<sup>18</sup> İMKB, a.g.e. , 2006,s.7.

edebilir.

New-York Menkul Kıymetler Borsası'nın yasal düzeni ve kuralları 25 üyeden oluşan bir icra komitesi tarafından konulur. Başkan, icra ve yönetimin başı olup, dışa karşı borsayı temsil eder ve yönetir. Ayrıca borsanın menkul değer listesi, kamu ilişkileri ve üye firmalar gibi bölümleri mevcuttur. Bu bölümler başkana bağlıdır.

New-York Menkul Kıymetler Borsası, New-York'un iş merkezi Wall Street üzerinde kurulmuş olup, dünyanın en büyük menkul kıymetler borsalarından biridir. 1989 yılı sonu itibariyle, New-York Borsası'ndaki şirketlerin toplam piyasa değeri 3.029.650 milyon Dolardır.<sup>19</sup>

#### **1.2.4. Türkiye'de Borsanın Tarihi**

1854 Kırım Savaşı ile başlayan Osmanlı borçları nedeniyle Türkiye'de menkul değerler borsasının kurulması hem kolaylaşmış, hem de hızlanmıştır. Osmanlı borçlanma tahvilleri çıkarılmaya başlandıktan sonra, bunun İstanbul'da bir piyasası oluşmuş ve gayrimüslim bankerler Galata'da bu işle uğraşmaya başlamışlardır. Türkiye'de bir borsa kurulması gereği bu dönemde ortaya çıkmış ve Galata Bankerleri kendi aralarında, 1861 yılında bir dernek kurarak bu harekete öncülük etmişlerdir.

1866 yılında Türkiye'den alacaklı olan devletlerin de desteği ile İstanbul'da bir Der saadet Tahvilat Borsası kurularak çalışmaya başlamış ve borsaya Maliye nezaretince bir komiser atanmıştır. Bu borsanın adı 1906 yılında çıkarılan bir nizamname ile Esham ve Tahvilat Borsası'na dönüştürülmüş ve bu kuruluş Cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir.

İkinci Meşrutiyet'in ilanına kadar bu borsaya sadece, İstanbul, Selanik ve Beyrut'ta kurulmuş bulunan yabancı şirketlerin çıkarmış oldukları menkul değerler kayıtlı iken, Meşrutiyet'ten itibaren yerli şirketlerin menkul kıymetleri kaydolunmaya başlamıştır.

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 8172 sayılı nizamname ile mevcut borsa yeniden düzenlenmiş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında çalışmaya başlamıştır. 1938 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul Borsası kapatılarak Ankara'ya taşınmış ve "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adı ile açılarak

---

<sup>19</sup> TARGAN, a.g.e., s.29.

çalışmaya başlamıştır. Bu taşınmanın sakıncaları anlaşılmış olacak ki, 1941 yılında borsa yeniden İstanbul'a nakledilmiştir.<sup>20</sup>

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 nedeni ile döviz alım-satımı anlamını yitirmiş ve 1959 yılından sonra borsanın döviz alım-satımı ile ilgili rolü bütünüyle kaldırılmıştır.

1980'li yıllarda izlenen Serbest Piyasa Ekonomisi Türk özel sektöründe olumlu gelişmelere neden olmuş özel sektör holdingleşmeye başlamıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda bir borsanın kurulması fikri taraftar bulmaya başlamıştır.<sup>21</sup>

Türkiye'de 1981 yılı Temmuz ayında yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası düzenlenirken, Menkul Kıymetler Borsası'na yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarih ve 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 06.10.1983 gün ve KHK/91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları hakkında kanun hükmünde kararname getirilmiştir.

KHK/91'in yayımı tarihinden bir yıl sonra, 6 Ekim 1984 tarihinde "Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" yayınlanmıştır. 18.12.1985 tarihinde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği 18962 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Ve nihayet, 26 Aralık 1985 tarihinde borsa resmi bir törenle açılarak, faaliyete başlamıştır. Bu olay SPK'nin IX sayılı tebliği ile resmi gazetede ilan edilmiştir.<sup>22</sup>

### *BORSA'NIN TARİHÇESİ*

#### *OSMANLI DÖNEMİ*

- 1838 BALTALİMANI TİCARET ANLAŞMASI
- 1839 TANZİMAT HAREKETİ
- 1854 KIRIM SAVAŞI ERTESİ (Galata Bankerleri)
- 1856 ISLAHAT FERMANI (Yabancılara yeni imkanlar ve Bankalar)
- 1864 HAVYARHAN'DA BANKERLER
- 1866 DERSAADET TAHVİLAT BORSASI

---

<sup>20</sup> TARGAN, a.g.e., s.29.

<sup>21</sup> KARAN, M. Baha, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, HÜFAM Yayınları No:1, 2001, s.66.

<sup>22</sup> ÖKTE, a.g.t., 1994, s.102.

- 1873 (Borsa Maliye Bakanlığı'na bağlanıyor.)
- 1881 MUHARREM KARARNAME (Duyun-u Umumiye)
- 1 906 ESHAM VE TAHVİLAT BORSASI

#### *CUMHURİYET DÖNEMİ*

- 1923 EK TÜZÜK (1906 tüzüğüne ek)
- 1927 ESHAM VE TAHVİLAT, KAMBİYO VE NUKUD BORSASI
- 1929 MENKUL KIYMETLERVE KAMBİYO BORSALARI KANUNU
- 1929 İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İsim Değişikliği)
- 1938 KAMBİYO, ESHAM VE TAHVİLAT BORSASI (İsim Değişikliği ve Ankara'ya Taşınma)
- 1941 KAMBİYO, ESHAM VE TAHVİLAT BORSASI (Tekrar İstanbul'a Taşınma)

#### *YENİ DÖNEM*

- 30.07.1981 2499 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU
- 06.10.1983 91 SAYILI MENKUL KIYMETLER BORSALARI HAKKINDA KANUN HÜKMÜNDE KARARNAME
- 06.10.1984 MENKUL KIYMETLER BORSALARININ KURULUŞ VE ÇALIŞMA ESASLARI HAKKINDA YÖNETMELİK
- 18.12.1985 İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI YÖNETMELİĞİ
- 26.12.1985 İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI FAALİYETE GEÇTİ
- 03.01.1986 HİSSE SENETLERİ PİYASASI'NDA İLK İŞLEM

#### *HİSSE SENETLERİ PİYASASI'NDA KRONOLOJİK GELİŞMELER*

3 OCAK 1986	İLK İŞLEM, 41 ANONİM ŞİRKETİN HİSSE SENEDİ 36 BORSA ÜYESİ
4 OCAK 1993	RÜÇHAN HAKKI KUPONU PAZARI VE YENİ HİSSE SENEDE PAZARI AÇILIŞI
3 ARALIK 1993	İLK BİLGİSAYARLI İŞLEM 50 DÜŞÜK İŞLEM HACİMLİ HİSSE SENEDİNDE
14 TEMMUZ 1994	ÇİFT SEANS UYGULAMASI VE TAKAS SÜRESİ

21 KASIM 1994	DEĐIŐIKLİĐİ (T+2) TAM OTOMASYON, TÜM HİSSE SENETLERİNİN BİLGİSAYARLI ALIM- SATIM SİSTEMİNDE İŞLEM GÖRMEYE BAŐLAMASI
23 ARALIK 1994	ULUSAL PAZAR'IN KURULUŞU
2 OCAK 1995	BÖLGESEL PAZAR'IN KURULUŞU
30 OCAK 1995	İMKB ULUSLAR ARASI MENKUL KIYMETLER SERBEST BÖLGESİ KURULMASINA DAİR BAKANLAR KURULU'NCA KARAR ALINDI.
6 ŞUBAT 1995	TOPTAN SATIŞLAR PAZARI'NIN KURULUŞU
3 NİSAN 1995	YENİ ŞİRKETLER PAZARI'NIN KURULUŞU
25 KASIM 1996	GÖZALTI PAZARI'NIN KURULUŞU



## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

#### 2.1. GENEL BİLGİLER

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır. (SPK md.3)<sup>23</sup>

**Tablo 2: Sermaye Piyasası Araçları**

Menkul Kıymetler	Diğer Sermaye Piyasası Araçları
a)Ortaklık ve alacaklılık sağlayan, b)Belli bir meblağı temsil eden, c)Yatırım aracı olarak kullanılan, d)Dönemsel gelir getiren, e)Misli nitelikte, f)Seri halinde çıkarılan, g)İbareleri aynı olan ve h)Şartları kurulca belirlenen i)Kıymetli evraktır.	Menkul Kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır.

*Menkul Kıymetler Olarak;*

- Hisse senetleri
- Hisse senedi türevleri,
- Geçici ilmühaberler,
- Yeni pay alma kuponları,
- Tahviller
- Tahvil türevleri,
- Tahvil faiz kuponları,
- Hazine bonoları,
- Katılma intifa senetleri,
- Kar ve zarar ortaklığı belgeleri,

<sup>23</sup> <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>

- Banka bonoları, banka garantili bonolar, finansman bonoları,
- Varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri,
- Tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri,
- İktüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgelerini sıralayabiliriz.

*Menkul Kıymetlerin Özellikleri;*

- Menkul kıymetler hukuken kıymetli evrak niteliğindedir.
- Standart ve yuvarlak meblağı, misli nitelikte, belli şekil şartlarını haiz kıymetlerdir.
- Çok sayıda ihraç edilip, halka arz edilen kitle senetleridir. Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenemezler.
- Az veya çok devamlılık arz eder, alacak ya da ortaklık haklarını temsil ederler.
- Periyodik (Dönemsel) gelir sağlarlar.
- Her birinin bir itibari (nominal-üzerinde yazılı) değeri, bir de piyasada arz ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır. Tahviller, ihraç eden tüzel kişi tarafından vade sonunda nominal değer üzerinden ödendikleri için piyasa değerleri genellikle nominal değerinin fazla altında veya üstünde oluşmaz.
- Menkul kıymetler nama ve hamiline yazılı olabilirler. Hamiline yazılı kıymetler para gibidir, kimin elinde ise onun malı sayılır, sadece teslimle sahip değiştirir. Nama yazılı kıymetlerde ise ciro hanesi vardır, buraya ciro işlemi kaydedilir.
- Yatırım amacı ile kullanılır.<sup>24</sup>

## **2.2. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ KAYDI DEĞER HALİNDE İŞLEM GÖRMESİ**

Bu konu, SPK'nin 10/A maddesi ve seri IV No: 22 tebliği ile düzenlenmiştir. Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren tebliği ile sermaye piyasasında güven ve şeffaflığın sağlanması amacıyla, sermaye piyasası araçlarının fiziklen bastırılmaksızın kaydî değer halinde işlem görmesine ilişkin ilke ve esasları düzenlemiştir.<sup>25</sup>

<sup>24</sup> İMKB., a.g.e., s.165-166.

<sup>25</sup> <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>

Bu düzenleme borsada işlem gören hisse senetleri ile yatırım fonlarına ait fon katılma belgelerini kapsamaktadır.

Borsada işlem gören hisse senetlerinin kayıt işlemleri, Takasbank tarafından bilgisayar ortamında ve güncelleştirilerek tutulacaktır. Bu kayıtlar, hisse sahiplerinin kimlik bilgileri ve bunlara bağlı hesap kodları ile ortaklıklara ilişkin bilgilerden oluşacaktır. Borsa dışında işlem gören yatırım fonlarına ait fon katılma belgelerinin kayıtları da (fon kurucusu) hesaplarında tutulacaktır.

Yeni sisteme geçirilirken, hisse senetlerinin ve fon katılma belgelerinin SPK tarafından belirlenecek süre içinde, Takasbank tarafından noter huzurunda iptal ve imha edilerek kaydedilmesi zorunludur. İmha edilen sermaye piyasası araçlarının tamamını temsilen, ortaklık (hisse senedi) veya kurucusu (fon katılma belgesi) tarafından bir toplu saklama senedi düzenlenerek Takasbank'a teslim edilecektir.<sup>26</sup>

Takasbank veya kurucu nezdinde bulunmayan veya belirtilen süre içerisinde kaydedilmeyen hisse senetleri ve fon katılma belgeleri, kaydî değer haline getirilmedikçe, borsada işlem göremeyecek, aracı kuruluşlar da söz konusu sermaye piyasası araçları ile işlem yapamayacaktır. Bu durumda hisse senetlerini fiziksel olarak saklayan yatırımcıların, hisse senetlerini bir aracı kuruma teslim ederek Takasbank nezdinde kaydettirmeleri gerekmektedir.

Hisse senedi işlemleri, yatırımcılar tarafından eskiden olduğu gibi, aracı kurumlara verebilecekleri emirler ile gerçekleşecektir. Takasbank ise işlem gören hisse senedi kaydının karşısında adı yazılan kişinin adını silecek ve bu hisse senedini yeni satın alan kişinin adını yazarak kaydedecektir.

Hisse senetlerinin ve fon katılma belgelerinin halka arzında da artık fiziki olarak senet basılmasına gerek kalmamıştır. Hisselerini halka arz edecek ortaklıklar, hisse senetlerini temsil eden Toplu Saklama Senedi düzenleyerek bunları Takasbank'a teslim edecektir. Böylece, halka arzlar hem daha hızlı gerçekleşecek, hem de değerli kâğıt ithalatı ve senet basımı yapılmayacağından daha ucuza mal olacaktır.

Halka arz sonucunda hisse senedi almaya hak kazanan yatırımcılar adına kayıt, Takasbank tarafından halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluşun yaptığı bildirim doğrultusunda yapılacaktır. Toplu saklama senedi düzenlenip Takasbank'a teslim edilmesinden itibaren bu

---

<sup>26</sup> <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>

kayıtlar kesinleşecektir.

Hisse senetleri ve fon katılma belgelerinin kaydi değer halinde işlem görmesi ile sermaye piyasasında güven ve şeffaflık sağlanması, manipülasyonların azalması, halka arzların daha kolaylaşması beklenmektedir.<sup>27</sup>

## 2.3. HİSSE SENETLERİ

### 2.3.1. Hisse Senetlerinin Tanımı ve Nitelikleri

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.

TTK'nin hisse senetleri ile ilgili 399 ve devamı maddeleri içinde hisse senetleri tanımlanmamış sadece nitelik ve özellikleri belirlenmiştir. Geniş ve bilimsel bir tanımlama şöyle yapılabilir;<sup>28</sup>

#### *Hisse Senedi*

Hisse senetlerinin hukuki ve iktisadi, özellik ve nitelikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarabilen anonim ortaklık veya sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların,
- Kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup,
- Sermayesinin belirli bir oranının temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir.
- Hisse senedi, şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil eder, sahibine her türlü ortaklık haklarından yararlanma imkânı verir.

Bu haklar;

- Şirket kârından pay alma hakkı.

---

<sup>27</sup> İMKB., a.g.e., s.166.

<sup>28</sup> KARSLI, a.g.e., s.271.

- Şirket yönetimine katılma hakkı.
- Oy kullanma hakkı,
- Rüçhan hakkı,
- Tasfiyeden pay alma hakkı,
- Şirketin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı.
  - Hisse sendi aynı zamanda şirkete özkaynak niteliğinde finansman sağlayan bir araçtır.
  - Hisse senetleri diğer menkul değerler gibi hakkı temsil eden belgelerdir. Bu belgelerin üçüncü şahıslara devri, üzerinde yazılı değer ve bağlı hakları da devir anlamına gelir. Yani hisse senedinde 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.
  - TTK 399/1 maddesi gereğince hisse senedi en az en az bir yeni kuruluş olabilir.
  - Hisse senetlerinin içerik ve kapsamı TTK'nin 413. maddesinde tespit edilmiştir.<sup>29</sup>

Hisse senetlerinin sahibine sağladığı haklar içinde önemli olanlardan biri de yönetim hakkıdır. Bu hak, şirket yönetim kurulunu seçmek ve hatta bu kurulun seçilmesidir. 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. Gerek ana sözleşmeye konulacak özel hükümlerle, gerek bazı hallerde yasal müdahalelerle azınlık paylarının yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir.

Hisse senedi sahibinin önemli haklarından biri de "rüçhan hakkı"dır. Bu, sermaye

---

<sup>29</sup> <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>

artırımında yeni sermayeden elde edilen her bir hisseye karşılık arttırılan oranda nominal bedel veya nominal bedelin üzerindeki primli fiyattan yeni hisse senedi alma hakkıdır. Bu hak, şirketin Sermaye Piyasası Kanunu'na 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 üç avantajı olduğu görülmektedir;

- Temettü geliri,
- Zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artış,
- Rüşhan hakkı satışından elde edilen gelir. (Rüşhan hakkı, hisse senedinin temsil ettiği mülkiyet haklarından ayrıca alınıp satılabilir. 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 bir getiri olarak algılanabilir.<sup>30</sup>

### **2.3.2. Hisse Senetlerinin Sağladığı Haklar ve Mali Sorumluluklar**

Hisse senedi ortaklık hukukunu temsil eden bir belgedir. Bu belgeye sahip olanlar şirkette ortaklık hak ve sıfatını iktisap ederler ve bu itibarla şirketin kar ve zararına iştirak ederler.

Hisse senetleri, bir ortaklık senedi olarak sahibine bazı haklar sağlamakla beraber, bazı mali sorumlulukları da beraberinde getirir. Gerek yeni kuruluşta, gerekse sermaye artırımına, iştirak taahhüdünde bulunan bir ortak taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür. Taahhüt ettiği hisselerin apellerini şirket yönetim kurulunun tespit ettiği tarihlerde yatırmak zorundadır. Apel borçlarını zamanında ödemeyenlerden temerrüt faizi talep edilebilir. Bu ortaklar ortaklıktan çıkarılabilirler, yatırdıkları miktar üzerindeki haklarını kaybedebilirler, cezai şartlara muhatap olabilirler, hatta tazminat ödemek durumunda kalabilirler.

Sermayesi tamamen ödenmemiş bir şirket iflas eder veya tasfiyeye tabi tutulursa, şirketin borçlarını ödeyebilmesi için hisse sahiplerinden taahhütlerinin henüz ödemedikleri kısmı talep edilebilir. Böylece, hisseleri devralan aynı taahhütleri de devralmış olur.<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> KARSLI, a.g.e., s.271.

<sup>31</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hissealsat.html>

Ancak, hisse senedi sahibinin mali sorumluluğu sadece hisse senedi sahibi olmaktan ziyade kuruluşa veya sermaye artırımına iştirak ederken imzaladığı taahhütnameden ileri gelmektedir. Hiçbir taahhütname imzalanmadan portföy yatırımı yapan bir kimsenin sahibi bulunduğu tamamı ödenmiş hisse senetlerinden dolayı herhangi bir mali sorumluluğu söz konusu değildir. Bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı hisse senetlerini elinde tutan kimse, pay defterine kaydedilmekle şirkete karşı geri kalan bedeli ödemekle yükümlü olur. Diğer yandan, söz konusu, mali sorumluluk da, kuruluş veya sermaye artırımını dolayısıyla iktisap edilen senetlerin nominal değeri ile sınırlıdır. Tabiatıyla, temerrüt faizleri ve taahhütnameye defa olunan cezai şart ve tazminatlar bunun dışındadır.<sup>32</sup> Tamamen ödenmiş hisse senedi iktisap eden bir kimsenin maruz bulunduğu bütün risk, şirketin iflası halinde, hisse senetlerine yatırdığı paranın kısmen veya tamamen heba olmasıdır. Bunun için şirketin iflas etmesi de gerekmez. Şirketin iflas etmediği veya kâra geçmediği durumlarda da hisse senetlerine yatırılan para da bir anlamda heba olmuş demektir.

### **2.3.3.Hisse Senedi Çıkaracak Kuruluşlar**

Hisse senetleri sadece sermaye şirketi niteliğinde olan anonim şirketler ve anonim şirket statüsüne kurulan diğer şirketler tarafından çıkartılabilir. Ayrıca özel kanunlarla kurulan bazı kuruluşlar da hisse senedi çıkarabilirler.

Hisse senedi ihraç edebilecek şirket ve kuruluşlar;

- Anonim Şirketler
- Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler (SPK'nin 4. maddesi uyarınca sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz.)
- Özel kanunla kurulan kurumlar (T.C.M.B.), bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT), bağlı ortaklıklar sigorta şirketleri vs.).<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> KARSLI, a.g.e., s.274.

<sup>33</sup> <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>

### 2.3.3.1 Anonim Şirketler

Anonim şirketleri, hisse senetlerini hangi yolla çıkardıkları göz önüne alınarak üç ana grup halinde tasnif etmek mümkündür.

- a) Yalnızca T.T.K. hükümlerine tabi, halka açık olmayan anonim ortaklıklar (Hisse senetleri halka arz edilmemiş anonim ortaklıklar):

Bu tip şirketlerde, şirketin kendi iradesinin hakim olduğu, bu iradenin sadece Ticaret kanunundaki amir hükümlerle sınırlandırdığı görülmektedir. Özellikle anonim ortaklık yakın akrabalarından ve aynı soyadı taşıyan ortaklar arasından kurulmuşsa, anonim ortaklık sermaye idaresi ve yönetimi de tek kişinin iradesi ile işleyen bir görüntü verir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgilendiği bu tip şirketler, halkın küçük tasarruflarını toplayıp bu yolla öz sermaye birikimi sağlama yolunu benimsemediklerinden, sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmayan veya bu piyasada etkinliği bulunmayan şirketler durumundadırlar.

- b) Ticaret ve Sermaye Piyasası Kanunları hükümlerine tabi, Kayıtlı Sermaye Sistemi dışındaki halka açık anonim ortaklıklar (Hisse senetlerini halka arz etmiş veya arz etmiş sayılan anonim ortaklıklar):

Bir kapalı veya aile anonim ortaklığı hisse senetlerini halka arz ederek, Sermaye Piyasası Kanunu'nun kapsamına girme kararı verebilir ve böylece halka açık anonim ortaklık karakteri kazanabilir. Böyle bir karar küçük tasarrufları toplayarak öz kaynak niteliğinde fon oluşturmak niyetinden kaynaklanır.

Öte yandan pay sahibi sayısının 250 den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim ortaklıkların - hisse senetlerini halka arz etmeseler bile - hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar.

Önce 5–10 ortakla kurulan bir anonim şirket zamanla veraset yoluyla hisselerin parçalanması, ya da bazı ortakların hisselerim bölüm bölüm üçüncü şahıslara satmaları sonucunda ortak sayısı 250'yi aşarak halka açık hale gelebilir.<sup>34</sup>

Hisse senetleri hamiline yazılı olan şirketlerde ortak sayısının 250'yi aştığı birkaç yoldan anlaşılabilir;

---

<sup>34</sup> <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>



- Genel kurula katılanların kaydedildiği hazirun cetvelinden,
  - Temettü ödemesi esnasında kesilen kasa fişlerinden,
  - Sermaye artırımlarında artırıma katılanlara ait kayıtlardan anlaşılabilir.
- c) Sermaye artırımını yönünden, yalnızca Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi anonim ortaklıklar (Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Anonim Ortaklıklar):<sup>35</sup>

Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da, sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, kuruldan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler.

Bu halde ortaklığın esas sermayesi, çıkarılmış sermaye olur ve sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın sermaye artırılabilir.

#### **2.3.3.2 Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar**

Bu şirketler de hisse senedi ihraç edebilirler. Ancak teorik olarak menkul olarak kabul edilmemektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nda 4.maddesinde "Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz" ifadesi yer almaktadır.<sup>36</sup>

#### **2.3.3.3. Özel Kanunlarla Kurulmuş Bulunan Kuruluşlar**

Bazı bankalar, T.C. Merkez Bankası, sigorta şirketleri, anonim ortaklık halinde kurulmuş bulunan iktisadi devlet teşekkülleri, bağlı ortaklıklar, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve özel finans kuruluşları hisse senedi ihraç edebilirler.

#### **2.3.4. Hisse Senetlerinin Fiyatı, Değeri ve Türleri**

Hisse senetlerinin verimi ölçülürken hisse senetlerinin fiyat ile değer tanımlamalarını ayrı ayrı ele almak gerekmektedir.

##### **2.3.4.1. Hisse Senedi Fiyat Tanımlamaları**

Hisse senedi fiyat kavramındaki başlıca tanımlamalar nominal (itibari) fiyat, ihraç (emisyon) fiyatı, piyasa fiyatı ve borsa fiyatıdır.

---

<sup>35</sup> İMKB., a.g.e., 2006,s.170.

<sup>36</sup> [http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat\\_getiri.htm](http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri.htm)

### *Nominal (İtibari) Fiyat*

Pay senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir. TTK'ye göre ülkemizde pay senedinin nominal fiyatı en düşük bir yeni kuruş olabilir ve bu değer en az birer yeni kuruş farklarla artırılabilir. Uygulamada en sık görülen pay senedi nominal fiyatı 1000 TL'lidir.

### *İhraç Fiyatı*

Hisse senetlerinin, şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. 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. Özellikle yeni bir sermaye artırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra arta kalan bölümün halka araz edilmesinde, ihraç fiyatı normal fiyatın üzerinde saptanmaktadır. Bazı şirketler ise, ihraç fazlası bölümü doğrudan borsaya limitli fiyatla (satıcının satım ordinosunda en düşük fiyatı belirlemesi) sunmak suretiyle, fiyatı borsada oluşturmayı tercih etmektedir.

### *Piyasa Fiyatı*

Bir pay senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat, o pay senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanır. Arz ve talep koşullarına göre oluşur. İşletmenin etkinliğinde herhangi bir değişme olmaksızın, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak bir pay senedinin piyasa fiyatında zaman içinde değişmeler gözlenebilir, gerçek değerinin üstünde veya altında bir fiyat oluşabilir. Eğer borsa mevcutsa; borsa fiyatı ile eş anlamlı olarak kullanılan fiyattır.

### *Borsa Fiyatı*

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 fiyat gibi türlere ayrılır.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> KILINÇ, Kazım, **200 Soruda A'dan Z'ye Borsa**, Ekim, İstanbul, 1991, s.49.

#### **2.3.4.2. Hisse Senedinin Değer Tanımlamaları**

Hisse senedi değer tanımlamaları, hisse senedi verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde ele alınan tanımlamalardır. Bunlar başlıca aşağıdaki gibi sıralanabilir:

##### *Defter Değeri*

Bir işletmenin özsermaye toplamının pay senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Burada özsermaye ile ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme, değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar kastedilmektedir. İşletmenin öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda yani sermayenin eksiği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır.

##### *Tasfiye Değeri (Likidasyon Değeri)*

Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Tasfiye değeri piyasa değerinin araştırılmasında önemlidir. Çünkü şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır. Bu durumda hisse senetlerinin piyasa değeri, tasfiye değerinin altına düştüğünde ise, o işletmeyi likide etmek en akılcı, yol olacaktır.

##### *İşleyen Teşebbüs Değeri*

Burada, işletmenin bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer söz konusudur. Bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Tasfiye değeri, piyasa değeri için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır.

##### *Net Aktif Değeri*

Hisse senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda (genellikle bir yıl) düzenlenen

bilânçodaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır.<sup>38</sup>

#### *Alternatif Gelir Değeri*

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını açıklar. Türkiye'de alternatif gelir değeri belirlemesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmiş olmaktadır.

#### *Gerçek Değeri*

Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir.<sup>39</sup>

### **2.3.4.3. Hisse Senedi Türleri**

Hisse senetleri TTK'nin 409.maddesine göre hamiline veya nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılırlar. Bu ayrımın dışında hisse senetleri çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir.

#### **2.3.4.3.1. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri**

Bu ayrımın önemi hisse senetlerinin devir işlemlerinde ortaya çıkmaktadır. Hamiline yazılı hisselerde devir işlemi teslimle tamamlanır. Nama yazılı hisse senetleri ise, esas mukavelede aksine hüküm olmadıkça devrolunabilir. Nama yazılı hisselerin devri ciro edilmiş senedin devir alana teslimi ve şirketin pay defterine kaydedilmesi ile mümkündür.<sup>40</sup>

Esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça anonim ortaklıklar sisteminde asıl olan nama yazılı hisse senetleridir. Bu hisse senetlerinin ortak sayısının tespitinde, ortakların

<sup>38</sup> [http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat\\_getiri.htm](http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri.htm)

<sup>39</sup> İMKB, a.g.e., s.171-172.

<sup>40</sup> [http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat\\_getiri.htm](http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri.htm)

tanınması ve takibinde, malvarlığının korunmasında, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesinde, senedin kaybolması halinde, genel kurul toplantısına katılmada vergi kaybını ödemede çeşitli yararları bulunmasına karşılık, ortaklık payının devrindeki güçlükler, halka açılmayı engelleme, gizliliği sağlayamama bakımından sakıncaları vardır.

Senedin hamili kim ise, o kimsenin hak sahibi sayılacağı anlaşılan hisse senetleri hamiline yazılı hisse senetleridir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin gerçek anonimliği sağlama, devir kolaylığı, sınaî mülkiyetin yaygınlaşmasına yardım etme, tasarruf sahibi açısından gizlilik temin etme gibi yararı bulunmaktadır. Senedin kaybedilmesi ve çalınması halinde, hak sahipliğinin kanıtlanmasındaki güçlükler, genel kurul toplantılarına ilgisizliği teşvik ve güç boşluğu doğurma, senet üzerinde rehin, intifa haklarının kullanılması için senetlerin teslimi zorunluluğu bakımından sakıncaları bulunduğu söylenebilir.<sup>41</sup>

#### **2.3.4.3.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri**

Hisse senetleri, ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Bu tip hisse senetlerine adi hisse senetleri denir. Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine nazaran kâra iştirak ve genel kurulda oy kullanma bakımından TTK'nin 401. Maddesine dayanılarak ana sözleşme ile sahiplerine imtiyazlı haklar tanıyabilir. Esas sözleşme ile imtiyazlı hisseler kârdan belli oranda özel temettü dağıtımını öngörülebilir, rüçhan hakkı kullanımında, oy hakkında tasfiye sonucuna katılmada, organ üyeliklerinde aday göstermede tesislerden yararlanmada bazı ayrıcalıklar tanınabilir. Ancak Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları imtiyazlı hisse senedi çıkaramazlar.<sup>42</sup>

#### **2.3.4.3.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri**

Yeni taahhüt veya ödeme yolu ile çıkarılan, diğer bir deyişle bedelli artırıma konu olan hisseler ya kuruluş aşamasında çıkarılırlar ya da sermaye artırımlarında, rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. Bu hisseler karşılığında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa ödeme yapılmış olur.

Yedek akçe, dağıtılmamış kar, yeniden değerlendirme, değer artış fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılacak hisse senetleri için yeni bir ödeme veya yeni bir taahhüde gerek yoktur. Burada aslında mevcut

<sup>41</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hspkilavuz.zip>

<sup>42</sup> <http://www.imkb.gov.tr/veri/veriset1.zip>

payların değerleri yükseltilmekte ve gerçekte iç kaynaklardan bir ödeme yapılmaktadır. Bu durumda yeni hisse senetleri eskisinin uzantısı olduğundan, bedelsiz hisse senetlerini edinme hakkı eski ortaklara yani pay sahiplerine aittir.

#### **2.3.4.3.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri**

Türk hukuk sisteminde nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihracı söz konusu değildir. Öte yandan TTK 286. Maddeye göre de itibari (nominal) değerinden aşağı bir bedelle de hisse senedi ihraç edilemez. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir. Primli hisse senedi ihracı için ya esas sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul tarafından karar alınmalıdır. Kayıtlı Sermaye Sisteminde ise, esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere, yönetim kurulu kararı ile primli hisse ihraç edilebilir. Primli hisse ihraç edilmesi halinde oluşacak sürüm primleri vergiye tabi olmaktadır.<sup>43</sup>

#### **2.3.4.3.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri**

Kurucu hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi, şirketin yönetimine katılma hakkını da vermez. Bu durumda, kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere, ana sözleşme hükümleri gereğince, şirket kârının bir kısmını iştirak hakkı temin etmek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla ihraç edilir(TTK md. 402). İntifa hisse senetleri; şirket genel kurulunun alacağı kararla bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir. Şirket kârından kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra bütün hisselerle ödenmiş sermayenin % 5'i oranında kanuni birinci temettü ödenmeden, gerek imtiyazlı hisselerle, gerekse sermaye payını temsil etmeyen kurucu ve intifa hisse senetlerine özel temettü ödenmez, ödenebilecek miktar da kalan kârın % 10'unu geçemez.(TTK md. 298)<sup>44</sup>

#### **2.3.5. Hisse Senetlerinde Şekil Şartları**

Türk Ticaret Kanunu'nun 413. Madde hükmüne göre nama ve hamiline yazılı hisse senetlerinde bulunması gerekli hususlar şunlardır;

- Şirketin Unvanı

---

<sup>43</sup> KARSLI, a.g.e., s.390-391.

<sup>44</sup> İMKB., a.g.e., s.172.

- Esas Sermaye Miktarı
- Şirketin Tescil Tarihi
- Senedin Türü (Nama, Hamiline, Adi kurucu vs.)
- Senedin İtibari Değeri

Ancak kanunun önerdiği bu şekil şartlardan başka isteğe bağlı olarak, aşağıdaki bilgiler de hisse senetlerine eklenebilir;

- Senedin ihraç tarihi.
- Esas sözleşmenin bazı önemli ve ilgili maddeleri.
- Senedin ihtiva ettiği pay adedi.
- Önceki sermaye artırımına ait bilgiler.
- Kuponlara ilişkin bilgiler.
- Kuruluşu veya sermaye artırımını onaylayan mahkeme kararının tarih ve numarası.
- Senetlerin tertip, grup ve serisi eklenebilir.

Nitekim birçok şirketin hisse senetlerinde yukarıda sayılan hususların hemen hepsinin ya da çoğunun yer aldığı görülmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu 23.06.1989 tarihili Resmi Gazetede yayınlanan, Seri I No V Tebliği ile halka açık şirketlere geniş kapsamlı bir hisse senedi standardı getirmiş ve kullanılacak kâğıdın niteliği, baskıda kullanılacak renk ve desenler, boyutlar, kupon boyutları, sayıları ve dizilimi, kuponların numaralandırılması ve kullanım esasları, hisse senetlerinin içeriği gibi konularda standart düzenleme yapmış bulunmaktadır.<sup>45</sup>

### **2.3.6. Hisse Senetlerinin Ekonomik Önem ve İşlevleri**

Hisse senetlerinin ekonomik işlevlerini şöyle özetlemek mümkündür;

- Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.
- Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.
- Hisse senetleri, halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin

---

<sup>45</sup> KARSLI, a.g.e., s.394.

iktisadi yanını tamamlar.

- Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım yoluyla sağlar, hem yatırım, hem de gelirin değerini enflasyona karşı korur.
- Hisse senedi, aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır. Bir şirket, yatırım veya işletme sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyduğu zaman, bu fonları hisse senedi ihracından başka hangi yoldan sağlarsa, bunun bir aracılık maliyeti vardır. Ve aracılık maliyetinin en yüksek olduğu finansman türü de banka kredisidir. Bankalar mevduat toplarken, mevduat sahibine verdikleri mevduat faizinin çok üstünde bir faizi kredi işlemlerinde alırlar. Çünkü bankacılık sektörü karakter itibarıyla masraflı çalışan bir sektördür.

### **2.3.7. Hisse Senedinin Türleri**

#### **2.3.7.1. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri(KZOB)**

20 Mart 2003 tarihli Resmi Gazetede yayımlanıp yürürlüğe giren Seri III No 27 Tebliğe göre, ortaklıklar, kâr veya zarara ortak olmak üzere, işgal sahalarına giren tüm faaliyetlerin getirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için, yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere, "Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi" (KZOB) adı altında menkul kıymetler ihraç edebilir ve halka arz yoluyla satabilirler.<sup>46</sup>

Kar ve zarar ortaklığı belgelerinin çıkarılmasındaki temel amaç, menkul kıymetler piyasasında değişime konu olan araçları çoğaltmak ve çeşitlendirmektir. Bunun yanı sıra kâr ve zarar ortaklığı belgelerinin kendine özgü bir menkul kıymet olarak, faiz dışı kazanca uygun bir yönü vardır.

Bu belgeler, kâr ve zarar katılma ve ortaklık hakkı vermekle beraber, hisse senedi sayılamazlar.

Çünkü

- Kâr ve zarar ortaklığı belgeleri sahiplerinin, şirket yönetiminde oy hakları yoktur,
- Bu belgeler vadeli olup, vade sonunda anapara ve kâr payı geri ödenmektedir. En kısa vade 3 ay, en uzun vade 7 yıldır. KZOB'ler 1.000.000 TL veya katları

---

<sup>46</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hspkilavuz.zip>



tutarında hamiline veya nama yazılı şekilde ihraç edilebilir.<sup>47</sup>

Bu tür belgelerin kâra iştirakli tahvillerle de hiçbir ilgisi yoktur. Çünkü zarar durumunda senet sahibinin zarara katılması söz konusudur.

Kâr ve zarar ortaklığı belgelerinin çıkarımı ve düzenlenmesi Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine tabidir. Bu belgelerin tutarları, ihraç ve ödeme koşulları ile diğer nitelikleri SPK tarafından belirlenmektedir. Menkul kıymet alım - satımı ile uğraşan ortaklıkların bu belgeleri ihraç etmeleri yasaklanmıştır.

### **2.3.7.2.Katılma İntifa Senetleri(KİS)**

14.7.1992'de yayımlanıp yürürlüğe giren SPK'nin Seri III Tebliğ No. 10 açıklamalarına göre, ortaklıklar, nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın kârdan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma ve bu Tebliğ'de belirlenen olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını sağlayan KİS çıkarılabilir. Katılma intifa senetleri nama yazılı olabileceği gibi, hamiline de çıkarılabilmektedir. Esas sözleşmede hüküm bulunmak koşuluyla, genel kurul kararı ile süresiz olarak çıkarılabilir.

Katılma intifa senetleri, nakit karşılığı satılmak şartıyla çıkarılabilir ve belirli bir sermayeyi temsil etmedikleri için, bu senetlere sahip olan şahıs ya da kuruluşların şirket yönetimine katılma ve oy verme hakları yoktur.

Katılma intifa senetleri belli bir nominal değerde çıkarılır ve bunun alt sınırı 1.000 TL olup, bunun katları şeklinde değerleri serbestçe belirlenir. Ortaklıkların çıkartabilecekleri KİS tutan, ödenmiş sermayeleri ve yedek akçeleri toplamından çok, bu toplamın altında birinden az olamaz. Kar dağıtımında, önce ödenmiş ortaklık sermayesi ile ödenmiş KİS sermayesinin toplamı içinde KİS sermayesinin toplam sermayeye oranı bulunur. Vergi ve birinci kanuni yedek akçe düşüldükten sonra kalan dağıtılabılır kar içinde, bu orana göre KİS sahiplerine düşen kar payı hesaplanır. KİS ortaklarına bu şekilde ayrılan karın, Kanun'un 15. Maddesine göre Kurul'ca saptanmış oran ve miktarda birinci temettü tutarında KİS kar payı ödenir. KİS ortağı olanlara birinci temettü ek olarak sağlanabilecek diğer menfaatler esas sözleşmede, düzenlenir.

---

<sup>47</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hspkilavuz.zip>

### **2.3.7.3. Oydan Yoksun Hisse Senetleri (OYHS)**

Oydan Yoksun Hisse Senetleri; ortakların sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir.

Nama yazılıdır. Ortaklıkların çıkarabilecekleri OYHS itibari toplam değer tutan, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin yarısını geçmemek üzere esas sözleşmelerinde gösterilir. Daha önce ihraç edilmiş OYHS miktarı hesaba alınır.<sup>48</sup>

### **2.3.7.4. Tahviller**

Anonim şirketlerin borç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine Tahvil denir.

Tahvil hamilinin bir şirkete kullandığı sermaye yabancı sermayedir. Tahvili elinde bulunduran tahvil hamili, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil hamili şirketin aktif üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketler brüt karından öncelikle tahvil sahiplerinin faizlerini öder.

Şirketin iflası veya tasfiyesi halinde, tasfiyeden önce borçlar ödeneceği için, tahvil sahipleri hisse senedi sahiplerinden önce alacaklarını alırlar. Tahviller sabit getirili menkul kıymetlerdir. Tahvil sahibi enflasyon oranından daha fazla faiz aldığı için kar etmiş olur. Elde edilen gelir enflasyonun altında kaldığında ise zarar etmiş olur.<sup>49</sup>

### **2.3.7.5. Diğer Menkul Kıymetler**

#### **2.3.7.5.1. Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS)**

Gelir ortaklığı senetleri, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından geliri Kamu Ortaklığı Fonu'na aktarılmak üzere satılan köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ile benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirine ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir. Gelir ortaklığı senetleri minimum bir getiri oranını garanti eder. Gelir payı ödemeleri yılda iki kez döviz veya Türk Lirası olarak yapılmaktadır.<sup>50</sup>

<sup>48</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hspkilavuz.zip>

<sup>49</sup> İMKB., a.g.e., s.176-177.

<sup>50</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hspkilavuz.zip>

### **2.3.7.5.2. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar**

14.7.1992 tarihinde yayımlanan Seri III Tebliğ No 12 kalkınma ve yatırım bankalarının sermaye piyasasından kaynak sağlamak amacı ile çıkaracakları bonoları ikiye ayırarak tanımlamıştır.

#### *Banka Bonoları*

Kalkınma ve Yatırım Bankalarının borçlu sıfatıyla düzenleyip, ihraç ettiği emre veya hamiline yazılı bir sermaye piyasası aracıdır. Banka tarafından satışı yapıldığı tarihte vadesine en az 90, en çok 360 gün kalmış olması gerekir.

#### *Banka Garantili Bonolar*

Kalkınma ve Yatırım Bankalarından kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatı ile düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisi altında ihraç edilen bir sermaye piyasası aracıdır. Satış tarihi itibarıyla vadelerine en az 60, en çok 720 gün kalmış olması gerekir.

Tedavül limiti, bankanın ilgili Tebliğ hükümlerine göre satabileceği bonolardan herhangi bir anda tedavülde bulunabilecek azami tutarı (nominal) ifade eder. Tedavül limiti, bankanın yetkili organlarınca onaylanmış son bilançosunda görülen ödenmiş sermayesi ve yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların düşülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. İhraç edilecek bonoların saymaca değerinin 5.000.000 TL'den az olmaması gerekir.

Kalkınma ve yatırım bankaları, ihraç ettikleri banka garantili bonoların içerdiği mali yükümlülüklerle kefil olmuş sayılırlar. (Seri III Tebliğ No 12 md 19)

Görüldüğü gibi, banka bonusu ve banka garantili bonolar piyasada, menkul kıymet arzındaki darlığı giderme açısından duyulan ihtiyacı karşılama işlevini yerine getirmeyi amaçlamaktadırlar.

### **2.3.7.5.3. Finansman Bonoları**

Batı ülkelerinde "commercial paper" olarak adlandırılan ve vadelerinin kısıtlılığı nedeni ile para piyasası aracı olarak kabul edilen finansman bonolarının ihraç koşulları Sermaye Piyasası Kurulu'nun 31.7.1992 tarihli Tebliği (Seri: III, No. 13) ile düzenlenmiştir. Finansman

bonoları, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı sermaye piyasası aracıdır.

Finansman bonolarının vadesi 60 günden az 720 günden çok olmamak üzere 30 gün ve katları şeklinde belirlenebilir. İskontolu olarak ihraç edilir.

Aşağıdaki formülle hesaplanan değer üzerinden satılır. İkincil piyasaları vardır.

$$\text{Satış Fiyatı} = \frac{\text{Nominal değer}}{(1+\text{iskonto oranı})^{a/b}}$$

a: vadeye kalan gün sayısı; b: vade gün sayısı.

Halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılabilir. Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri azami finansman bonusu tutarı, genel kurulca onaylanmış son yıllık bilançoda görülen çıkarılmış veya ödenmiş sermaye ve yedek akçeler ile yeniden değerlendirme değer atış fonunun toplamından varsa toplam zararların düşülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. Halka açık olmayan anonim ortaklıkların düşülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. Halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri azami finansman bonusu tutarı hesaplanırken yedek akçeler dikkate alınmaz. Çıkarılan finansman bonoları satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe yeni finansman bonusu çıkarılamaz.<sup>51</sup>

*Finansman bonusu türleri:*

- A tipi: Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları
- B tipi: İhraççıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları
- C tipi: Banka garantisi taşıyan finansman bonoları
- E tipi: Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları
- F tipi: Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vadini ihtiva eden finansman bonoları.

Not: D tipi finansman bonoları için Tebliğ'de bir düzenleme yapılmamıştır.

#### **1.3.7.5.4.Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)**

Menkul kıymetleştirme uygulamasının alacaklara dayalı bir versiyonu olarak türetilen

<sup>51</sup> <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur>

varlığa dayalı menkul kıymetler, Temmuz 1992 de düzenlenerek Türk Sermeye Piyasasının en çok ilgi çeken yatırımı enstrümanlarından biri olmuştur.

Menkul kıymetleştirme uygulaması ile çok sayıda borçlunun bulunduğu, belli bir zamana yayılmış ve belgelenmiş alacak kalemleri ile aktifin diğer bir bölümünü oluşturan duran varlıkların menkul kıymet haline getirilerek alım satım yapılabilmesi söz konusu olabilmektedir. Şimdiye kadar menkul kıymetler, ortaklık bilançolarının pasifine bağlı olarak çıkarılırken menkul kıymetleştirme ile bilanço aktiflerine bağlı menkul kıymet çıkarılabilmesi de söz konusu olmuştur.<sup>52</sup>

Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), 31.7.1992 tarihli 21301 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri III Tebliğ No: 14 ve 27.12.1994 tarih ve 22154 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri III Tebliğ No: 17 ile düzenlenmiştir. Buna göre Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya temellük edecekleri alacaklar karşılığında, ihraç edebilecekleri kıymetli evraktır. (Burada "temlik", alacağın devredilmesi; "temellük" ise alacağın devralınması olarak düşünülebilir.)

Varlığa davalı menkul kıymetler tamamen intifa edilinceye kadar, karşılığını oluşturan alacaklar ve duran varlıklar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehin alınamaz, teminat gösterilemez, haczedilemez.<sup>53</sup>

#### **2.3.7.5.5. Gayrimenkul Sertifikaları**

Gayrimenkul sertifikası, ihraççıların bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değeri eşit hamiline yazılı menkul kıymettir.

## **2.4. ARACI KURULUŞLAR**

Aracı kurumlar ile sermaye piyasasında faaliyet gösterme yetkisi almış olan bankalar, aracı kuruluşları oluşturur.

Aracı kurumlar Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabidirler. Kendi menkul kıymetlerini halka arz eden bankalar ile sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunun bankalar, bu faaliyetleri ile sınırlı olarak SPK hükümlerine tabi olurlar. Ancak kanun hükümleri, ortak sayısı

<sup>52</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hspkilavuz.zip>

<sup>53</sup> ÖZMEN, Tahsin; “Menkul Kıymetlendirmenin (V.D.M.K.) Avantaj ve Dezavantajları” Dünya, 1993, s.1-3.

bakımından bankalar hakkında uygulanmaz.

Bankalar kuruluş, denetim, gözetim, muhasebe, mali tablo ve rapor standartları konularında Bankalar Kanunu'na tabidir.<sup>54</sup>

#### **2.4.1. Aracı Kurumların Kuruluş Şartları**

Aracı kurumların kurulmalarına kurulca izin verilebilmesi için,

- Anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olmaları,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Ödenmiş sermayelerinin asgari 500 milyar Türk Lirası olması ve sermayenin % 50'sinin İMKB Takas ve Saklama Bankası AŞ'de hazine bonusu veya devlet tahvili şeklinde bloke edilmiş olması, asgari sermaye miktarı, 1997 yılından başlamak üzere her yıl bir önceki yıl için tespit ve ilan olunan yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır ve ilgili yılın Haziran ayının sonuna kadar ödenir. (Md. 11) Alım-satıma aracılık ve halka arza aracılık faaliyetlerinin yanında, diğer aracılık faaliyetlerinde bulunan veya bulunacak aracı kurumların, her ayrı faaliyet için 5 milyar TL ilave ödenmiş sermayeye sahip olmaları zorunludur.
- Esas sözleşmelerin Kanun hükümlerine ve Kurul düzenlemelerine uygun olması,
- Kurucuların müflis olmadığı veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tespit edilmiş olması gerekir.<sup>55</sup>

#### **2.4.2. Aracı Kurumların Öz sermayeleri İle İlgili Düzenleme**

Sermaye Piyasası Kurulu, 1997/2 numaralı SPK Haftalık Bülteni ile 30 Haziran 1997 tarihine kadar yerine getirilmek üzere aracı kurumların Öz sermayeleri ile ilgili yeni bir düzenleme yapmıştır. Bu düzenlemeye 1997/7, 1997/9, 1997/25, 1997/33, 1997/41 sayılı SPK Haftalık Bültenlerinde yayımlanan kararlar ile çeşitli ekler ve değişiklikler getirilmişti. Buna göre;

- a) Aracı kurumlardan yalnızca alım satım aracılığı yetki belgesi bulunanların sahip olması gereken asgari sermaye tutarı 50 milyar TL'dir.

Ancak (a) de belirtilen asgari öz sermaye tutarına,

<sup>54</sup> <http://www.imkb.gov.tr/veri/veriset2.zip>

<sup>55</sup> İMKB., a.g.e., s.55-56.

- Banka, sigorta, finansal kiralama, factoring ve finansman şirketleri ile özel finans kurumları dışında kalan her acente için 20 bin YTL,
  - Her şube ve irtibat bürosu için 10 bin YTL,
  - Repo - ters repo yetki belgesi için 50 bin YTL
  - Halka arza aracılık ve portföy yöneticiliği yetki belgelerinin her biri için 10 bin YTL; yatırım danışmanlığı yetki belgesi için 5 bin YTL hesaplanarak, öz sermayeye ilave edilmesi gerekir.
- b) Bu şekilde hesaplanacak asgari öz sermaye miktarı her yıl Maliye Bakanlığı'na belirlenerek ilan edilen yeniden değerlendirme oranına göre yeniden hesaplanır ve bulunacak bu meblağ ile öz sermaye arasında fark olması halinde izleyen yılın altıncı ayının sonuna kadar öz sermaye (ödenmiş sermaye ve yedek akçelerin toplamından zararların düşülmesi ile bulunur) tamamlanır.
- c) Yukarıda belirtilen şekilde hesaplanan zorunlu asgari öz sermaye tutarından aracı kurumların sahip oldukları gayrimenkuller (net-faaliyet konusu ile ilgili), makine tesis ve cihazlar ile döşeme ve demirbaşlar (net), kuruluş ve teşkilatlanma giderleri, özel maliyet giderleri ve finansal kiralama yoluyla elde edilen varlıklar karşılığında yapılan fiili kira ödemeleri düşülerek bulunan serbest özsermaye tutarının beşte dördlük kısmı kamu borçlanma senedi olarak Takasbank'a bloke edilir.
- d) Düşülecek kalemler toplamının zorunlu asgari öz sermayeyi aşması halinde beşte dördlük blokaj oranı tatbik edilmez. Ancak öz sermayenin zorunlu asgari öz sermayeyi aşan kısmına 1/10 oranı tatbik edilir.
- e) Kuruluşta ve pay devrinden dolayı aracı kurumların ilgili SPK Tebliği ve Kararları uyarınca tesis ettikleri blokaj saklı kalmak kaydıyla bu aracı kurumlarda 1/10 blokaj oranı, 500 bin YTL öz sermayeyi aşan öz sermayeye uygulanır.<sup>56</sup>

2005 yılsonu itibariyle, aracı kurumların, yatırım bankalarının, ticari bankaların, kurul iznine tabi olarak gerçekleştirebildikleri faaliyetlere ilişkin yetki ve izin belgeleriyle ilgili bilgiler aşağıda verilmektedir.

### **2.4.3. Aracı Kuruluşların Faaliyet Konuları**

Sermaye piyasasında aracılık; sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım

<sup>56</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>

satımıdır. Vadeli işlem sözleşmelerinin yapılmasına aracılık da bu hüküm kapsamındadır.

Aracı kuruluşların, aracılık kapsamında olmak üzere her bir ayrı faaliyet için Kurul'dan yetki belgesi almak kaydıyla yapabilecekleri sermaye piyasası faaliyetleri;

- Sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık
- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı
- Menkul kıymetlerin geri alım ve satım taahhüdü ile alım satımı,
- Portföy yöneticiliğidir.

Yukarıda a ve b şıklarında belirtilen faaliyetler münhasıran aracı kuruluşlarca yürütülür.

Aracı kuruluşların bu faaliyetleri, "Sermaye Piyasası Faaliyetleri" bölümünde detaylı şekilde anlatılmıştır.

Aracı kuruluşlar, kredili menkul kıymet açığa satış ve menkul kıymetlerin ödünç alma ve verme işlemleriyle de uğraşabilirler. SPK'nin 28.08.1997 tarih ve 25/1399 sayılı ilke kararında, aracı kurumların İMKB Vadeli İşlemleri Piyasasında işlem yapabilmek üzere başvurabilecekleri belirtilmiştir.<sup>57</sup>

Ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu, ortaklıkların sermaye artırımlarında yen pay alma haklarının kullandırılması işlemlerinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılmasını isteyebilir.

#### **2.4.4. Aracı Kuruluşların Faaliyet İzni ve İzin Esasları**

Bankalar ile kuruluş işlemlerini tamamlamış aracı kurumların faaliyete geçmek üzere SPK'den gerekli izni alabilmeleri için, aşağıdaki genel şartları ve faaliyet konularına ilişkin özel şartları yerine getirmeleri ve faaliyetlerini, yürütebilecek nitelik ve yeterlilikte olduklarının SPK tarafından kabulü gerekir.

Aracı kuruluşların öncelikle, halka arza aracılık ve alım satıma aracılık faaliyetlerinden en az birini seçmeleri ve Sermaye Piyasası Kurulu'ndan gerekli faaliyet iznini almaları zorunludur.

Faaliyet izni başvuru, ayrı ayrı incelenerek Kurulca uygun görülen kuruluşa, icra edeceği her faaliyeti gösteren "Yetki Belgesi" verilir.

Kurul'dan yetki belgesi alan aracı kuruluşlardan borsada işlem yapacak olanlar, ilgili

---

<sup>57</sup> KARSLI; a.g.e., s.74.



borsadan “Borsa Üyelik Belgesi” almak zorundadırlar.

Aracı kuruluşların aracılık faaliyetine geçmelerinde aşağıdaki genel şartlar aranır:

- Faaliyet konularına göre öngörülen asgari sermaye tutarlarının tam ve nakden ödenmiş bulunması gerekir,
- Kuruluş şartlarını kaybetmemiş olmaları zorunludur,
- Ortaklıklarının, yönetici ve ihtisas personeli ile denetçilerinin;
  - Ödünç para verme işleri hakkında mevzuata aykırılıktan dolayı hükümlerinin bulunmadığını ve taksirli hariç olmak üzere affa uğramış olsalar dahi ağır hapis veya 5 yıldan fazla hapis yahut zimmet, ihtilas, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, inancı kötüye kullanma, dolanlı iflas gibi yüz kızartıcı suçlar ile istimal ve istihlak kaçakçılığı dışında kalan kaçakçılık suçları; resmi ihale ve alım satımlara fesat karıştırma veya Devlet sırlarını açığa vurma, vergi kaçakçılığı veya vergi kaçakçılığına teşebbüs suçlarından dolayı hüküm giymemiş olduklarını, ilgili Cumhuriyet Savcılıklarından alacakları belge ile belgelendirmeleri,
  - Kendileri veya sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş ve iflâs anlaşması ilan edilmemiş olması,
  - Ödeme güçlüğü içinde bulunan bankerlerin işlemleri hakkında 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması, (Tasarrufları Koruma Fonu Başkanlığı belgesi)
  - Faaliyet yetki belgelerinden biri veya birden fazlası iptal edilmiş veya Borsa üyeliğinden sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması,
  - Sermaye Piyasası Kanunu’na muhalefetten dolayı mahkûmiyetlerinin bulunmaması gerekir.
- Tercih edilen faaliyet konularına uygun hizmet birimlerinin kurulmuş, bu birimler için yeterli personel kadrosunun oluşturulmuş olması, iç kontrol ve denetim sisteminin kurulması ve personelin buna uygun görev tanımları ile yetki ve sorumluluklarının belirlenmiş olması gerekir.

- Aksi mevzuatta belirtilmedikçe yöneticilerinin yüksek öğrenim kurumlarından, ihtisas personelinin ise en az lise mezunu olmaları, mali piyasalar ile ilgili bilgi ve mesleki tecrübeye sahip bulunmaları, genel müdürün ise mali piyasalarla ilgili en az 7 sene mesleki tecrübeye sahip bulunması ve münhasıran bu görev için istihdam edilmiş olması gerekir.

Kurul, aracı kuruluşlarda çalışan yönetici ve ihtisas personelinin Kurul ve Kurul'ca belirlenecek mercilerden alınmış mesleki yeterliliklerini gösterir sertifikaya sahip olmalarını zorunlu tutabilir.

Aracı kurum yöneticileri; yönetim kurulu üyelerini, genel müdürü, genel müdür yardımcılarını ve aracı kurum bünyesinde bulunan birimlerin yönetiminden sorumlu olan kişileri, ihtisas personeli ise aracı kurum bünyesinde bulunan birimlerin yönetiminden sorumlu kişilere bağlı olarak çalışan borsa temsilcisi, yatırım uzmanı, portföy yöneticisi ve yatırım danışmanı ile yaptıkları iş itibarıyla benzer sorumluluğu taşıyan diğer kişileri ifade eder.

- Yönetim Kurulu üyelerinden yarıdan bir fazlasının yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmaları zorunludur.
- Aracı kuruluş olarak faaliyet gösterecek işletmede, Kurulca yapılan düzenlemelere uygun muhasebe kayıt, bilgi ve besleme sistemi ile düzenli iş akışı ve haberleşmeyi sağlayacak yeterli bir organizasyonunun kurulmuş, teknik donanımının sağlanmış ve kurum uhdesinde bulunacak nakit ve kıymetli evrak ile diğer bütün varlıkların asgari yangın ve hırsızlık rizikolarına karşı sigorta ettirilerek bu konuda gerekli diğer güvenlik önlemlerinin alınmış bulunması zorunludur.
- Teminatların yatırılmış olması zorunludur.
- Mali kuruluşlar dışında kalan ortaklıklarının gerçek kişi olması zorunludur. Seri V, No: 19 sayılı Tebliğin yayınından önce faaliyete geçmiş aracı kurumlar için bu şart pay devri halinde aranır.
- Haklarında Kurul'ca tedrici tasfiye kararı verilen veya iflasları talep edilen aracı kurumların, tedrici tasfiye kararının verildiği veya iflas talebinin yapıldığı tarihten önceki son altı ay içinde sorumluluğu tesbit edilen sermayelerinde en az % 10 paya sahip ortakları, yönetim kurulu üyeleri, imza yetkisine sahip yöneticileri, denetim kurulu üyeleri ve benzeri görev ve yetkilere sahip olan aracı kurumlar ve acentalarda

ortak, yönetici ve denetim kurulu üyesi olamazlar, müşavir veya koordinatör gibi sıfatlarla çalışamazlar.

Bankaların aracılık faaliyetinde bulunabilmeleri için yukarıdaki (1), (2), (3), (6), (7) ve (8) bentlerinde sayılan koşullar aranmaz. Ancak (3) ve (5) bendi hükümleri tercih edilen faaliyet konularına göre kurulmuş hizmet birimlerinde çalışan yönetici ve ihtisas personeli için (10) bendi aynı birimlerde çalışan yöneticiler için aranır.<sup>58</sup>

Türkiye’de, 2005 yılı sonu itibariyle sermaye piyasasında faaliyet gösteren, 8 adedi faaliyetleri geçici olarak durdurulmuş olan 108 aracı kurum ve 41 banka olmak üzere toplam 149 aracı kurum bulunmaktadır.

2005 yılı içerisinde toplam 4 adet aracı kurumun faaliyetleri geçici olarak durdurulmuştur. Bu aracı kurumlardan 3 adedinin yeniden faaliyete geçmesine izin verilirken, 4 adet aracı kurumun da sahip olduğu tüm faaliyet yetki belgeleri iptal edilmiştir. 2005 yılsonu itibariyle 8 adet aracı kurumun geçici kapalılık durumu devam etmektedir.<sup>59</sup>

**Tablo 3: Aracı Kuruluşların Sayı ve Faaliyet Alanları**

Belgenin Türü	Aracı Kurumlar	Yatırım Bankaları	Ticari Bankaları
Alım Satım Aracılığı Yetki Belgesi	108	10 (borsa dışında)	31 (borsa dışında)
Halka Arza Aracılık Yetki Belgesi	59	3	-
Portföy Yöneticiliği Yetki Belgesi	57	2	-
Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi	51	3	-
Repo-Ters Repo işlemleri Yetki Belgesi	67	10	30
Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri İzin Belg.	98	-	-
Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Yetki Belgesi (VOBAŞ)	40	1	8
Altın ve Döviz Dayalı Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinin Alım Satımına Aracılık Yetki Belgesi* (İAB-VOBAŞ)	2	-	6

\* Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından çıkarılmış olan Kıymetli Madenler Borsası Üyelik Belgesi Verilme Esastan ile Kıymetli Madenler Borsası Aracı Kurumlarının Kuruluş ve Faaliyet Şartlarına İlişkin Yönetmelik uyarınca Hazine Müsteşarlığı tarafından kuruluş ve faaliyet izni verilen 2 adet kıymetli maden aracı kuruluşu ile 3 adet yetikli müessese de Altın ve Döviz Dayalı Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinin Alım Satımına Aracılık yetki belgesine sahiptir.

**Kaynak:** SPK 2005 Yılı Faaliyet Raporu. S. 62

<sup>58</sup> KILINÇ, a.g.e., s.112.

<sup>59</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu.htm>

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB)

#### 3.1.YASAL ÇERÇEVE

1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkmasıyla Türkiye'de sermaye piyasası yepyeni bir yapıya kavuşmuştur. Ancak bu kanun genel bir çerçeve kanundu. Yine bu kanunla 1982'de kurulan SPK piyasadaki hukuki düzenlemelerin tamamlanması için gerekli tebliğleri ve yeni bir borsanın kurulmasına yönelik gerekli düzenlemeleri hazırlamıştır.

Borsa kurulmasına yönelik olarak 91 sayılı KHK çıkartılmıştır. Bu KHK temel kavramların verildiği bir çerçeveyi ortaya koyuyordu. 91 Sayılı KHK'nin yürürlüğe girmesiyle 15.05.1929 tarihli ve 1447 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yürürlükten kaldırılmıştır. 06.10.1984 tarihinde ise Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik yayınlanmıştır. Bu yönetmelik de genel olarak menkul kıymet borsalarının kuruluşuna ve çalışmasına ilişkin temel ilkeleri ortaya koyan bir yönetmelikti.

91 Sayılı KHK'nin 11. Maddesine göre Türkiye'de kurulacak her borsanın yönetim kurulunca da borsanın işleyişine ilişkin bir iç yönetmelik hazırlanması gerekmektedir. Bu doğrultuda hazırlanan İMKB yönetmeliği 18.12.1985'de yürürlüğe girmiştir. Yönetmelik en son halini 19.02.1996/22559 sayılı SPK onayı ile almıştır.<sup>60</sup>

#### 3.2. BORSANIN TANIMI VE GÖREVLERİ

##### 3.2.1. Borsanın Tanımı

Yönetmeliğe göre; borsalar, borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin alım-satımının KHK' de yazılı esaslar dairesinde, belli kurallara göre düzen içinde yapılmasını sağlayan, oluşan fiyatların ilanına yetkili, tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır. Borsalar, SPK'nin teklifi üzerine Bakanlığın izni ile kurulur. İMKB Yönetmeliği md.4<sup>61</sup>

Kanuna göre; sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak

---

<sup>60</sup> YALÇINER, a.g.e., s.92.

<sup>61</sup> SEYİDOĞLU, Halil; *Ekonomik Tanımlar Ansiklopedik Sözlük*, Gizem Yayınları, Ankara, 1992, s.34.

kurulan, tüzel kişiliği haiz kuruluşlardır. SPK Kanunu md. 40<sup>62</sup>

*İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)*; Menkul Kıymetler Borsası Hakkında 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede öngörülen görevleri yerine getirmek üzere kurulmuş, yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetim ve denetimi altında olan tüzel kişiliği haiz bir kamu kurumudur. İMKB. Yönetmeliği md.6

İMKB, resmi çalışma günlerinde faaliyette bulunur. İMKB aynı zamanda, bir meslek kuruluşudur. Her meslek kuruluşu gibi üyeleri vardır.

### *Borsa Üyeleri*

Borsaya üye olabilecek, yani Borsa'da işlem yapabilecekler SPK' den faaliyetleri için yetki belgesi almış;

- Yatırım ve kalkınma bankaları,
- Ticari bankalar,
- Aracı kurumlardır.

Borsa'nın üst karar organı üyelerden oluşan genel kuruldur. Genel kurul, Yönetim Kurulu'nu seçer, Borsa Başkanı aynı zamanda yönetim kurulu başkanıdır ve Hükümetçe müşterek kararname ile tayin edilir.

Borsanın yönetim kademeleri, Genel Kurul, Yönetim Kurulu, Denetçiler, Komiteler ve Borsa Başkanı ile Borsa Başkanına bağlı Başkanlık teşkilatından oluşmaktadır. Bu birimlerin görev ve yetkileri ile ilgili daha geniş açıklamalar organizasyon şemasından sonraki bölümde yer almaktadır.<sup>63</sup>

### **3.2.2. İMKB'nin Görev ve Yetkileri**

İMKB'nin başlıca görev ve yetkileri aşağıda gösterilmiştir.

- Menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması ile ilgili başvuruları, Kotasyon Yönetmeliği'nde (13.3.1995/22226) belirtilen esaslar dâhilinde incelemek, ek bilgi ve belgeler istemek, başvuruları değerlendirmek ve karara bağlamak.
- Kanuni gerekler yerine getirilerek para, kambiyo ve kıymetli maden ve taşlar ile

<sup>62</sup> İMKB., a.g.e., s.196.

<sup>63</sup><http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu.htm>

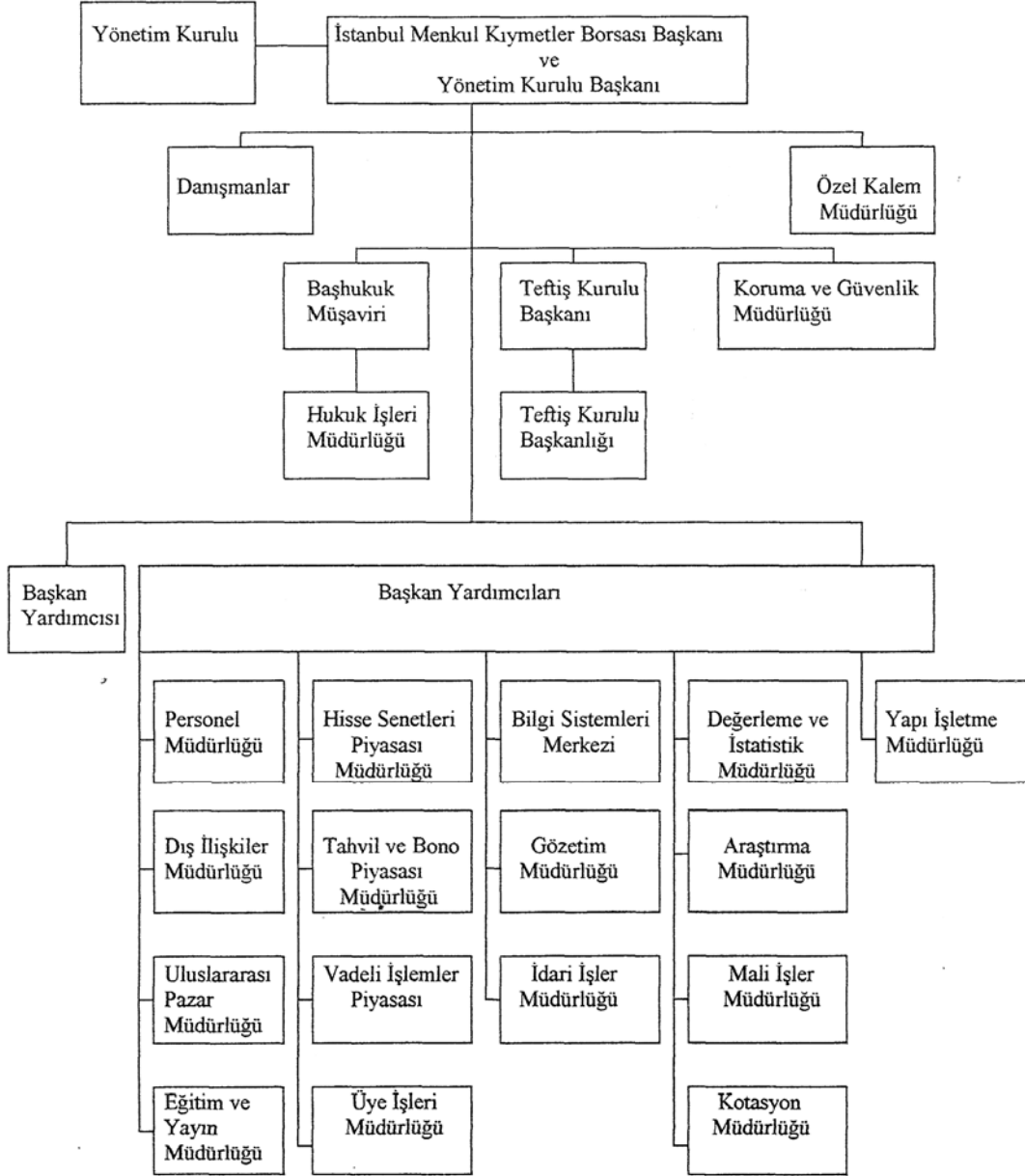
vadeli işlemlerle ilgili piyasalar açmak.

- Borsa'da işlem görebilecek menkul kıymetler için türlerine göre menkul kıymetler pazarları oluşturmak, bu pazarlarda işlem görecektür menkul kıymetleri belirlemek ve Borsa bülteninde yayınlamak, pazarlara Borsa binasında yer tahsis etmek.
- Borsa'da pazarların çalışma gün ve saatlerini belirlemek ve Borsa bülteninde ilan etmek.
- Borsa pazarlarında yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatları ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarlarını seans bitiminde ilan etmek.
- Borsada yapılan alım, satım işlemlerini güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları hakkında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuralların dışına çıkan Borsa üyelerine "İMKB Yönetmeliği"nde belirtilen müeyyideleri uygulamak
- Borsa'da olağan dışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekli önlemleri almaktır.<sup>64</sup>

---

<sup>64</sup> İMKB. a.g.e. ,2006,s.197.

**Tablo 4: İMKB Organizasyon Şeması**



Kaynak: İMKB. Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler Kılavuzu, 2006 s. 165.

### 3.3. BORSANIN ORGANİZASYONU

İMKB'nin yarı resmi bir statüsü vardır, kanunla kurulmuştur ancak aynı zamanda üyeleri bulunan bir meslek kuruluşudur. İMKB'nin kendi tüzel kişiliği olup kendi bütçesi vardır. İdari açıdan Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığına bağlıdır. Aynı zamanda SPK'nin ve

ilgili bakanlığın belirleyeceği diğer denetleme organlarının denetimine tabidir.<sup>65</sup>

Borsanın en üst karar organı, borsa üyelerinden oluşan genel kuruldur. Genel kurul yönetim kurulu üyelerini seçer. Ancak aynı zamanda borsa başkanı olan, yönetim kurulu başkanı müşterek kararname ile atanır. Borsa başkanı başkanlık teşkilatının başı ve borsanın en üst amiridir. Borsa genel kurulu SPK'nın onayı alınmak koşuluyla 91 sayılı KHK ve Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik hükümleri çerçevesinde borsa işleri konusunda düzenleme yetkisi vardır.<sup>66</sup>

Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 15.maddesine göre borsanın en üst karar organı olan borsa genel kurulunun görevleri şunlardır:

- Borsaca hazırlanması gereken ve borsanın yetkisinde bulunan yönetmelikleri karara bağlamak.
- Yönetim kurulunun yetkileri dışında kalan borsa işlerine ilişkin hususlarda karar almak yetkili mercilere tekliflerde bulunmak,
- Yönetim kurulu tarafından hazırlanan yıllık faaliyet raporu ile denetçi raporunu inceleyip kara bağlamak,
- Borsanın bilânçosunu ve gelir gider hesaplarını inceleyerek karara bağlamak, personel kadrosunu ve kesin hesabı onaylamak.

Genel kurul tarafından seçilen 4 üyeden ve müşterek kararname ile atanan bir başkandan oluşan borsa yönetim kurulunun görevleri ise aşağıdaki gibidir.

- Borsaya ilişkin her türlü iç mevzuatı hazırlamak,
- Kotasyon başvurularını karara bağlamak.
- Borsa işlerinin mevzuata ve kurallara uygun olarak düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak.
- Yönetmeliklerle belirtilmiş veya ihtiyaca bağlı olarak ihtisas komiteleri kurmak,
- Borsaya kote olmayan ancak işlem hacmi geniş olan menkul kıymetlerle ilgili bilgi vermek,
- Borsa işlemlerinde çıkabilecek uyuşmazlıkları inceleyerek sonuçlandırmak,

<sup>65</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu.htm>

<sup>66</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu.htm>



- Borsa bültenini çıkarmak, açıklanması gereken bilgileri ve oluşan fiyatları yayınlamak.
- Borsa işlemleri ile ilgili istatistikler yayınlamak,
- Borsanın bütçesini hazırlayıp SPK'ye sunmak,
- Borsanın kadrosunu ve kesin hesabını hazırlayarak genel kurula sunmak,
- Borsa gelirlerinin tahsilini ve giderlerinin yapılmasını sağlamak,
- Borsa adına imzaya yetkili olanları ve yetki sınırlarını belirlemek,
- Personel atamalarını gerçekleştirmek.<sup>67</sup>

Üyeleri genel kurul tarafından seçilen bir denetleme kurulu vardır. Ayrıca bir başkan ve iki üyeden oluşan kotasyon, disiplin ve uyuşmazlık komiteleri vardır.

### 3.4. İMKB'NİN KOTASYON KOŞULLARI

İMKB'de hisse senetleri kote olan 1200'den fazla şirket mevcuttur. Ancak dünyadaki diğer borsaların aksine İMKB'nin hisse senetleri kote olan her şirketin hisse senedi borsada işlem görmemektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 8. maddesinin 3794 sayılı kanunla değişmeden önceki haline göre ortak sayısının 100'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan veya menkul kıymetleri herhangi bir şekilde halka satılan şirketler satış süresinin sonunda veya hisse senetlerinin halka satıldığı öğrendikleri ya da bu durumun tespit olduğu tarihten itibaren otuz gün içinde menkul kıymetlerinin kote edilmesi için borsaya başvurmak zorundaydı. Çeşitli firmaların içinde buldukları sektörlerin tabi olduğu mevzuat hisse senetlerinin borsaya kote edilmesini şart koşmakta idi. Ayrıca vergi mevzuatının getirdiği çeşitli istisnalar borsaya kotasyonu şart koşuyordu. Bu yüzden birçok firma İMKB'ye hisse senetlerini kote ettirmiştir.<sup>68</sup>

İMKB'ye herhangi bir şirketin menkul kıymetlerinin kote edilip edilemeyeceğini belirlemeye yetkili organ İMKB Yönetim Kurulu'dur. İMKB'de menkul kıymetler işlem görecekt ve gören şirketlerin uyacakları esasları düzenleyen düzenleme 13.03.1995 tarih ve 22226 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan İMKB Kotasyon Yönetmeliğidir. Daha önce kotasyona ilişkin hususlar İMKB Yönetmeliği'nde düzenlenmekteydi. İMKB Yönetim Kurulu

---

<sup>67</sup> YALÇINER, a.g.e., s.94.

<sup>68</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu.htm>

kararı ile kota alınmış, kota alınmamış ve kottan çıkarılmış menkul kıymetler İMKB'de işlem görebilir. Menkul kıymetlerinin İMKB'de işlem görmesini isteyen şirketler kotasyon başvurusu yapar. Başvuruda kotasyon başvurusuna ilişkin dilekçe ve istenen diğer bilgi ve belgeler verilir. Hisse senetleri hâlihazırda İMKB kotunda bulunan şirketler sermaye artırımına gittiklerinde İMKB'ye ilave kotasyon başvurusu yapmak zorundadırlar.<sup>69</sup>

Sektörlere Göre Borsada İşlem Gören Şirketlere Ait Kot Raporu aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 5: Borsada İşlem Gören Şirketlerin Sektörlere Göre Kot Raporu**

SEKTÖRLER	Şirket Satısı	Nominal Tutar	Oran (%)
GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	25	1.302.916.969	3,5542
DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	29	941.632.592	2,5687
ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA	2	72.904.832	0,1989
KÂĞIT VE KÂĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	14	800.580.337	2,1839
KİMYA, PETROL, KAUKÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER	24	2.165.555.413	5,9074
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	25	1.817.990.706	4,9593
METAL ANA SANAYİ	13	1.343.716.486	3,6655
METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIMI	25	2.331.596.976	6,3604
DİĞER İMALAT SANAYİ	3	93.975.000	0,2564
ELEKTRİK, GAZ VE SU	5	288.449.350	0,7869
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	2	619.819.687	1,6908
SPOR HİZMETLERİ	4	92.035.000	0,2511
EĞLENCE HİZMETLERİ	1	13.490.363	0,0368
BİLİŞİM	8	174.486.480	0,476
SAVUNMA	1	29.403.000	0,0802
TIBBİ VE DİĞER SAĞLIK HİZMETLERİ	1	54.000.346	0,1473
TOPTAN TİCARET	4	376.085.000	1,0259
PERAKENDE TİCARET	6	454.999.561	1,2412
LOKANTA VE OTELLER	5	203.985.946	0,5565
ULAŞTIRMA	4	272.700.000	0,7439
HABERLEŞME	1	2.200.000.000	6,0014
MADENCİLİK	1	48.000.000	0,1309
BANKALAR	15	12.563.549.948	34,2722
SİGORTA ŞİRKETLERİ	7	840.018.099	2,2915
FİNANSAL KİRALAMA VE FACTORİNG ŞİRKETLERİ	9	311.845.042	0,8507
HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	18	6.248.785.832	17,0461
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	9	584.118.630	1,5934
MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI	30	280.283.432	0,7646
<b>Toplam:</b>	<b>291</b>	<b>36.526.925.026</b>	<b>100,00</b>

**Kaynak:** İMKB Aylın Bülten Ağustos 2006

Yukarıdaki tabloya göre Ağustos 2006 verilerine göre 28 sektörde toplam 291 şirketin borsaya kote olduğu görülmektedir. Sektörlere ait şirket hisselerinin nominal değerinin ise 36 526 925 026 TL'dir.

<sup>69</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu.htm>

İMKB Kotasyon Yönetmeliği'ne göre ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetlerinin kota alınması için başvuran ortaklıklarda aranacak şartlar aşağıda verilmiştir.

- Başvuru o tarihe kadar ihraç edilmiş bu tür menkul kıymetlerin tamamını kapsaması,
- Son yıl ve ilgili ara dönemler dahil olmak üzere mali tabloların bağımsız denetiminden geçmiş olması ve grup şirketlerinin konsolide mali tablolarının düzenlenmiş olması,
- Kuruluşundan itibaren en az üç takvim yılı geçmiş olması (halka açıklık oranı ve az % 25 ise 2 yıl, en az % 40 ise 1 yıl geçmiş olması)
- Başvuru tarihi itibarıyla art arda 2 yılda vergiden önce kar etmiş olması (halka açıklık oranı en az % 25 ise son 1 yılda kar etmiş olması),
- Ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin en az 25 milyar lira olması,
- Halka açık hisse adedinin Borsa yönetim kurulunun belirleyeceği miktardan az olmaması ve bu hisse senetlerinin en az 100 kişi elinde olması (bu miktar yukarıdaki asgari sermaye miktarının % 15'ine tekabül edecek şekilde her yıl borsa yönetim kurulunca tespit edilebilir. Hisse adedi hesaplamasında beher hissesinin nominal değeri 1000 TL olarak esas alınır.)
- Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,
- Borsa tarafından istenen beyan yazısının şirketin başlıklı kâğıdına aktarılarak birinci derece imza yetkilisi iki yönetici tarafından imzalanarak noter tasdikinden sonra borsa başkanlığına teslim edilmesi,
- Esas sözleşmenin menkul kıymetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması
- Ortaklığın üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların çözümlenmiş olması veya çözüm aşamasında bulunması,
- Borsa yönetimine geceli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son 1 yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato istenmemiş olması ve borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,

Eğer şirketin hisse senetleri hale hazırda borsa kotundaysa sermaye artırımını sonucunda ihraç edilecek hisse senetlerinin kota alınması için aşağıda belirtilen ilave kotasyon şartlarını yerine getirmesi gerekir:

- Başvurunun borsa kotunda bulunan menkul kıymetleri başvuru tarihine kadar ihraç edilmiş bu tür menkul kıymetlerin toplam tutarına tamamlayacak şekilde yapılmış olması,
- En son kotasyon işleminden bu yana borsaya verilmiş olması gereken bilgi ve belgelerin verilmiş olması,
- Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütmeye devam edebilecek düzeyde olduğunun borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,
- Menkul kıymetlerinin piyasadaki mevcut tedavül hacmi bakımından borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması.

Aşağıda belirtilen durumlarda ise borsa kotunda bulunan menkul kıymetler yönetim kurulu tarafından geçici veya sürekli olarak borsa kotundan çıkarılabilir:

- Ortaklığın borsa kotunda bulunan hisse senetlerinin nominal tutarının ödenmiş sermayesine eşit olmaması (sermaye artırımını nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinde sermaye artırım işleminin bitim tarihinden itibaren yönetim kurulunca belirlenecek süre için bu şart aranmaz),
- Ortaklığın en son bilançosunda yer alan dönem zararı ve birikmiş zararlar toplamının öz kaynaklar toplamına ulaşmış olması,
- Borsa başkanlığına verilen beyan yazısına uyulmaması,
- Kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmemesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgenin derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklamak üzere yazılı olarak borsaya bildirilmemesi ve benzeri konularla ilgili olarak getirilen düzenlemelere uyulmaması,
- Borsa yönetimince yapılacak düzenlemelere ve ilgili mevzuata uyulmaması,
- Ortaklığın iflasına karar verilmiş olması veya borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenler dışındaki nedenlerle faaliyetlerinin 3

aydan uzun bir süre için durdurulmuş olması,

- Ortaklığın tasfiye veya süre dolma gibi herhangi bir nedenle sona ermesi,
- Ortaklığın borçlarını ödemekte güçlük içerisine girmiş ve finansman sıkıntısına düşmüş ya da konkordato mühleti talep etmiş olması,
- Ortaklığın borsaya ödemekle yükümlü olduğu ücretleri ödememesi ya da aleyhine yapılan icra takibinin sonuçsuz kalması,
- Aktifleri üzerindeki ipotek rehin ve teminatların borsa yönetimince belirlenen azami miktarın üzerinde olması,
- Ortaklığın esas faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli izin, lisans, yetki belgesi iptal edilmesi veya ortadan kalkması, ya da ortaklık aleyhine faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilecek dava açılması,
- Kotasyon şartlarını taşımakla beraber çeşitli yasal nedenlerle borsa kotuna alınmış olan menkul kıymetlerin, kota alınmasına esas teşkil eden yasal gerekçelerin ortadan kalkması,
- Ortaklığın sermayesinin 2/3'ünü yitirmesi
- Borsaya sunulan son iki döneme ait bağımsız denetim raporunun olumsuz görüş içermesi,
- Her türlü yangın, doğal afetler, harp hali, terör faaliyetleri, üretim faktörlerinin 2/3'ünün faaliyetten çıkması ve benzeri nedenlerle ortaklık faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilecek gelişmelerin yaşanması.
- Ortaklığı temsile yetkili kişilerin veya ortaklık yönetiminde söz sahibi kişilerin, öncelikle borsaya verilmesi gerekli bilgi ve belgeleri, borsaya vermeden önce borsa dışındaki üçüncü kişilere, basın yayın kuruluşlarına ve diğer kişi kurum ve kuruluşlara vermiş olması,
- Borsa kotunda bulunan borçlanma senetlerinin itfa edilmesi ya da bakiyesinin talep edilmemiş kıymetlerden oluşması, ortaklığın vadesi dolan borçlanma senetlerini ödeyememesi veya borçlanma senetleri sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olabilecek işlemler yapması,
- Menkul kıymetin piyasa değerinin, nominal değerinin çok altına düşmesi veya işlem hacmi yada işlem sıklığının genel ortalamaların çok altına inmesi,

- Borsaca veya borsa tarafından görevlendirilenlerce istenecek bilgilerin verilmemesi veya eksik veya gerçeğe aykırı bilgi ve/veya belge verilmesi, defter ve belgelerin bu görevlilere ibraz edilmemesi, saklanması, yok edilmesi veya borsa görevlerinin görevlerini yapmalarının engellenmesi.<sup>70</sup>

Halka arz edilen hisse senetlerinin borsa'da işlem görmesi İMKB yönetim kurulu kararıyla, hisse senetleri piyasasında sistemde sıra açılarak mümkün olur. Bunun için;

- Borsaya belli formatta bir dilekçe ile başvurulması,
- Borsa tarafından istenen bilgi ve belgelerin teslim edilmesi,
- Borsa uzmanlarının şirket merkez ve üretim tesislerini ziyaret etmesi ve yöneticilerle görüşmesi gereklidir.
- Daha sonra pazar başvurusu ile ilgili bir rapor hazırlanır.
- Hazırlanan rapor yönetim kurulunda görüşülür.<sup>71</sup>

Yönetim Kurulu'nun kararı olumlu ise işlem açılma tarihi ve diğer bilgiler Borsa günlük bülteni'nde ilan edilir. İşleme açılma tarihi, günlük bültende bu bilgilerin yayınlanmasından en az iki iş günü sonra olacak şekilde belirlenir.

Toptan Satışlar Pazarı'nda, hisse senetleri Borsa'da işlem gören veya görmeyen şirketlerin mevcut ortaklarının kendi paylarından blok halinde yaptıkları satışlar da ikincil piyasa işlemidir.

Şirketlerin ana sözleşmelerine dayanarak, belirli tertip hisse senetlerine farklı oranda kâr payı (temettü) dağıtmaları, farklı oy kullanım hakkı tanımları veya farklı zamanlarda yapılan apel ödemeleri söz konusu olduğunda ise, aynı şirketin farklı değerli hisse senetlerine, ayrı bir hisse senedi olarak işlem görme imkânı tanınır.

İşlem gören hisse senetlerinin “yeni” olarak adlandırılan tertiplerinin bulunması durumunda, "yeni" hisse senetleri için eski hisse senedinin işlem gördüğü seansta işlem görme fırsatı tanınır.

Aşağıdaki tabloda borsa kotundaki şirket sayıları ve nominal değerleri verilmiştir. Tablo incelendiğinde 1986 yılında 350 şirketin 795 bin YTL nominal değerinde hisse senedi varken bu sayı Ağustos 2006 da şirket sayısı 316, hisse senetlerinin nominal değeri ise 36 576

---

<sup>70</sup> YALÇINER, a.g.e., s.97.

<sup>71</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.html>

925 bin YTL düzeyine çıkmıştır. Bu veri ışığında şu yargıya ulaşılabilir; İMKB’de işlem gören şirket sayısı göreceli olarak azalmakla birlikte hisse senedi sayısı her geçen yıl büyük oranlarda artarak nominal değeri 36,6 Milyar YTL düzeyine yükselmiştir. Yirmi yıllık bu süreç içerisinde bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarının etkisi bir yana bırakılacak olursa borsanın derinliğinin önemli mesafeler aldığı yargısına varılabilir.<sup>72</sup>

---

<sup>72</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.html>

**Tablo 6: İMKB Kotunda Bulunan Şirket Sayıları**

YILLAR	Şirketler		Borsa Yatırım Fonları		Ulusal Pazar	İkinci Ulusal Pazar	Yeni Ekonomi Pazarı (**)	Gözaltı Pazarı	Toplam	Borsa Yatırım Fonu	Diğer Şirket Sayısı (*)
	Şirket Sayısı	Nominal Tutar (Bin YTL)	BYF Sayısı	Nominal Tutar (Bin YTL)							
1986	350	795			80				80		
1987	414	1.613			82				82		
1988	556	3.132			79				79		
1989	730	6.727			76				76		
1990	916	14.476			110				110		
1991	1.092	32.304			134				134		
1992	1.238	49.139			145				145		
1993	1.284	71.286			160				160		
1994	1.204	109.239			176				176		
1995	922	223.804			193	12			205		
1996	788	424.531			213	11	1	3	228		
1997	743	909.295			244	7	2	5	258		
1998	686	1.885.946			262	7	1	7	277		
1999	319	3.615.344			256	10	1	18	285		
2000	287	6.276.522			287	13	--	15	315		
2001	278	9.959.472			279	13	--	18	310		
2002	262	12.408.716			262	14	--	12	288		13
2003	265	16.515.936			264	16	--	5	285		13
2004	275	24.379.916			274	17	1	5	297		10
2005	282	31.243.840	2	51.200	282	16	2	4	304	2	12
2006/25.08	291	36.576.925	4	81.200	291	15	3	7	316	4	12

Kaynak: İMKB Aylık Bülten. Ağustos 2006.



### 3.5. HİSSE SENETLERİ PİYASASI

26 Aralık 1985 tarihinde faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsa'sında ilk hisse senedi işlemleri, 3 Ocak 1986 tarihinde gerçekleşmiştir. Başlangıçta, 36 Borsa Üyesinin işlem yapma yetkisine sahip olduğu piyasada, birinci pazar bünyesinde 41 anonim şirketin hisse senedi işlem görmekteydi. İşleyiş, bugün olduğu gibi çok fiyat-sürekli müzayede esasına göre, tek seans süresi içinde pano sisteminde gerçekleştirilmekteydi.

Pano sisteminde, aracı kuruluş temsilcileri her hisse senedi için ayrılmış işlem tahtalarına, merkezlerinden telefonla aldıkları emirleri yazmakta ve fiyat olarak uyuşan alım ve satım emirleri Borsa tarafından belirlenen öncelik kurallarına uygun olarak üye temsilcileri tarafından eşleşmekteydi.

Pano sisteminde, her işlem tahtasında alış ve satış olarak iki sütun, bu kısımların altında "Üye", "Adet" ve "Fiyat" alt başlıkları bulunmaktaydı. Hisse senedi satın almak isteyen üye temsilcisi, alış bölümüne, üye kodu ile birlikte, almak istediği miktarı ve fiyatı yazarak talebini diğer üye temsilcilerine duyurmaktaydı. Satış içinse aynı işlem satış bölümüne yazılarak yapılmaktaydı. Böylece, ilgili hisse senedi için alış talepleri tahtanın solunda, satış teklifleri de sağında alt alta görülmekteydi.<sup>73</sup>

Alış veya satış bölümlerinde yazılı bulunan emirler üzerinde işlem yapmak isteyen temsilciler, öncelik kurallarına göre, emrin üstünü çizerek yanına kendi üye kodunu yazmakta, böylece öneriyi kabul ettiklerini belirtmekteydi. Emrin üzerini çizen taraf aktif taraf olarak adlandırılmakta ve gerçekleşen işlemle ilgili sözleşme düzenleyerek Borsa'ya onaylatmaktaydı. İşlemlerin takası ise işlem gününden bir sonraki gün (T+1) gerçekleştirilmekteydi.

Pano sistemi uygulaması Aralık 1993'e kadar tek sistem olarak uygulandı. 3 Aralık 1993'te 50 adet düşük işlem hacimli hissenin alım satımı ile 176 adet iş istasyonu (kullanıcı) kapasiteli işlem salonunda bilgisayarlı alım satım uygulamasına adım atıldı. 1994 yılında hızlı bir değişim ve yeniden yapılanma sürecine girildi. Borsada güven ve şeffaflık ortamını sağlamak amacıyla piyasalar ve işleyişleri ile ilgili çeşitli düzenlemeler yapıldı.<sup>74</sup>

14 Temmuz 1994 tarihinden itibaren Hisse Senetleri Piyasa'sında ikincil piyasa seansı birden ikiye, dolayısıyla günlük işlem süresi de 4 saate çıkarıldı. Çift seans uygulaması ile aynı tarihte

<sup>73</sup><http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hissealsat.htm>

<sup>74</sup><http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hspkilavuz.zip>

Takas süresi, işlem gününden iki gün sonrası (T+2) olarak belirlendi. 21 Kasım 1994 tarihinde Borsa'da işlem görmekte olan bütün hisse senetleri bilgisayarlı alım satım sisteminde işlem görmeye başladı. Bu sisteme geçilmesiyle, fiziksel mekân sorunu giderildi ve işlem güvenliği, işlem hızı, şeffaflık, hızlı raporlama ve veri dağıtımı, piyasa gözetimi, modern ortam, dış dünya ile bütünleşme kolaylığı sağlandı.

1994 yılının sonunda, Borsanın kuruluşundan o döneme kadar işlem yapılan pazarın adı Ulusal Pazar olarak belirlendi ve sadece borsa kotunda bulunan şirketlerin hisse senetlerinin bu pazarda işlem görmesine olanak tanındı. 1995 yılının ilk aylarından itibaren Bölgesel Pazar, Toptan Satışlar Pazarı, Yeni şirketler Pazarı gibi pazarlar kurularak faaliyete geçirildi. İMKB. Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi kurulmasına dair Bakanlar Kurulu Kararının alınması da 1995 yılına rastlamaktadır. 1996 yılında Gözaltı Pazarı kurulmuştur. Uzaktan Erişimde İlk işlem 31 Temmuz 2000, Ex-API Üzerinden emir gönderimi ise Ocak 2002 de gerçekleşmiştir.<sup>75</sup>

Piyasalardaki gelişmelere paralel olarak 3 Mart 2003 tarihinden itibaren Bölgesel Pazar'ın ismi İkincil Ulusal Pazarı, Yeni Şirketler Pazarı'nın ismi ise Yeni Ekonomi Pazarı olarak değiştirilmiştir.<sup>76</sup> Bu süreci takiben son iki yıldır seans süresi 4 saat den 5 saate çıkartılmıştır.

### 3.5.1. Borsa Üyeleri ve Üye Temsilcileri

Borsa'ya Sermaye Piyasası Kurulu tarafından aracılık faaliyetinde bulunmak üzere yetki belgesi verilmiş olan aracı kuruluşlar (aracı kurumlar ve bankalar) üye olabilir. Borsa üyeleri;

- SPK'dan "alım-satım aracılık yetki belgesi" almış olan **aracı kurumlar**
- Bankalar Kanunu'na göre Türkiye'de faaliyette bulunan ve SPK'den yetki belgesi almış olan **bankalardan** oluşmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun almış olduğu ilke kararı doğrultusunda, Borsa üyesi bankalar 02.01.1997 tarihinden itibaren **Hisse Senetleri Piyasası'nda** işlem yapamamaktadırlar. Bu nedenle, tek başına veya birden fazla Borsa üyesi banka bir araya gelerek mevcut yetki belgelerini bir aracı kurum kurarak, bir aracı kuruma devretmek veya mevcut aracı kurumlardan birini satın almak suretiyle Hisse Senetleri Piyasası'ndaki işlemlerine devam edebileceklerdir. Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem yapmayarak sadece Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem yapacak bankalar için bu zorunluluk yoktur.

<sup>75</sup> DOĞU, Murat; **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, S.P.K. Ankara, Yayın No:27, 1996, s.57-58

<sup>76</sup> İMKB., a.g.e.;2006,s.239.

Borsa üyesi bir bankanın, aracı kurum kurarak Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yeni bir aracı kurum izni alıp Borsa'ya başvurması halinde, banka yalnızca Tahvil ve Bono Piyasası'nda faaliyet gösterebilecektir. Yeni kurulan aracı kuruma Borsa üyeliği, bankaya ise Tahvil ve Bono Piyasası üyeliği statüsü tanınacak, bu durumda asli borsa üyesi aracı kurum kabul edilecektir.

Borsada kurulan pazar ve piyasalarda işlem yapacak aracı kuruluşların Borsadan üyelik belgesi alması zorunludur. Borsaya üyelik başvurusu Yönetim Kurulunca kabul edilen üyelere Borsa Üyelik Belgesi verilir. Borsa üyelik belgesinde üyenin hangi pazar ve piyasalarda işlem yapmaya yetkili olduğu ve Borsa tarafından talep edilen diğer bilgiler yer alır.

Borsa'da sadece Borsa üyeleri işlem yapabilirler. Borsada alım-satım yapmak isteyen yatırımcılar emirlerini Borsa üyeleri aracılığıyla Borsaya iletirler.

Borsa üyeleri; Borsa'da üye temsilcileri tarafından temsil edilirler. Üyeler, noterden onaylı, kuruluşu temsil yetkisini içeren temsil belgeleri düzenleyerek, kendilerini Borsada temsil edecek olanları, Borsaya bildirirler. Üye temsilcisi olarak bağlı bulunduğu kurum adına işlem yapacak kişilerin, Yönetmelikte belirlenen şartları sağlaması ve Borsa tarafından düzenlenen sertifika programlarında başarılı olması gerekir.

Her üyenin, Borsa'da işlem yapan temsilcilerden sorumlu olan, gözetim, kontrol ve imza yetkisine sahip bir baş temsilcisi (chief broker) seans süresi boyunca Borsa işlem salonunda bulunmaktadır. Baş temsilci, üyelerin mevcut temsilci kontenjanına ek olarak salonda bulunmakta, ancak kendisine herhangi bir bilgisayar işlem terminali ve koltuk tahsis edilmemektedir. Baş temsilci salonda dolaşarak, mensubu olduğu üyenin diğer temsilcilerini izleyerek, sadece kendi yetkisinde olan işlemleri ve baş temsilci ile ilişkileri gerçekleştirmektedir. Baş temsilcinin yardımcısı veya yedeği yoktur.

İMKB'nin Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem yapma yetkisine sahip olan her üyenin üç harften oluşan bir "üye kodu" vardır. Üye temsilcileri, kendi bilgisayarlarından emir gönderirken sistem tarafından üye temsilcilerinin bağlı bulunduğu kurumun üye kodu sisteme emirle birlikte gönderilir. Ancak ekranda işlem gerçekleşmeden üye kodları görünmez. Her üye temsilcisi kendi kurumuna ait emirleri Emir baz ekranında italik olarak görür. Kullanıcının kendisinin girdiği emirler ise italik ve koyu olarak görünmektedir. Buna karşılık diğer emirlerin hangi üyelere ait olduğu

bilinemez.<sup>77</sup>

Gönderilen emirler üzerinde işlem gerçekleştikten sonra, gerçekleşen işlemler dosyasında işlemin hangi üyeler arasında gerçekleştiği üye kodlarına bakarak izlenebilir. Üyelerin, unvan değişikliğine bağlı olarak üye kodları, yılda bir defa ve sadece yılın ilk gününden itibaren geçerli olmak üzere değiştirilebilir.<sup>78</sup>

#### *Üye Temsilcileri ve Temsilci Yardımcılarının Nitelikleri*

Üye temsilcisi; Borsa üyesini borsa işlemlerinde ve/veya takas ve saklama işlemlerinde temsil edebilen ve kendisine temsil ettiği Borsa üyesi adına tebligat yapılabilen, imza yetkisini haiz kişidir.

Temsilci yardımcısı; üye temsilcisine işlemlerinde yardım eden ve imza yetkisini haiz olmayan kişidir. Temsilci ve yardımcılarının fark edilebilmeleri için yönetim kurulu gerekli tedbirleri alır.

Üye temsilcisi ve temsilci yardımcılarının genel yönetmeliğin 11. maddesinde aranan şartları sağlamalarının yanı sıra, bir yüksek öğrenim kurumundan mezun olmaları ve borsa tarafından yapılacak inceleme sonucu tecrübe, bilgi ve ahlak bakımından yeterli olduklarına kanaat getirilmesi gerekir. Bu inceleme sonuçlanıncaya kadar veya zorunlu hallerde üye temsilcisinin işe başlamasına Borsa Başkan'ınca geçici olarak izin verilebilir.

Üye temsilcilerinin her bir pazar ve piyasada işlem yapabilmesi için ilgili yönetmeliklerde belirlenen özel şartları da taşıması gerekir.

Temsilci yardımcılarının yönetmelikte belirlenen nitelikleri taşıyıp taşımadıklarının tespiti, taşıyanlara temsilci yardımcısı sıfatının verilmesi ve yardımcılıktan temsilciliğe geçiş usul ve süreleri Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

#### *Üye Temsilcilerinin Yetki Tanımları Sorgu (Broker Yardımcısı)*

Piyasaya ait ekranlarla ilgili sorgular.

#### *Temsilci (Broker)*

- Piyasa ve kendi emir ve işlemleri ile ilgili sorgular
- Eski, Yeni. Rüşhan Hakkı, Birincil Piyasa ve Resmi Müzayede pazarlarına normal lot ve küsurat emir girişi (Özel ve Blok Emir giriş izni yok)

<sup>77</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hissealsat.html>

<sup>78</sup> İMKB, a.g.e.2006,s.241-242.

- Kendi girdiği emirlere ait düzeltme, bölme, iyileştirme ve iptal
- Rapor alma

#### *Baş Temsilci (Chief Broker)*

- Sorgu ve temsilci statüsünde olan kişi yetkilerinin tümü
- Diğer temsilcilerinin emirleri üzerinde sorgu, iptal ve düzeltme
- Tüm pazarlarda Özel ve Blok Emir giriş, düzeltme ve iptali
- Koteye girilerek yapılacak pazarlıklı işlemler
- Üye bazında gerçekleşen işlemlerle ilgili düzeltme ve iptal isteği (borsa onayı ile)
- Kendi kurumundan sorgu ve temsilci yetkisine sahip kişilerin yetkilerini, seans bazında geçici olarak durdurma (Bu işlem için Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğü'nün vereceği geçici durdurma belgesini imzalaması gerekmektedir. Yetki değişikliklerinin devamlı olabilmesi için üyenin Borsa Üye İşleri Müdürlüğü'ne yazılı başvuru yapması gerekir.)<sup>79</sup>

### **3.5.2. Hisse Senetlerinin Halka Arzı**

Bir şirketin hisse senetlerini Borsa'da işlem görebilmesi için öncelikle hisse senetlerinin halka arz edilmiş olması gereklidir. Bu bölümde sadece şirketler açısından Borsa'da işlem görme başvurusundan önce hisselerini nasıl halka arz edecekleri özet olarak verilmiştir.

#### **3.5.2.1. Şirketler ve Halka Arz**

Sermaye Piyasası Kanunu açısından, halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; SPK'ye göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder.<sup>80</sup>

Hisse senetlerini halka az etmek suretiyle halka açılan ve hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler, halka arz yoluyla bir yandan sermayenin tabana yayılmasını sağlamakta, diğer yandan alternatif finansman yöntemleri arasında en ucuz kaynak niteliğinde olan fonlar ile yeni yatırımlara girebilme olanağına kavuşmakta, tasarrufçunun atıl fonlarını aktif hale getirmekte, kısa vadeli

<sup>79</sup> İMKB., a.g.e., 2006,s.242.

<sup>80</sup> KOÇ, Özlem, **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK Yayını No: 118 Mayıs 1998.

fonların uzun vadeli fonlara dönüşmesini sağlamaktadırlar. Halka açılan şirketlerin kurumsallaşma süreci hızlanmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa süre içinde kavuşabilmektedirler.

Halka açık şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi gerek şirkete gerekse şirket ürünlerine yaygın tanınma ve saygınlık avantajı sağlamaktadır.

Halka açık şirketler, çeşitli vergi istisnalarından yararlanma imkânına sahiptirler. Gelir Vergisi Kanunu'nun 94/6-B maddesi uyarınca kurum kazancından,

- Halka açık anonim şirketlerde % 10
- Diğerlerinde % 20 oranında gelir vergisi kesintisi yapılmaktadır.

Ayrıca, şirket hisse senetleri likidite imkânı kazandığından, hisse senetlerinin organize Pazarlarda istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan alınıp satılabilmesi imkânı doğmaktadır.

Diğer yandan, hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi ile birlikte şirketlerin hisse senetleri barkalar ve benzeri kurumlarca teminat olarak kabul edilebildiğinden bankacılık kesiminden daha fazla kaynak temini mümkün hale gelmektedir. Halka açılacak şirketlerin izleyecekleri yasal prosedür ilerideki bölümlerde kısaca açıklanmıştır.<sup>81</sup>

#### **3.5.2.1.1. Halka Arz Yöntemleri**

Esas olarak, halka açılmada üç yöntem izlenebilir.

*Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Borsa'da veya Borsa Dışında Halka Arz Etmeleri;*

Bu yöntemde, ortaklıklardaki mevcut hissedar / hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilirler.

Özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha önce halka arz edilmiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için hisse senetlerinin,

- Ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- Belli bir tertip ve gruba dahil olmaları halinde o tertip ve gruptaki tüm hisse senedi bedellerinin; aksi takdirde ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- Nominal değerleri toplamının, SPK'ye başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın nominal

<sup>81</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.html>

sermayesine oranının en az;

- Sermayeleri 12.209.760 YTL' ye kadar olan ortaklıklar için % 25,
  - Sermayeleri 12.209.760 YTL ile 61.048.800 YTL arasında olan ortaklıklar için % 15,
  - Sermayeleri 61.048.800 YTL ve daha fazla olan ortaklıklar için % 5 olması,
- Rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur. Ancak, yukarıdaki esaslar çerçevesinde sermayelerinin % 15'inin altında bir oranla ilk kez halka açılan ortaklıkların, halka açılma tarihini izleyen 3. Yıl sonuna kadar, nominal sermayelerinin % 15'ine tamamlanacak şekilde hisse senetlerinin Kurul'a kaydettirilmesi gereklidir. Söz konusu % 15'lik oranının hesaplanmasında tamamlama işlemin yapıldığı tarihteki nominal sermaye dikkate alınır.<sup>82</sup>

#### *Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı;*

Bu şekildeki halka açılmada ortaklık;

- a) Sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını (mevcut hissedarların yeni pay alma haklarını) kısıtlayarak Borsa'da veya Borsa dışında halka satabilir.
- b) Sermaye artırımında ortaklarca rüçhan hakları kullandıktan sonra kalan hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilir.

Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: 1, No: 23 sayılı Tebliği ile değişik Seri: 1, No:22 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir. Önşartlar;

Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler. SPK başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır.<sup>83</sup>

a- Yönetim kurulu esas sözleşmesinin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde düzeltme tasarısını hazırlayarak, madde değişikliği için SPK onayını alır.

---

<sup>82</sup> KOÇ, a.g.e., s.10–11.

<sup>83</sup> KARSLI, a.g.e. s.273.

b- TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

Sermaye artırımını yoluyla yapılan başvurularda, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılabilecek nominal sermayeye oranının en az;

- Sermayeleri 12.209.760 YTL'ye kadar olan ortaklıklar için % 15,
- Sermayeleri 12.209.760 YTL ile 61.048.800 YTL arasında olan ortaklıklar için % 10,
- Sermayeleri 61.048.800 YTL ve daha fazla olan ortaklıklar için % 5 olması, zorunludur.

Ancak, yukarıdaki esaslar çerçevesinde sermayelerinin % 15'inin altında bir oranla ilk kez halka açılan ortaklıkların, halka açılma tarihini izleyen 3. yıl sonuna kadar, nominal sermayelerinin % 15'ine tamamlanacak şekilde hisse senetlerinin Kurul'a kaydettirilmesi gereklidir. Söz konusu % 15'lik oranının hesaplanmasında tamamlama işlemin yapıldığı tarihteki nominal sermaye dikkate alınır.<sup>84</sup>

*Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı İle Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını Arz Etmesinin Birlikte Yapılması;*

Bu yöntem halka arzlarda görülen uygulama a) ve b) maddeli yöntemlerin her ikisinin aynı anda kullanıldığı uygulamalardır. Fazla tercih edilen bir halka arz uygulaması değildir. Bunun nedeni ise şöyle açıklanabilir; Hem Hisse senedi arzı hem de sermaye artırımını yoluyla halka arz gerçekleştirildiğinde arz fazlalığına yol açarak şirketin piyasadan istediği fiyattan alıcı bulmasını güçleştirecektir. Bu durum ise şirketin ucuz kaynak bulmasını zorlaştıracaktır.

### **3.5.2.1.2. Hisse Senetlerinin Halka Arzında Satış Yöntemleri**

Tasarruf sahiplerine satış işlemleri, "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" hükümleri çerçevesinde yerine getirilir. Bu Tebliğe göre halka açılmak üzere hisse senedi satışı yapacak ortaklıkların "Talep Toplama" veya "Borsa'da Satış" yöntemlerinden birisini kullanmaları zorunludur.

*Talep Toplama Yöntemi;*

Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Değişken Fiyatla Talep Toplama, olarak ikiye ayrılır.

---

<sup>84</sup> KOÇ, a.g.e. s.11-12.



"Değişken Fiyatla Talep Toplama Yöntemi'nde asgari bir satış fiyatı tespit edilip, üzerindeki fiyat teklifleri toplanırken; "Sabit Fiyatla Talep Toplama Yönteminde", teklifler belirlenmiş tek bir fiyattan alınır.

Hisse senetleri satış anında teslim edileceğinden, satıştan önce bastırılmış olmaları gerekmektedir. Talep toplama yöntemi 3 şekilde uygulanabilir.

- *Sabit Fiyatla Talep Toplama;* Satışa sunulan hisse senetleri için, ihraççı veya hissedar sabit bir fiyat belirlemektedir. Yatırımcılar ise belirlenen süre içinde istedikleri miktarı belirten talep formunu doldurarak halka arza aracılık eden kuruluşlara parasını yatırırlar.
- *Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama;* Bu yöntemde ihraç edilecek hisse için asgari bir fiyat belirlenir. Yatırımcılar bu fiyatı baz alarak bunun üstündeki fiyatlara ve istedikleri sayıdaki hisse taleplerini, talep formunu düzenler. Belirtilen süre içinde hisse bedelini belirtilen aracı kuruma ya da bankaya yatırırlar. İhraççı veya hissedar gelen talepleri en yüksekte başlayarak en alta doğru yasal prosedür içinde karşılar.
- *Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi;* Bu yöntemle ilk iki yöntemdeki uygulama zorunluluğu olmayan ihraççılar tarafından tercih edilmektedir. Burada hisse senedi bizzat ihraççı veya aracı kuruluş tarafından belirli bir fiyat tespit edilerek yatırımcılardan talep toplamaksızın halka arz yoluyla satışdır.<sup>85</sup>

#### *Borsa'da Satış Yöntemi*

Bu yönetmede satış, İMKB Yönetmelikleri çerçevesinde yapılmaktadır. Bunun için, asgari 20 işgünü önce Borsa'ya başvurulması gerekmektedir.

#### **3.5.2.1.3. Satış Fiyatının Belirlenmesi**

Satış fiyatı, aracı kuruluş ile ortaklık tarafından belirlenir ve bir fiyat aralığı olarak belirlenerek hisse senetleri Kurul kaydına alınmış ise, sirkülerin ilanından en az 3 işgünü önce satış fiyatı saptanarak Kurul'a bildirilir.

Satış fiyatı belirlenirken, Borsa'da hisse senetleri işlem gören aynı sektöre ait şirketlerin fiyat kazanç oranları esas alınarak hesaplanmakta ayrıca indirgenmiş nakit akım analizleri gibi yöntemler kullanılmaktadır. Diğer yandan, geçmiş yıllara ilişkin finansal göstergeler, karlılık oranları ve

---

<sup>85</sup> KOÇ. a.g.e. s.13-15.

geleceğe yönelik projeksiyonlara da bakılmaktadır.<sup>86</sup>

Borsa'da işlem gören anonim ortaklıkların hisse senetlerinin; şirket yönetiminin el değiştirmesi sonucunu verecek miktarda ve anılan anonim ortaklığın dahil olduğu grup dışındaki, önceden belirlenmiş, alıcı kişilere Toptan Satışlar Pazarında (TSP) yapılacak satışlarda, fiyat serbest bir şekilde belirlenir.

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıkların dahil oldukları aynı grup içerisinde ve grup içi ortaklar arasında Toptan Satışlar Pazarı'nda yapılacak hisse senedi alış ve satışlarına ilişkin işlemler ile yönteminin el değiştirmesine yol açmayacak Toptan Satışlar Pazarı işlemlerinde; işleme baz alınacak fiyat, alıcı belli ise anlaşma tarihinden, alıcı belli değil ise başvuru tarihinden itibaren geriye doğru 15 gün boyunca oluşmuş ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması alınıp en yakın fiyat adımına yuvarlanması suretiyle tespit edilir. İşlem fiyatı, baz fiyata +/- % 20 marj uygulanarak bulunan fiyat aralığında serbestçe belirlenir.<sup>87</sup>

Aşağıdaki tabloda 1990–2005 Yılları arasındaki halka arzlar görülmektedir.

**Tablo 7: 1990 – 2005 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Halka Arzlar**

Yıl	Şirket Sayısı	Nominal Tutar		Satış Tutarı	
		Bin ABD\$	Bin YTL	Bin ABD\$	Bin YTL
1990	35	125.136	323	985.311	2.575
1991	24	77.477	308	391.627	1.477
1992	13	15.171	103	94.424	644
1993	16	18.130	209	152.447	1.784
1994	25	24.419	709	270.480	7.684
1995	29	44.440	1.944	246.783	10.698
1996	27	34.626	2.985	167.922	14.701
1997	29	66.091	9.669	420.377	63.569
1998	20	66.998	16.963	383.348	94.318
1999	9	52.391	26.732	87.413	44.691
2000	36	157.690	95.451	2.809.532	1.722.404
2001	1	231	368	243	386
2002	4	17.062	23.102	56.467	76.618
2003	2	1.958	3.150	11.252	18.395
2004	12	107.114	158.531	482.575	713.936
2005	9	267.997	364.819	1.743.964	2.362.053
<b>Toplam</b>	<b>291</b>	<b>1.076.931</b>	<b>705.365</b>	<b>8.304.166</b>	<b>5.135.934</b>

**Kaynak:** İMKB 2005 Yılı Faaliyet Raporu. S. 105

<sup>86</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.html>

<sup>87</sup> ÖZCAN, Mustafa; “Hisse Senetleri Fiyatlarını Belirleyen Unsurlar ve Türkiye” Yeterlilik Etüdü, SPK, Ankara, 1990, s.106-108.

1990 – 2005 yılları arasında toplam 291 şirket halka arz işlemleri gerçekleştirmiştir. Halka arzların nominal tutarlarının ekonomideki istikrarla paralel bir seyir izlemiştir. Ekonomik istikrar ve büyüme dönemlerinde halka arzların arttığı görülmüştür. Bunun yanı sıra şirketler hisse senetlerinin arz fiyatları ile elde ettikleri ucuz maliyetli fonlar ile şirketlerini finanse ettikleri gibi bir yorumu getirilebilir. Bunun etkisi ile de ülke ekonomisine katma değer sağlanması yargısına varılabilir.

### **3.5.2.3. Satılmayan Hisse Senetlerinin Aracı Kuruluşça Satın Alınması**

Hisse senetlerinin halka arzında aracı kuruluşlar iki şekilde aracılık edebilirler; bunlar bakiyeyi yüklenim ve en iyi gayret aracılığı yöntemleridir. Ortaklık hisse senetlerinin sermaye artırımını yoluyla halka arzında ortaklık esas sermaye sisteminde ise ortaklar ya da aracı kuruluş tarafından satılmayan hisselerin satın alınması konusunda taahhüt verilmesi gerekmektedir. Bu durumda herhangi bir ortak taahhüt vermemişse aracı kuruluş bakiyeyi yüklenim yöntemiyle aracılık edecektir. Ancak ortak taahhüdü olması durumunda en iyi gayret aracılığı ile de aracılık edebilir.

Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklığın sermaye artırımını yoluyla halka arzında bakiyeyi yüklenim yükümlülüğü mevcut değildir. Satılmayan hisselerin noter kanalıyla iptal edilmesi mümkündür. Burada hangi yöntemin kullanılacağı ihtiyaridir.

Ancak mevcut ortağın hisselerinin satışı yoluyla halka arzda aracı kuruluş tarafından satılmayan hisselerin satın alınması konusunda taahhüt alınması, yani bakiyeyi yüklenim yoluyla aracılık edilmesi şarttır.

### **3.5.3. Halka Arz Prosedürü**

Ortaklık ve ortaklar hisse senetlerini halka arz etmeye karar verdiği takdirde, bu konuda yetkili aracı kuruluşlar ile aracılık yüklenim sözleşmenin yapılması gerekecektir.

- Ortaklık veya ortaklar hisse senetlerini halka arz etmeye karar verdiği takdirde halka arz edilecek hisse senetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu'na kaydettirilmesi zorunludur.
- Kurul'a kayıt başvurusuna Kurul'ca belirlenen bilgi ve belgeler eklenir. (SPK Seri: 1, No: 22 sayılı tebliğ)
- Kurul başvuruları en çok otuz gün içinde sonuçlandırır. Eksiklerin tamamlanması için verilen süreler hesaba katılmaz.
- Sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler izah namede yer alır. İzah namede bulunacak bilgiler Kurul tarafından belirlenir.

- Kurul'ca onaylanmış izah name ve kayıt belgesi 15 gün içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer Ticaret Sicil'ine tescil ve T. Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ettirilir.
- İzah namenin tescilini takiben sirküler, günlük gazetelerde ilan edilir.
- Sirkülerde belirtilen tarihlerde, izah namede belirtilen satış yöntemine uygun olarak hisse senedi satış işlemine başlanır.
- Satış işlemleri yetkili aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilir. Ayrıca söz konusu yetkili aracı kuruluşlar tüm bu halka arz işlemleri boyunca ve halka arz işlemlerinden sonra yapılacak olan mevzuat uyarınca belirlenen hizmetleri yerine getirirler.
- Satış işlemi tamamlanınca, tescil ve ilan için gerekli işlemler yapılır.<sup>88</sup>

#### **3.5.4. Borsada İşlem Görme Esasları**

Halka arz edilen hisse senetlerinin Borsa'da işlem görebilmesi esasları aşağıdaki şekildedir.

- Borsa'ya belli formatta bir dilekçe ile işlem görme başvurusunda bulunulur.
- Borsa'ca istenen bilgi ve belgeler teslim edilir.
- Borsa uzmanları şirket merkez ve üretim tesislerim ziyaret ederler ve yöneticilerle görüşürler.
- İzah nameye konulmak üzere ilgili mevzuat ve yönetmelik hükümleri çerçevesinde belirlenen şirket hisse senetlerinin Borsa'nın hangi pazarında işlem göreceğine dair Borsa görüşü SPK' ye gönderilir.
- İlgili Müdürlükçe Pazar başvurusu ile ilgili olarak rapor hazırlanır.
- Hazırlanan rapor Yönetim Kurulu'nda görüşülür. Menkul kıymetlerin borsada işlem görmesi Borsa Yönetim Kurulu'nun olumlu kararına bağlıdır.
- Borsa Yönetim Kurulu'nca Borsa'da işlem görmesi uygun bulunan menkul kıymetlerin işlem göreceği Pazar Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.
- Yönetim Kurulu'nun kararı olumlu ise işlem görme tarihi, işlem göreceği pazar ve diğer bilgiler Borsa Günlük Bülteni'nde en az bir hafta önce ilan edilir ve belirlenen tarihte hisse senetleri Borsa'da işlem görmeye başlar.<sup>89</sup>

*Munzam Teminat*

<sup>88</sup> KOÇ; a.g.e., s.39.

<sup>89</sup> İMKB. a.g.e, 2006,s.199.

Üçer aylık dönemlerde, her bir temerrüt matrahı 10.000 YTL veya üzerinde olmak kaydıyla, Hisse Senetleri Piyasası işlemlerinden kaynaklanan nakit ve / veya kıymet yükümlülüklerini takas günü (T+2) saat 17:00'ye kadar yerine getirmeyerek, bu şekilde birden fazla günde savunmalı olarak temerrüde düşen ve savunmaları Borsa Başkanlığı'nca geçersiz kabul edilen üyelerin, birinci temerrüt tutarı da dahil olmak üzere, toplam temerrüt matrahının % 10'u oransal teminatı ya da ortalama teminatı aştığı takdirde, aradaki fark munzam teminat olarak yatırılmaktadır.

Munzam teminat ikinci temerrütten başlamak üzere her temerrüde düşüldüğünde yeniden hesaplanmaktadır. Sonraki dönemlerde temerrüde düşülmemesi halinde munzam teminatın iadesi söz konusu olabilmektedir.

Munzam teminat tutarının hesaplanması aşamasında değerlendirilmek üzere, temerrüde düşen üyeler savunmalarını, Borsa tarafından yapılan tebligat tarihini izleyen 3 iş günü içinde Borsa Başkanlığı'na vermek zorundadır. Üç işgünü içinde savunma gönderilmemesi halinde söz konusu teminat tahakkuk ettirilmektedir. Savunmaların geçersiz bulunması halinde, hesaplanan munzam teminatları kendilerine tebliğ tarihini izleyen 3 işgünü içinde tamamlanmayan üyeler Borsa'da işlem yapamazlar.<sup>90</sup>

### **3.6. HİSSE SENETLERİNİN BORSADA İŞLEM GÖRMESİ**

Hisse Senetleri Piyasası'nda hisse senetlerini birincil ve ikincil piyasa işlemleri gerçekleştirilir.

#### *Birincil Piyasa*

Hisse senetlerini halka arz eden şirketler ile alıcıların, yani tasarruf sahiplerinin, doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasadır. Birincil piyasada uzun vadeli fonların, tasarruf sahibinden ihraççı şirkete akışı söz konusudur ve birincil piyasada yapılan hisse senedi satışları sonucunda şirkete nakit sermaye girer.

#### *İkincil Piyasa*

Menkul kıymetleri ihraçtan (menkul kıymeti çıkartan şirket tarafından yapılan satıştan) alanlar, bunları tekrar paraya çevirmek istediklerinde, hisse senetlerinde hiçbir zaman, tahvillerde ise vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler. İkincil piyasa bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır ve menkul kıymet borsaları bu piyasayı

<sup>90</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.html>

tanımlamada en iyi örnektir.

İkincil piyasada el değıştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran şirketle bir ilgisi yoktur. İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya talep yaratır ve gelişmesini sağlar.

### **3.6.1. İMKB'de Birincil Piyasa İşlemleri**

Hisse senetleri birincil piyasasında, mevzuat çerçevesinde birincil piyasa alanına giren hisse senetlerinin halka arzı yapılır.

Borsada halka arz yoluyla satış yapmak isteyen, hisse senedi ihraçsının veya ilgili aracı kuruluşun, SPK'nin kayda alma belgesi, borsa yönetimi tarafından belirlenmiş belge ve bilgiler ile birlikte borsaya yapacağı başvurunun uygun görülmesi halinde, durum işlemin yapılacağı tarihten en az bir hafta önce borsa bülteninde ilan edilir.

Borsa'da birincil piyasa, halka arz işlemlerinde borsada satış yönteminin uygulandığı piyasa olarak kabul edilmiştir. Yapılan işlemlerin borsada birincil piyasa işlemi niteliğinde sayılması için satışın halka arz şeklinde olması zorunludur.

Tüm hisse senetlerinin birincil piyasa işlemleri saat 11.00–12.00 saatleri arasında yapılır.<sup>91</sup>

Blok satış şeklinde gerçekleşen birincil piyasa işlemleri Toptan Satışlar Pazarı'nda yapılmaktadır. Toptan Satışlar Pazarı'nda rüçhan haklarına kısıtlama getirilerek (mevcut ortaklara sermaye artırımına katılma hakkı tanımayarak) sermaye artırımını yoluyla ihraç edilen hisse senetlerinin blok halinde satışı işlemi de şirkete nakit girişi sağladığı için birincil piyasa işlemidir. Ancak satış halka arz yerine blok satış şeklinde olursa, bu işlemler Toptan Satışlar Pazarı'nda gerçekleştirilir.<sup>92</sup>

Borsa'da birincil piyasa işlemleri hisse senetleri Borsa'da işlem gören ve görmeyen şirketler için iki grupta incelenebilir.

#### **3.6.1.1. İMKB'de İşlem Gören Ortaklıkların Birincil Piyasası**

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören ortaklıkların nakit karşılığı sermaye artırımlarında yeni pay alma (rüçhan) haklarının kullanımı sonrası arta kalan payların satışı, Borsa'da birincil piyasada yapılır.

---

<sup>91</sup> İMKB. a.g.e.,2006,s.245.

<sup>92</sup> KARSLI; a.g.e., s.297.

Rüçhan hakkı kullanımından sonra arta kalan payların miktarı ilgili hisse senedi için belirlenmiş olan özel emir miktarının altında ise, kalan payların tamamının satışı sözkonusu olduğunda, özel emir olarak yazılmasına borsa tarafından izin verilebilir.

Rüçhan hakkı kullanımı için şirket tarafından belirlenen sürelerin bitimini takiben, 15 iş günü içinde, rüçhan hakkı kullanımında aracılık yapan banka ya da aracı kurum tarafından, kullanılmayan rüçhan hakkı miktarı tespit edilerek, bir dilekçe ekinde halka arz edileceği tarihler ve satışa aracılık edecek kurum da bildirilmek üzere, pazar açılması isteği ile borsaya başvuruda bulunulur. Gerekli duyuru Borsa tarafından Borsa Günlük Bülteni aracılığıyla, en az bir hafta öncesinden yapılır. Bu sürelerin son gününün resmi tatil gününe rastlaması halinde, işlemlere, izleyen ilk iş günü bitimine kadar devam edilir. Satış süresi ortaklık önerisi de dikkate alınarak, borsa yönetim kurulunca belirlenir.<sup>93</sup>

Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıkların birincil piyasa işlemlerinde, alım yapan üyeler aldıkları hisse senetlerini borsanın hisse senedinin bulunduğu, ilgili pazarındaki seansta satabilirler. Üyelerin saklama hesapları takas gününde birincil piyasadan aldıkları hisse senetleri kadar alacaklandırılır ve hisse senetleri karşılığı ödemeler üye tarafından yapılır.

Esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıkların birincil piyasa işlemlerinde muvakkat makbuzların satılması söz konusu olduğundan, alım yapan üyelerin aldıkları makbuzları, ihraççı şirket tarafından hisse senetleri ile değiştirilinceye kadar ikincil piyasada satmaları mümkün değildir.

Borsa bülteninde, kalan miktar, satış tarihi ve satışa aracılık eden üye, satış işleminin yapılacağı tarihten en az bir hafta önce duyurulur.

Birincil piyasada, yalnızca satışa aracılık eden üye satışa emir girebildiğinden, hisse senedini satın alan üyeler, aldıkları hisse senetlerini birincil piyasada satamazlar. Birincil piyasada satın alınan hisse senetleri, aynı gün satılmak isteniyorsa, ancak ikincil piyasada satılabilir.<sup>94</sup>

### *İşleyiş Esasları*

Üye temsilcisi tarafından birincil piyasada bir defada girilebilecek en yüksek emir miktarı Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğünce belirlenir. Bu miktar Borsa Başkanlığı tarafından

<sup>93</sup> İMKB., a.g.e, 2006, s.247.

<sup>94</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.html>

artırılabilir. Rüşhan hakkı kullanılmaması sonucu arta kalan payların satışında fiyat marjı uygulanmaz, üye temsilcileri nominal değerinin altında olmamak üzere diledikleri fiyattan alış emri girebilirler.

Satışa aracılık eden üyenin diğer bir müşterisi, rüşhan hakkı sonrası kalan hisse senetlerini birincil piyasada satın almak istiyorsa, bu üye de alış emri girebilir.

Birincil piyasada, seansın ilk 5 dakikası içinde, satışa aracılık eden üye miktar ve fiyat bildirmeye mecburdur. Bu süre içerisinde, satılması istenen hisse senetleri için değişik fiyattan alışlar girilir. Önerilen fiyatlar uygun görüldüğü takdirde, satışa aracılık eden üye işlemi gerçekleştirir.

Satışa aracılık eden kurum, eğer bir özel emir girmek istiyorsa, özel emir olarak alıp satmayı planladığı minimum miktarı, seansın ilk on dakikasında özel emir olarak girmek zorundadır. Satışa aracılık eden kurum, seansın son 5 dakikası içinde, o ana kadar biriken özel emir fiyatına eşit ve daha iyi fiyatlı lot alış emirlerini karşılamak zorundadır. Diğer üyelere yapılan bu satış işleminden sonra, satıcı aracı üye daha önce girdiği özel emrinin miktarını düzelterek eşleyebilir. Bu işlem Kontrol tarafından onaylanır ve daha sonra girilecek lot emirleri, özel emir eşlemesi için değerlendirilmez.

Özel emir, Birincil Piyasa işleminin son gününde, süre yetersizliği veya net miktarın hesaplanamaması gibi nedenlerle yapılmamış ise, satılmayan bölüm için seans sonrasında özel emir girişi Kontrol tarafından yapılarak, Birincil Piyasa işlemi sona erdirilir.<sup>95</sup>

### **3.6.2. İMKB'de İkincil Piyasa İşlemleri**

Şirketlerin kasasına nakit girişi sağlamayan sadece menkul kıymetlerin sahiplerinde değişiklik yaratan işlemler ise ikincil piyasa işlemleri olarak Borsa'da Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı, Gözaltı Pazarı ve Fon Pazarı bünyesinde gerçekleştirilmektedir.

## **3.7. İMKB'NİN İŞLEYİŞİ**

İMKB'de hisse senedi alım satımı üye temsilcilerinin bilgisayar terminalleri aracılığı ile sisteme ilettikleri alış ve satış emirlerinin karşılaşması yoluyla gerçekleşmektedir. Borsada

---

<sup>95</sup> İMKB, a.g.e, 2006,s.217.



uygulanan sistem sürekli alım satım yöntemi olup emirlerin karşılaştırılması yöntemi ile işlemektedir.<sup>96</sup>

Hisse senedi işlemleri ELİT adı verilen elektronik sistem içerisinde yapılmaktadır. ELİT sisteminin temel fonksiyonları şöyle özetlenebilir:

- Emir girişlerinin yapılması,
- Emirlerin kurallara göre karşılaştırılarak, işlemlerin gerçekleştirilmesi,
- Endeks, işlem hacmi ve işlem miktarına ilişkin bilgilerin sürekli güncelleştirilmesi ve veri dağıtım şirketlerine sürekli veri iletimi,
- Emirler ve gerçekleşen işlemler ile ilgili her türlü bilginin ilgili kişilere duyurulması,
- Kontrol mekanizmasının sağlanması,

ELİT sisteminde işlemler fiyat önceliği, zaman önceliği, müşteri emirlerinin önceliği kuralları çerçevesinde gerçekleştirilir.

Fiyat önceliği kurallarına göre alım emirlerinde en yüksek satış emirlerinde ise en düşük fiyatlı emrin önceliği vardır. Zaman önceliği kuralına göre ise aynı fiyatlı olan emirlerden daha önce sisteme giren emrin önceliği vardır. Fiyat ve zaman önceliği kurallarına göre ayırım yapılamadığı zaman müşteri emirleri üye emirlerine göre öncelik kazanırlar.

Sisteme limitli emirler, küsurat emri ve özel emir girişi yapılabilmektedir.

*Limit Emirler:* Limitli emirler küsursuz 1 lot ve katlan şeklinde verilirler. Verilen emirlerde bir fiyat limiti vardır. Limitli emirlerin dört çeşidi vardır; limit fiyatlı emirler, kalanı iptal et emirleri, özel limit fiyatlı emirler, limit değerli emirler.

*Küsurat Emir:* Borsadaki normal işlem birimi olan 1 lotun altındaki emirlerdir. Küsurat emirler sisteme fiyatsız olarak girilirler. Küsurat emirler normal emirlerin işlem gördüğü en son fiyat üzerinden gerçekleştirilirler. Emirler dosya girildikçe otomatik olarak gerçekleştirilirler.

*Özel Emirler:* Borsa yönetim kurulu tarafından belirlenen limitlerin üzerindeki emirlerdir. Özel emirler için mevcut minimum miktarlar ELİT ekranlarında her hisse senedi için ayrı ayrı gösterilir. Özel emirlerde fiyat ve miktar sisteme girildikten sonra eşleşme otomatik olarak değil manüel olarak gerçekleştirilir. Eğer normal emir dosyasında, girilen özel emrin fiyatına eşit veya daha iyi fiyatlı ve miktarını karşılamaya yetecek sayıda emir varsa özel emirler ilk olarak bunlarla

---

<sup>96</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>

eşleştirilir.<sup>97</sup>

Sistemde kullanıcılara süre açısından çeşitli opsiyonlar tanınmıştır. Kalanı iptal şeklinde girilen emirler dosyada bulunan emirlere eşleştikten sonra kalan miktarı iptal edilir. Günlük olarak girilen emirlerde emir girildiğinde dosyada mevcut karşı emirlerle eşleştikten sonra kalan kısmı gün sonuna kadar dosyada tutulur. Eğer gün sonuna kadar eşleşme olmazsa iptal olur. Tarihli emirlerde ise emirlerin karşılanamayan kısmı emri giren temsilcinin girdiği tarihe kadar sistemde bekler. Belirtilen tarih sonunda da karşılanmamışsa iptal olur.

### **3.7.1. Hisse Senedi Piyasasında Pazarlar ve Seans Saatleri**

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasasında, 6 pazar bulunmaktadır.

- Ulusal Pazar
- İkinci Ulusal Pazar
- Yeni Ekonomi Pazarı
- Toptan Satışlar Pazarı
- Gözaltı Pazarı
- Fon Pazarı

Ayrıca Hisse Senetleri Piyasası bünyesinde hisse senetlerinin birincil piyasa işlemleri, küsurat işlemleri, resmi müzayede, temerrüt işlemleri de yapılmakta, rüçhan hakkı kuponları için de kuponları satılacak hisse senedinin işlem gördüğü seansta ayrı pazar açılmaktadır.

Bir menkul kıymetin ilgili olduğu pazarda, işlemlerin başlatıldığı an ile işlemlerin bitirildiği an arasında geçen süre “Seans” olarak adlandırılır.

Borsa'da işlem gören menkul kıymetler, her gün belirli saatler arasında alınıp satılırlar. Bu işlem saatlerine "Borsa Seansı" adı verilmektedir. Aynı pazarda işlem gören tüm menkul kıymetlerin seansı aynı anda başlar ve biter.<sup>98</sup>

---

<sup>97</sup> YALÇINER; a.g.e., s.98.

<sup>98</sup> İMKB, **Hisse Senedi Alım Satım Kılavuzu**, İMKB. Yayını, İstanbul, 2006, s.12.

Seans saatlerini gösterir çizelge aşağıda verilmiştir.

**Tablo 8: Hisse Senetleri Piyasası Seans Saatleri**

<b>Hisse Senetleri Piyasası Seans Saatleri</b>	
Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı ve Fon Pazarı	<b>09.30 – 12.00</b>
1.Seans	09.30 – 09.45
a.Elektronik(Disket ve ExAPI ile) Emir iletimi	09.45 – 12.00
b. Klavye ve ExAPI ile Emir iletimi	
2.Seans	<b>14.00 -16.30</b>
a. Elektronik (Disket ve ExAPI ile) Emir iletimi	14.00 – 14.10
b. Klavye ve ExAPI ile Emir iletimi	14.10 – 16.30
Toptan Satışlar Pazarı	
Resmi Müzayedeler	11.00 – 12.00
Birincil Piyasa	
Gözaltı Pazarı	14.00 – 15.00

Kaynak: İMKB. Ön. Ver. (Ser., Piy., Bor., Tem., Bil., Klz.), s.249.

### 3.7.1.1 Ulusal Pazar

İMKB'nin temel pazarı ulusal pazardır. Bu Pazar borsa kotunda yer alan şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasa olup bu piyasadaki işlemler aşağıdaki gibidir.<sup>99</sup>

- İkinci El Piyasa
  - Eski hisse Senedi Pazarı
  - Yeni Hisse Senedi Pazarı
- Küsurat İşlemleri
- Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı

Ulusal Pazarda 04.09.2006 tarihi itibarıyla 304 adet şirket işlem görmektedir.

#### *\*Yeni Hisse Pazarı*

Borsadaki şirketler sermaye arttırdıklarında önceki yılın temettüsü ödenmediyse yeni çıkarılan hisse senetlerinde önceki yıla ait temettü kuponu bulunmamaktadır. Bunun sonucunda yeni çıkarılan hisse senetleriyle, tedavülde bulunan hisse senetleri arasında fark doğmaktadır. Böyle bir durumda eski hisse senetlerinden farklı bir fiyat oluşması beklendiği için borsa tarafından yeni hisse senetleri için "Yeni Hisse Pazarı" adı verilen bir pazar oluşturulmuştur.

<sup>99</sup> TOKATLI, Arif Seçkin. **Tasarrufların Yatırıma dönüşmesinde Borsanın Rolü: İMKB Üzerine Bir İnceleme.** M.Ü S.B.E.İ.A.B. İst. 1998. s.117

Yeni hisse senedi ayrı bir hisse senedi gibi borsadaki mevcut ikinci piyasa kurallarına göre işlem görür. Aracılar müşterilerden emirleri yeni veya eski olmak üzere ayrı alır ve bu doğrultuda pazara iletir. Hisselerin takası da yeni ve eski olmak üzere ayrı olarak yerine getirilir. Yeni hisse senedi temettüünün ödenmeye başladığı ilk güne kadar işlem görür.

### *\*Küsurat İşlemler*

Küsurat işlemler 1 lottan daha az miktarda hisse senedini içeren emirlerdir. Küsurat emirler borsasının normal seansında daha önce açıklandığı şekilde küsurat emir olarak sisteme girilerek yerine getirebilmektedir.

Ayrıca küsurat işlemler borsa seansları haricinde ve borsa tarafından izin verilen üyeler tarafından kendi işyerlerinde gerçekleştirebilmektedir. Lot altı işlemleri borsa üyesi aracı kurum ve bankalardan başvuruları borsa yönetim kurulu ve SPK tarafından onaylananlar yapabilmektedir. Yetki alan üyeler en fazla 30 hisse senedinde işlem yapabilir.

Yetkili üyeler lot altı işlem yapmak isteyen yatırımcılara alım satım fiyatı belirterek işlemler gerçekleştirilir. Bu yönüyle lot altı işlemler bir aracı piyasası düzenindedir. Yetkili üyeler lot altı işlemleri sabah 10.00–14.00 daha sonra da 14.00'den itibaren yapabilmektedir. Üyelerin verdikleri alım satım fiyatları arasındaki fark sabah yapılan işlemlerde söz konusu hisse senedi için önceki günkü ikinci seansın ağırlıklı ortalama fiyatının %5'inden, 14.00'den sonraki işlemlerde ise o günkü ilk seansını kapanış fiyatının % 10'undan fazla olamaz. Üyelerin verdikleri fiyatlar seans içinde gelişmelere paralel olarak değişir. Yetkili üyeler verdikleri alım satım fiyatları üzerinden en az 5 lot işlem yapmak zorundadırlar.

1 lotun altındaki işlemler borsada üyeler aracılığıyla küsurat işlemlerinde de gerçekleştirilebilir. Ancak lot altı işlemlerin farkı, gün boyunca yatırımcıların işlem yapabilmesi, alım veya satım yapılacak fiyatın önceden bilinmesi ve teslimatın anında yapılmasıdır. Küsurat işlemlerde işlemler, borsada oluşacak fiyattan gerçekleşir ve takas seansı izleyen bir gün sonra yapılmaktadır.<sup>100</sup>

Borsa dışı küsurat işlemlerini İMKB Hisse Senetleri Piyasasında maksimum lot miktarı 250 olan hisse senetlerinde 1 lot, 500 olan hisse senetlerinde 2 lot, 1000 lot olan hisse senetlerinde 5 lot, 2500 lot olan hisse senetlerinde 12 lot, 5000 lot ve üzerinde olan hisse senetlerinde 25 lot ve altında

---

<sup>100</sup> YALÇINER; a.g.e., s.100.

kalan miktarlarda yapılabilir.<sup>101</sup>

#### *\*Rüçhan Hakkı Pazarı*

Ülkemizde şirketlerin sık sık nakit olarak sermaye artırımına gitmesi sonucunda mevcut ortaklar bu sermaye artırımları sonucunda zarar etmemek için sermaye artırımına katılmak zorunda kalmaktaydılar. Yatırımcıların zarara uğramaması amacıyla rüçhan hakkı kullanım süresi içerisinde rüçhan hakkı kuponlarını satabilecekleri "Rüçhan Hakkı Pazarı" adı altında bir pazar oluşturulmuştur.

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler nakit olarak sermaye artırımına gittiklerinde rüçhan hakkı kullanım süresinin başlamasıyla rüçhan hakkı kuponunun alınıp satılabildiği geçici bir Pazar oluşturulur. Pazarın kapanış günü rüçhan hakkı kullanma süresinin sonunda önceki beşinci işgünüdür. Bu pazarda sadece normal emir verilebilir. Özel, küsurat veya blok emir verilemez. Pazardaki öncelik kuralları yazılabilecek azami lot miktarı hisse senetleri piyasasındaki ile aynıdır.<sup>102</sup>

#### **3.7.1.2. İkinci Ulusal Pazar**

Borsa yönetim kurulu 323 sayılı genelgesiyle İkinci Ulusal Pazar'ında (Borsa Kot Dışı Pazar) işlem görecekt hisse senetleri ile ilgili işlemlere ilişkin esasları belirlemiştir.

Bu genelgeye göre Kot Dışı Pazar'ın amacı İMKB Yönetim Kurulunca uygun görülen İMKB Kot İçi Pazar'ında işlem görme koşullarını taşımayan şirketler ile bu piyasada işlem gören ancak işlem görme koşullarını kaybettiği için borsa yönetim kurulunca geçici veya sürekli olarak Kot İçi Pazar'dan çıkarılmasına karar verilen şirketlerin, hisse senetlerine likidite sağlamak ve fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.

Kot İçi Pazar'ın koşullarını sağlayamayan şirketlerin hisse senetlerinin Kot Dışı Pazar'da işlem görebilmesi için aşağıda belirtilen şartlara sahip olması gerekmektedir.

- Kuruluşundan itibaren en az iki yıl geçmiş olması, sermayenin en az % 25'inin 100'den fazla kişi elinde bulunduğunun belirlenmiş olması halinde 1 yıl geçmiş olması,
- Menkul kıymetin piyasada mevcut veya muhtemel tedavül hacminin borsaca yeterli kabul edilmesi,

---

<sup>101</sup> İMKB., a.g.e., 2006,s.265.

<sup>102</sup> YALÇINER; a.g.e., s.100.

- Son yıl ve ilgili ara dönemler (ara dönemde başvurmuşsa) dâhil olmak üzere malî tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması,
- Borsa tarafından istenen beyan yazısının borsa başkanlığına teslim edilmesi,
- Esas sözleşmede Kot Dışı Pazar'da işlem görecek hisse senetlerinin devir tedavülünü kısıtlayacak veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak maddelerin bulunmaması.
- Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere borsaya bildirileceğinin taahhüdü,
- Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyumsuzlukların çözümlenmiş olması ve makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,
- Borsaca gerekli görülecek bilgi ve belgelerin süresi içinde borsaya teslim edilmiş olması,
- Borsa, yönetimce geçerli kabul edilecek durumlar dışındaki nedenlerle son bir yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato ilan edilmemiş olması ve borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması.<sup>103</sup>

Hisse senetleri Kot İçi Pazar'da işlem görme koşullarını kaybetmiş olan şirketlerin hisse senetlerinin Kot Dışı Pazar'da işlem görebilmesi için İMKB Yönetim Kurulu'nca izin verilmesi koşuluyla yukarıda belirtilen şartlar aranmamaktadır. İMKB Yönetim Kurulu mevzuata ve İMKB Yönetmeliği'ne uymayan şirketleri Kot Dışı Pazar'dan geçici veya sürekli olarak çıkarabilir.

Kot Dışı Pazar'da işlem görme ve takas ile ilgili esaslar Kot İçi Pazar ile aynıdır. Kot Dışı Pazar'da işlemler öğleden sonraki seanstan sonra 15 dakika süresince yapılmaktadır.

İkinci Ulusal Pazarda 04.09.2006 tarihi itibarıyla 16 şirket işlem görmektedir.

### **3.7.1.3. Toptan Satışlar Pazarı**

Toptan Satışlar Pazarının kuruluş amacı, esas olarak alıcıları önceden belli olan veya olmayan belli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin borsada güven ve şeffaflık ortamı içersinde organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamaktır.<sup>104</sup>

<sup>103</sup> ÇAPANOĞLU; a.g.e., s.189-190.

<sup>104</sup> TOKATLI. a.g.t. 1998. s. 119

Toptan Satışlar Pazarı 9.1.1995 tarih ve 331 sayılı Borsa genelgesi ile kurulmuştur. Toptan Satışlar Pazarında, hisse senetleri borsada işlem gören veya görmeyen şirketlerin belli bir miktarın üstündeki hisse senetleri satılabilecektir. Ayrıca özelleştirme ile ilgili olarak Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın yapacağı blok satışlar da bu piyasada yapılabilecektir. Bu pazarda önceden belirlenmiş veya daha önceden belirlenmemiş alıcılara satış yapılabilecektir. Satışlar ortakların elindeki mevcut hisse senetleri olabileceği gibi sermaye artırımını yoluyla yapılan ihraç sonucu ortaya çıkan hisse senetleri de olabilir. Borsa da hisse senetleri işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin bu piyasada blok olarak el değiştirmesi tedavülü artırıcı satış veya halka arz sayılmayacaktır. Ancak daha sonra bu hisse senetleri Ulusal Pazar'da satılırsa bu tedavülü artırıcı satış sayılır.<sup>105</sup>

Bu piyasada asgari işlem miktarı hisse senetleri borsada işlem gören şirketleri için asgari borsadaki özel işlemlere konu olan miktar, hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketler içinse 1000 YTL nominal değerli hisse senedidir (1000 YTL'nin altında kalmakla birlikte şirketin ödenmiş sermayesinin veya toplam oy haklarının % 10'una tekabül eden imkan da asgari işlem miktarı olarak kabul edilir.)

#### **3.7.1.4. Yeni Ekonomi Pazarı**

Yeni Ekonomi Pazarı borsanın 8.3.1995 tarih ve 20 numaralı genelgesi ile kurulmuştur. Yeni Ekonomi Pazarı'nda yeni kurulmuş gelişme potansiyeli yüksek şirketler hisse senetlerini halka arz ederek fon temin edebileceklerdir.<sup>106</sup> Ayrıca bu şirketlerin hisse senetleri borsada kurumuş olan organize bir piyasada işlem görerek şeffaf bir ortamda belli işlem kuralları çerçevesinde el değiştirecektir. Bu piyasa özellikle risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve getirisi ve riski yüksek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen yatırımcılara da yatırım olanağı sunacaktır. Yeni Ekonomi Pazar'ında ki işlemler İkinci Ulusal Pazar içerisinde gerçekleştirilir. Yeni Ekonomi Pazar'ında hisse senetleri işlem gören şirketler Ulusal Pazar'ın veya İkinci Ulusal Pazar'ın işlem görme koşullarını karşılayabilirlerse asgari 1 yıl azami 3 yıl sonra bu piyasalara geçebilirler.

Yeni Ekonomi Pazar'ında yapılacak satışlar için verilecek başvurular halka arza aracılık yapma yetkisi bulunan kuruluşlar aracılığı ile yapılmalıdır. Ayrıca garantör sıfatı taşıyan banka ve/veya kurucular ile şirket yönetim kurulu üyelerinden borsa tarafından belirlenen teminat kefalet garanti vermeleri ve gerekli sigortalı yaptırımları istenir. Bu yolla bu kişi veya kuruluşlar söz

<sup>105</sup> <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>

<sup>106</sup> TOKATLI. a.g.t. 1998. s. 120

konusu şirketin hisse senetlerinin Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görmeye başlamasından ilk olağan genel kurulun yapılması ve bağımsız denetimden geçmiş ilk mali tabloların yayınlanmasına kadar kötü niyetli iflas, konkordato, tasfiye ve benzeri durumlara karşı yatırımcının korunması ve oluşabilecek zararların karşılanmasında benzeri durumlara karşı yatırımcının korunması ve oluşabilecek zararların karşılanmasında diğer sorumlularla birlikte başvuru tarihindeki şirketin piyasa değerinden az olmamak üzere peşi sıra sorumlu olurlar.<sup>107</sup>

- Yeni Ekonomi Pazarı'nda hisse senetlerinin işlem görmesini isteyen şirketler aşağıdaki koşullar sağlamalıdır,
- Hisse senetlerinin sermaye artırımını veya mevcut payların satışı yoluyla ilk kez borsa kanalı ile halka arz ediliyor olması,
- Kuruluş amacı, faaliyet konusu ve kapsamı, iş planları projeleri bakımından Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görebilecek düzeyde olduğunun borsa yönetimince uygun görülmesi,
- Menkul kıymetin piyasada muhtemel tedavül hacminin borsa yönetimince yeterli kabul edilmesi,
- Borsa tarafından istenen beyan yazısının şirketin başlıklı kâğıdına aktarılarak, birinci derece imza yetkilisi en az iki yönetici tarafından imzalanıp noter tasdikinden sonra borsa başkanlığına teslim edilmesi,
- Esas sözleşmenin Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem göreceği hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,
- Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların çözümlenmiş olması veya makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,
- Tasfiye ve konkordato ilan edilmemiş olması ve borsa yönetimince geçerli kabul edilecek durumlar dışındaki nedenlerle üretime ara verilmemiş olması ve borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,
- Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde, değişiklik yapacak her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri

---

<sup>107</sup> <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu>



haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklamak üzere yazılı olarak borsaya bildirileceğinin taahhüdü,

- Kurucuların ve garantörlerin zimmet, ihtilas irtikâp, rüşvet, emniyetli suiistimal, sahtecilik, hırsızlık dolandırıcılık, kaçakçılık gibi suçlardan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının ilgili Cumhuriyet Savcılığı'ndan belgelendirmeli ve Sermaye Piyasası Mevzuatına muhalefetten dolayı hüküm giymemiş bulunmaları,
- Kurucuların ve garantörlerin müflis olmaları ve sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler çerçevesinde faaliyet izlerine ilişkin sürekli veya geçici olarak kaldırılmış yahut borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş bulunun kişilerden olmaması,
- Borsaca gerekli görülecek bilgi ve belgelerin süresi içinde borsaya teslim edilmiş olması.<sup>108</sup>  
Yeni Ekonomi Pazarında 04.09.2006 tarihi itibariyle 3 şirket işlem görmektedir.

### **3.7.1.5.Gözaltı Pazarı**

Gözaltı pazarının kuruluş amacı, borsada işlem gören hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağan dışı durumların ortaya çıkması durumunda, sürekli gözetim, denetim ve izlenme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin IMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır.<sup>109</sup>

Aşağıda belirtilen durumların gerçekleşmesi halinde borsanın diğer pazarlarında işlem görmekte olan hisse senetleri gözaltı pazarına alınabilir:

- Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağan dışı durumların ortaya çıkması,
- Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemeler uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi.
- Yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan ve/veya ilgili pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması nedeniyle şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında, sürekli

<sup>108</sup> YALÇINER, a.g.e., s.103-104.

<sup>109</sup> TOKATLI, a.g.t. 1998. s.121

gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır.<sup>110</sup>

Aşağıda belirtilen durumlardan birinin varlığı halinde, Borsa'nın diğer pazarlarında işlem gören hisse senetleri, Gözaltı Pazarı'(GP) alınabilir.

- İlgili şirketin kamuya açıklamakla ve Borsa'ya yükümlü olduğu bilgi ve belgeleri göndermemesi; gecikmeli, eksik, yanlış veya yanıltıcı göndermesi ya da Borsa tarafından getirilen düzenlemelere uymaması,
- Şirket ve/veya ilgili pazarda işlem gören hisse senetleri işlemlerine ilişkin olağan dışı durumların ortaya çıkması,
- Yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği, hisse senetlerinin Borsa kotundan ve/veya işlem gördüğü pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması nedeniyle şirketin izleme kapsamına alınması.<sup>111</sup>

Yönetim Kurulu, gerekli gördüğü hallerde, hisse senetlerini GP'ye alma kararından önce ilgili şirketi durumu düzeltmesi için uyarabilir ve süre verebilir.

Gözaltı Pazarı'nda görececek hisse senetlerini belirleme yetkisi Borsa Yönetim Kurulu'na aittir. Ancak, Borsa Başkanı gerekli gördüğü durumlarda, diğer pazarlarda işlem gören hisse senetlerinin en fazla 7 gün için GP' ye alınmasına ve GP'de işlem görmesine karar verdiği hisse senetlerinin tekrar ilgili olduğu pazara alınmasına karar verebilir. 7 günü aşan süreler için Yönetim Kurulu yetkilidir.

GP'de işlem görmesine karar verilen hisse senetleri, söz konusu karar ve konuya ilişkin bilgilerin Borsa bülteninde ilanını izleyen 2. iş gününde işlem görmeye başlar. Bültende yapılan ilanı takip eden ilk iş günü hisse senetleri işlemleri durdurulur. Borsa Başkanı, gerekli hallerde, işlem görmeye başlama tarihi kısaltabilir veya uzatabilir.

#### *Pazardan Çıkarma ve İşlemlerin Durdurulması*

GP'de işlem görme hisse senetleri için önceden işlem görme süresi belirlenmiş ise bu sürenin bitiminde hisse senetleri ilgili olduğu pazarda işlem görmeye devam eder. Geçici veya sürekli

---

<sup>110</sup> İMKB, a.g.e.,2006,s.226.

<sup>111</sup> İMKB, a.g.e.,2006, s.53.

olarak, önceden belirlenmemiş bir süreyle GP'ye alınan hisse senetlerinin ilgili pazara geçmesine Yönetim Kurulu karar verebilir. Bu durumda, söz konusu hisse senetleri, konu hakkında borsa bülteninde yapılan duyuruyu izleyen 2. iş günü ilgili pazarda işlem görmeye başlayabilir.

GP'ye alınmasına neden olan durumların düzeltilmesi için Borsa Yönetim Kurulu ilgili şirkete süre vermiş ise, söz konusu sürede şirket tarafından bu durumların düzeltilmesi zorunludur. Aksi takdirde, şirket hisse senetleri Borsa pazarlarından sürekli çıkarılabilir. GP'de hisse senetleri işlemlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulmasında borsa mevzuatının ilgili hükümleri uygulanır.<sup>112</sup>

GP'de hisse senetleri işlem görmesine karar verilen şirketlerle ilgili önem taşıyan hususlar ve pazara alınma nedenleri, söz konusu şirketlerin hisse senetleri GP'de işlem gördüğü serece borsa tarafından istenen bilgi ve belgeler, borsa tarafından yapılan incelemelerden elde edilen bilgi ve belgeler borsa günlük bülteninde yatırımcılara duyurulur. Ayrıca GP'de hisse senetleri işlemlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulması halinde, konu ile ilgili bilgiler günlük bülten yoluyla yatırımcılara açıklanır. GP'de 04.09.2006 tarihi itibarıyla 7 şirket işlem görmektedir.

#### **3.7.1.6. Fon Pazarı**

Borsa Yatırım Fonları'nın (BYF) işlem gördüğü pazardır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (Seri: VII, No: 10) 37. maddesine dayanarak Borsa Yönetim Kurulu'nca işlem görmesi uygun bulunan A tipi yatırım fonları katılım belgeleri için pazar açabilir.<sup>113</sup>

### **3.8. HİSSE SENEDİ İŞLEMLERİNDE TAKAS VE SAKLAMA**

Sermaye piyasalarında piyasanın gelişme derecesine göre çok değişik şekillerde takas merkezleri bulunur. Sadece satıcının teslim edeceği kıymetleri alıp, alıcıya teslimini sağlayan, alıcıdan aldığı parayı satıcıya ödeyen veya hesabına geçiren basit takas odalarından tam bir otomasyonla sürekli cari hesap mekanizması ile çalışan takas merkezlerine kadar takas hizmetini değişik derecelerde yerine getiren organizasyonlar bu işi yürütür.

En basit şekliyle takas hizmeti, borsa üyelerinin sattıkları menkul kıymetleri takas merkezine teslim etmeleri, aldıkları menkul kıymetleri de takas merkezinden almaları, ödemelerini ve

---

<sup>112</sup> [http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten\\_files/2006/2006\\_9.pdf](http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten_files/2006/2006_9.pdf)

<sup>113</sup> <http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/haberduyuru.htm?tur=aylikbulten>

tahsilâtlarını da burada gerçekleştirmelerini kapsar.

Bu işlemi biraz daha geliştirecek olursak, borsa üyelerinin aynı cins menkul kıymetten hem alım hem de satım yapmaları halinde takas merkezine sadece aradaki, farkı teslim etmeleri veya takas merkezinden teslim almaları söz konusudur.

Takas hizmetlerinin yanında saklama hizmetleri de sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde organize kurumlar tarafından yapılmaktadır. Borsanın, bankaların, aracı kurumların ya da bu iş için kurulmuş meslek kuruluşlarının yaptığı saklama hizmeti geliştikçe, menkul kıymetler ortalıkta gözükmaz. Onların yerini saklama makbuzları alır. Bunların cirosu mümkünse, bunlar elden ele dolaşır. Değilse ve yalnız takas merkezine ibraz edilebilir nitelikte ise takas teslim tesellümünde bunlar kullanılır.<sup>114</sup>

Bu sistemin biraz daha gelişmiş şekli, teslim tesellümün tamamen ortadan kalkmasıyla, gerek menkul kıymet, gerekse para hareketlerinin sadece hesaptan hesaba virman şeklinde yürütülmesidir. Böylece menkul kıymetler, saklama hizmeti veren kurumların kasa dairelerinden gün ışığına hiç çıkmazlar.

### **3.8.1. İMKB. Takas ve Saklama Bankası A.Ş.**

01.01.1992 tarihinde İMKB. Takas ve Saklama A.Ş. unvanı ile faaliyet geçen Banka anonim şirket statüsünde 28.07.1995 tarihine kadar faaliyetlerini sürdürmüştür. 23 Mart 1995 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 95/6551 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Bankası A.Ş. unvanlı yatırım bankası kurulmasına izni verilmesi ile 28.07.1995 tarihinde yapılan Şirket Genel Kurulu'nda alınan karar neticesinde sermayesini 750.000 YTL' ye çıkararak İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) unvanını almıştır. Takasbank, bankacılık faaliyetlerine 01.01.1996 tarihinden itibaren başlamıştır.<sup>115</sup>

Banka'nın, İMKB, 20 banka ve 71 aracı kurumdan oluşan 91 ortağı vardır. Takasbank. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası Kurulu, Banka ve Aracı Kurum temsilcilerinden oluşan 11 kişilik bir Yönetim Kurulu tarafından yönetilmektedir.

Takasbank öncelikle sermaye piyasasında faaliyet gösteren banka ve aracı kurumlara "Saklama Hizmeti" ile "Takas Hizmeti" vermektedir. Mevcut durumda, menkul kıymetlerin büyük

---

<sup>114</sup> KARSLI, a.g.e., s.131-132.

<sup>115</sup> TAKASBANK, **Takasbank Kullanım Kılavuzu**, s.4-6.

çoğunluğu Takasbank kasalarında saklanmaktadır.<sup>116</sup>

Aracı kurumlar sadece, müşterileri tarafından verilen satış emrinin yerine getirilmesi için teslim edilen menkul kıymetlerle, müşterinin alım emri gereği satın alınan menkul kıymetleri, borsa mevzuatında belirtilen satış emrinin geçerlilik süresi ve gerçekleşen alım emrinin tasfiyesi için öngörülen azami süre içinde emanetinde tutabilir. Bu halin dışında, aracı kurum, gerek kendisine gerekse müşterilerine ait menkul kıymetleri yetkili Takas ve Saklama Kuruluşu dışında hiçbir yerde tutamaz.

Takasbank kasalarında saklanan hisse senetleri için hisse senetlerine ait kuponlar özel makinelerle kesilmekte, kupon bedelleri tahsil edilmekte ve ilgili kuruluşun hesabına geçilmekte, rüçhan hakları kullanılmakta ve kıymetlerle ilgili diğer gerekli işlemler aracı kuruluşlar adına yapılmaktadır. Ayrıca, Müşteri Bazında Saklama ve Alo Takas Hizmeti yatırımcılara kendileri adına satın alınan kıymetlerin bakiyeleri hakkında bilgi edinme hakkı sağlamaktadır.

### **3.8.2. Hisse Senedi Takas İşlemleri**

Bilindiği gibi takas değiştirme işlemi ifade eder. Borsa'da Takas ise, Borsa'da gerçekleştirilen işlemler sonucunda oluşan borç ve alacakların karşılıklı olarak tasfiye edilmesi işlemidir.

Yukarıdaki tanımı kolay anlaşılır hale getirmek için işlemi basit olarak şöyle açıklayabiliriz. Borsada alım satım konusu yapılan menkul kıymetler Sermaye Piyasası Kurulu'nun yetki verdiği bankalar ve aracı kurumlar tarafından alınıp satılmaktadır.

Menkul kıymeti satan taraf, sattığı menkul kıymetin karşılığı olan parayı, menkul kıymeti satın alan taraf ise ödeyeceği paranın karşılığı olan hisse senetlerini güven içinde teslim almak ister. Bu işlem çok önceleri çantalar, bavullar içinde fiziki olarak kıymetlerin ve paraların alıcı ve satıcı arasında değişimi şeklinde yapılmakta iken, artık büyük ölçüde Takasbank'taki bilgisayarlar aracılığı ile yapılmaktadır.

Borsa'da hisse senedi satın alan borsa üyesi almış olduğu hisselerin bedelini öngörülen sürede satıcıya ödemek satan borsa üyesi de satmış olduğu hisse senetlerini belirlenen sürede teslim etmekle yükümlüdür. Alıcı ile satıcı arasında teslim ve tesellümün gerçekleşmesiyle takas, dolayısıyla borsada yapılmış olan alışveriş tamamlanmış olur.

---

<sup>116</sup> KARAN, a.g.e., s.98.

Takas Merkezi, borsada gerçekleştirilen alım-satım işlemlerinden doğan menkul kıymetlerin teslimi ve bedellerinin ödenmesine ilişkin taahhütlerinin takasının yapıldığı merkezdir.

Borsa üyelerinin borsa işlemlerinden doğan menkul kıymet teslim etme veya teslim alma taahhütleri ile alım satıma konu olan menkul kıymetler karşılığındaki ödeme taahhütleri takas merkezi aracılığıyla hesaben sonuçlandırılır.

Borsa Yönetim Kurulu'nca kapsam dışında tutulanlar hariç, bütün Borsa işlemlerinin takaslarının Takas Merkezi'nce yapılması zorunludur.

Bu amaçla Borsa Üyeleri, takas işlemlerinin yapılması amacıyla Takasbank nezdinde, yalnızca takas işlemlerinin gerektireceği para hareketlerini sağlamak üzere birer cari hesap açarlar. Cari hesapların açılacağı banka, Borsa Başkanlığı'nca belirlenir.

### **3.8.2.1. Hisse Senedi Takasında Uygulanan Temel Prensipler**

Takasbank tarafından gerçekleştirilen takas ve saklama hizmetleri borsaların birbirleriyle uyumlu bir şekilde daha etkin çalışmalarını sağlayarak riski ve maliyeti azaltmayı amaçlamaktadır.

#### *Net Bakiye Prensipleri*

Net bakiye prensibi; gün içinde yapılan iki seansın toplam işlemleri üzerinden alış ve satışların netleştirilerek net bakiye üzerinden kıymet ve nakit takasının gerçekleştirilmesidir. Bir üye gün içindeki iki seans içinde aynı hisse senedinden hem satmış hem de almışsa satışları alışlarına mahsup edilerek bakiyenin (-) ya da (+) olması durumuna göre Takas Merkezi'ne net bakiye kadar borçlanır veya Takas Merkezi'nden net bakiye kadar alacaklı olur. Bakiyenin (0) olması durumunda ise herhangi bir işlem yapılmasına gerek yoktur.<sup>117</sup>

Tüm hisse senetlerindeki alış veya satışlarının bedelleri ise genel olarak netleştirilir ve üye alış tutarları fazla ise takasa borçlu, satış tutarları fazla ise takastan alacaklı olur. Mahsup sonucunda aradaki net fark üyeden talep edilir ya da kendisine ödenir. Bu yöntem "netleştirme" denilmektedir.

"Günlük netleştirme" şu şekilde izah edilebilir; üyenin takas gününde ödeyemediği borcu kaldığı takdirde, bu borç ertesi günkü alacağından mahsup edilmez, takip için ayrı bir temerrüt borç hesabına aktarılır. Borç kapatıldığında hesap sıfırlanır.

#### *Teslim Karşılığı Ödeme Prensipleri*

Takas işlemleri gerçekleştirilirken üye, önce kıymet ya da nakit yükümlülüklerini yerine

<sup>117</sup> [http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat\\_getiri.htm](http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri.htm)

getirir ve daha sonra üyeye alacağı olan menkul kıymetler veya nakit ödenir. Üyeler takasa olan borçlarını kapatmadıkça takastan olan alacakları kendilerine ödenmez. Borcun kısmen kapatılması halinde alacağın kapatılan borca orantılı olarak ödenmesi mümkündür.

#### *Kaydi Takas Prensibi*

Takasa olan para borçları ile takastan olan para alacakları hesaben ödenir. Takasa olan kıymet borçları üyelerce saklama hesaplarından virman suretiyle kapatılır. Üyelerin takastan olan alacakları ise saklama hesaplarına virman suretiyle aktarılır. Takas hesaplarına fiziki kıymet tevdiatı veya takas hesaplarından fiziki kıymet teslimi mümkün değildir.

#### *Merkezi Takas Prensibi*

Borsada gerçekleşen tüm işlemlerin takasının borsada sonuçlandırılması esastır.

Borsada katılımı artıracak etkin ve gelişmiş bir menkul kıymetler saklama merkezine sahip olmak, merkezi bir menkul kıymetler saklama merkezi ile amaçlanan defter üzerinde alacak veya borçlandırma yaparak menkul kıymetlerin fiziki dolaşımını azaltmaktır.

Takasbank Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 15.21.1994 tarihi itibarıyla merkezi saklama kuruluşu olarak kabul edilmiştir.

Türk sermaye piyasasında menkul kıymetlerin fiziki dolaşımı mümkün olduğundan Takasbank'da saklamaya alınan menkul kıymetlerin istenildiğinde üyelere teslimi yapılmaktadır. Fiziki teslimatın istenmediği durumlarda menkul kıymet hareketleri üye hesapları üzerinden kayden yapılmaktadır.<sup>118</sup>

Borsa'da gerçekleştirilen işlemlerden doğan menkul kıymetlerin takas işlemlerinin büyük bir çoğunluğu kayden gerçekleştirilmektedir.

SPK tarafından yapılan son düzenlemelerle "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Tebliğ"in 50'nci maddesinde aracı kurumların yetkili takas ve saklama kuruluşu dışında menkul kıymet tutamayacakları hükme bağlanmıştır. Bu madde bankaları da kapsamaktadır. Getirilen bu son değişiklik ile menkul kıymetlerin fiziksel dolaşımının daha da azalması beklenmektedir.<sup>119</sup>

#### **3.8.2.2. Takas Süresi**

Takasbank'ta takas işlemleri tatil günlerinin dışında her gün yapılabilmektedir. Borsa'da

<sup>118</sup> [http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat\\_getiri.htm](http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri.htm)

<sup>119</sup> İMKB. a.g.e., 2006, s.336-337.

gerçekleşen işlemlerin takası, işlem gününü izleyen ikinci işgünü yapılır. T günündeki işlemlerden doğan hisse senedi borçlarının en geç T+2 günü saat 15.00'e kadar kapatılması gerekmektedir. Hisse senedi takas borcu fiziki teslimat yoluyla kapatılacaksa hisse senetlerini T+2 günü saat 14.00'e kadar teslim edilerek saat 15.00'e kadar borç kapatma işleminin yapılması gerekmektedir. Virman yoluyla yapılması durumunda ise virman talimatının T+2 günü saat 15:45'e kadar Takasbank'a iletilmesi veya üyelerin kendi ofislerinde bulunan terminallerinden Takasbank sistemine erişerek virman işleminin 15:00'e kadar yapılması ve borçlu üyenin de en geç saat 15:00'e kadar borç kapatması gerekmektedir.

T günündeki işlemlere ait nakit teslimatları ise fiziki olarak T+2 günü saat 14.30'a kadar, kaydi olarak virman ve havale yoluyla yapılan teslimatlar ise saat 15.00'e kadar kabul edilmektedir. Aksi halde, temerrüt hükümleri uygulanır.

### **3.8.3. Hisse Senedi Saklama İşlemleri**

Takasbank Borsa'da işlem gören menkul kıymetlerle ilgili saklama hizmetleri vermekte görevli merkezdir. 15.12.1994 tarihinde SPK tarafından "Merkezi Saklama Kuruluşu" olarak ilan edilmiştir.

Aracı kurumlar ve bankalar müşterileri tarafından verilen satış emrinin yerine getirilmesi için teslim edilen menkul kıymetlerle, müşterilerin alım emri gereği satın alınan menkul kıymetleri Borsa mevzuatında belirtilen emirleri geçerliliği için öngörülen azami süre içinde emanetinde tutabilir.

Bu halin dışında aracı kurum ve bankalar gerek kendisine, gerekse müşterilerine ait menkul kıymetleri yetkili takas ve saklama kuruluşu dışında hiçbir yerde tutamaz.

#### **3.8.3.1. Saklama Hesapları**

Saklama Merkezi esas itibariyle borsa üyelerine, takas ve saklama hizmetlerinin etkin, doğru ve hızlı bir şekilde gerçekleşmesine yönelik olarak ihdas edilmiştir. Ancak borsa yönetim kurulu kararıyla, kurumsal yatırımcılar ile sair kişi ve kuruluşlara da saklama hizmeti verebilmektedir. Saklama işlemi iki şekilde yapılmaktadır.

##### *Mislen Saklama*

Takas ve Saklama Merkezleri uygulamasına göre Saklama Merkezine teslim edilen aynı cinsten bütün menkul kıymetler bir arada (havuzda) saklanır. Haklar ve diğer özellikleri itibariyle



aynı olan menkul kıymetler saklama merkezi nezdinde aynı havuza dahil olduklarında misli bir nitelik kazanırlar. İade aynen değil mislen yapılır.

#### *Aynen Saklama*

Kupür bilgileri, hakları ve diğer özellikleri aynı olan menkul kıymetlerin iadesi de aynı olmak koşulu ile saklatan adına ayrı bir yerde muhafaza edilmesidir. Aynen saklamada bulunan kıymetler ile borç kapama işlemi yapılamaz. Borsada işlem görmeyen kıymetler ve borsa üyesi olmayan saklama hesabı sahiplerinin kıymetleri de aynen saklanır.

#### **3.8.3.1.1. Saklamaya Kabul Edilecek Menkul Kıymetlerin Nitelikleri**

Saklamaya teslim edilecek menkul kıymetlerin veya bunların temsil eden belgelerin kullanımlarını önleyecek derecede yıpranmamış, iptal edilmemiş, anapara ödeme süresi geçmemiş, itfa edilmemiş ve mahkemece yasak konulmamış durumda olması gereklidir. Bu nitelikleri taşımayan menkul kıymetler, Saklama Merkezi tarafından kabul edilemez. Teslim sırasında menkul kıymetin üzerinde vadesi gelmiş ve tahakkuk etmiş faiz, temettü ve benzeri kuponlar bulunmaz; bulunduğu takdirde bunlar teslim edene iade edilir. Menkul kıymetten daha önce vadesi gelmediği halde, kesilmiş kuponlar varsa, bunların menkul kıymetin tertibine göre ilgili sırasına değerini yitirmeyecek şekilde eklenmesi gerekir.<sup>120</sup>

Takas Merkezine, Borsa üyelerince teslim edilen menkul kıymetlerin sahte olması veya yukarıda sayılan nitelikleri taşınamaması halinde, Takasbank'ın hiçbir sorumluluğu yoktur.

#### **3.8.3.2. Müşteri Bazında Saklama**

Takasbank tarafından 06 Şubat 1995 tarihinden itibaren, Borsa yatırımcılarının Borsa üyeleri nezdindeki saklama hesaplarını Takasbank nezdinde de eşleyerek, aşamalı olarak tele-bilgi ve ATM sistemleri aracılığıyla, isteyen yatırımcının Borsa üyesinden alacağı kod ve şifreyi kullanarak Takasbank nezdindeki saklama hesabının bakiyesinin takip edebilmesini sağlamak amacıyla müşteri bazında saklama hizmeti başlatılmıştır.

Ayrıca, borsa üyelerinin Takasbank nezdindeki saklama hesaplarının alt hesaplar açılarak, müşterileri adına sakladıkları hisse senetleri ile kendi portföylerine ait olan hisse senetlerinin birbirinden ayrı olarak takiplerinin sağlanması ve söz konusu bu alt hesaplarda bulunan menkul kıymetlerin yatırımcıların isteği doğrultusunda noter veya borsa üyesinin beyanıyla, belirtilen

---

<sup>120</sup> KARSLI, a.g.t., s.143.

müşterilere ait olduğu tevsik edilerek bir mülkiyet karinesinin tesis edilmesi amaçlanmıştır.

Tamamen üyelerin isteğine bağlı olarak başlatılan bu sistem, SPK tarafından alınan kararla 1 Ekim 1995 tarihinden itibaren tüm aracı kuruluşların tüm müşterileri için bu sisteme katılmaları zorunlu tutulmuştur.

Üye takip etmek istediği her müşterisi için bir kod tanımlaması yapacaktır. Kod numarası, müşterinin üye nezdindeki hesap numarası ile aynı olacak ve tanımlanan bu kod üye ile müşteri arasında istenildiği takdirde noterce tespit edilecektir. Daha sonra üye tanımlanan kodun Takasbank nezdinde açılması için başvuruda bulunacaktır.

Takasbank tarafından kod açıldıktan sonra üye, açılan hesaba aktarımlarını yapacaktır. Üye müşterisine hesabın kod numarası ile birlikte bir de şifre verecektir.

Müşteri ve portföy hesapları üye alt hesapları olduğundan, bu hesaplar üzerinden doğrudan kıymet kabulü ve ödemesi yapılmayacaktır. Üyelerden teslim alınan kıymetler üye havuz hesabı adı verilen bir hesaba alınacak ve üye kıymetleri havuz hesabından ilgili müşteri ve/veya portföy hesaplarına aktaracaktır.<sup>121</sup>

Kıymet çekme işlemlerinde ise, kıymet yine üye havuz hesabından ödenecektir. Bu nedenle çekme işleminden önce çekilecek kıymetlerin müşteri ve/veya portföy hesaplarından üye havuz hesabına aktarımının yapılmış olması gerekmektedir. Aktarım talimatları doğrudan sisteme erişim şeklinde olacaktır.

Bir üyenin saklamasında bulunan kıymetleri bir başka üyeye virman edilebilmesi için kıymetlerinin üye havuz hesabında bulunması gerekmektedir. Dolayısıyla kıymetlerin öncelikle müşteri ve/veya portföy hesaplarından havuz hesabına aktarımının yapılması gerekmektedir.

Üyeler arası virmanlar üye havuz hesapları arasında yapılacaktır. Üye havuz hesabına virman gelen üye ilgili müşteri ve/veya portföy hesaplarına gerekli aktarımları yapacaktır.

Üye saklama alt hesaplarından birindeki kıymetlerin bir diğer alt hesaba aktarımı için üye, söz konusu virmanı doğrudan erişimle yapacaktır. Bu işlem için kıymetler öncelikle müşteri alt hesabından üye havuz hesabına ve daha sonra da üye havuz hesabından diğer üyenin saklama alt hesabına aktarılacaktır.

Takas borcu, üye havuz hesabından karşılanmak suretiyle kapatılacaktır. Üye takasa olan borcu kadar miktarın havuz hesabına aktarımını kendisi yapacaktır. Havuz hesaplarında yeterli

---

<sup>121</sup> TAKASBANK, a.g.e., s.6.

miktarda kıymet bulundurma ve zamanında takas hesabına aktarımı yapıp takas borçlarını kapatma sorumluluğu üyelere ait olacaktır. Zamanında takas borçlarını kapatmayan üyeler havuz hesaplarında yeterli miktarda kıymet bulursa dahi temerrüde düşmüş sayılacaklardır.

Temettü tahsili için üyenin toplam kıymet saklama bakiyesi esas alınacak ve tahsil edilen tutar Takasbank'ta bulunan üye hesaplarına alacak kaydedilecektir.

Bedelsiz sermaye artırımlarında sermaye artırımı günü saklama alt hesaplarında bulunan bakiyeler bedelsiz artırımı oranı kadar artırılabilecektir.

Bedelli sermaye artırımlarında yatırılan rüçhan hakkı bedeline karşılık gelen miktardaki hisse senetleri üye havuz hesaplarına alacak kaydedilecek olup, havuz hesaplarından ait oldukları alt hesaplara aktarım işlemi üyeler tarafından yapılacaktır.

Takasbank nezdinde açılacak olan üye saklama alt hesapları, üyeler tarafından kendi müşterilerinin emanet kıymetlerini takip amacını taşısa bile, Takasbank'a karşı yalnızca üye saklama alt hesabı detayı hükmünde olacaktır. Bu hesapların üyeler nezdinde müşterileri adına açılmış olması, müşterilerine Takasbank nezdinde mülkiyet ve muhatabiyet hakkı doğurmaz. Söz konusu alt hesapların aracı kurumlar tarafından müşterilerine tahsis edildiğinin onaylanması halinde, aracı kurum ile müşterileri arasında bir ihtilaf olursa, ancak yargı kararı ile müşterilerin bu alt hesapları üzerinde mülkiyet hakkı söz konusu olabilir.<sup>122</sup>

#### **3.8.3.2.1. Alo Takas Hizmetleri**

Müşteri Bazında Saklama Sisteminin devamı niteliğinde olan Alo Takas sistemi Türkçe ve İngilizce olarak hizmete sunulmuştur. Bu sistem yardımıyla tüm üyeler kıymet ve nakit bakiyelerini kendilerine tahsis edilen kod numarası ve şifreyi tuşlayarak öğrenebilmektedirler. Bu üyelerin müşterileri de aracı kurum kod numarası, kendi şifreleri ve hesap numaralarını tuşlayarak menkul kıymet hesap bakiyelerine alo takas yardımıyla ulaşabilirler.

Alo takas sistemi 365 gün 24 saat hizmet vermektedir. Aracı kuruluşlar ve müşterileri fax cihazı aracılığıyla menülerdeki hesap özetlerini alabilirler. Bunların dışında tüm arayanların kullanımına açık olan "Genel Bilgiler" seçeneğinden yeni açılan hisse senetlerinin menkul kodları, temettü ve sermaye artırımları ile ilgili bilgiler öğrenilebilmektedir.<sup>123</sup>

---

<sup>122</sup> TAKASBANK, a.g.e., s.7.

<sup>123</sup> TAKASBANK, a.g.e., s.8.

### **3.8.4. Endeksler**

#### **3.8.4.1. Genel Tanım**

Endeks, bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan oransal değişimi ölçmeye yarayan bir göstergedir.<sup>124</sup> Endeksler, karmaşık olayların tek bir rakama indirgenmesini sağlayan, olaylar ve sonuçları hakkında yaklaşık bilgi verebilen tek araçtır. Endeksler kullanılırken kapsamı, temsil yeteneği, hesaplama yöntemi ve sıklığı, avantajları, dezavantajları ve endeks üzerine yansımayan özelliklerin neler olduğu iyi bilinmelidir.

Endeksler, zaman içinde bir süreklilik, dolayısıyla karşılaştırılabilirlik imkânı sağlarlar. Böylece endekse konu olan değişken veya değişkenlerin yönü, değişimi veya gidişi belirlenebilir. Bu nedenle endeksin, incelenmek istenen olayı temsil etmesi gerekmektedir.

"Gösterge" olarak da adlandırılabilir endeksler, aynı veya farklı zaman dilimi içindeki iki veya daha fazla değişkeni karşılaştırma imkânı sağlarlar, geleceği tahmin aracı olarak da kullanılmaktadırlar. Endeksler, ayrıca, aynı veya değişik mekânlardaki (örneğin diğer bir ülkedeki) aynı veya farklı değişkenlerin (örneğin hisse senedi getirilerinin) karşılaştırılabilirliğini sağlarlar. Endeksler, iktisat, işletme ve sosyal olaylardaki konular arasında bir ilişki (bağıntı) olup olmadığı hakkında fikir de verebilir.

#### **3.8.4.2. Bir Endeksin Oluşturulmasında Önemli Kriterler**

Öncelikle endeksin amacı, yani tam olarak temsil etmesi hedeflenen değişkenler iyi tanımlanmalıdır.

Endekslerden (Özellikle Hisse senedi fiyat endeksleri) zaman içinde süreklilik imkânı sağlaması beklendiğinden, hesaplamada kullanılacak verilerin sürekliliği ve karşılaştırılabilirliğine özen gösterilmelidir.

Kapsama alınacak örnekler, endeksin amacıyla uyumlu olacak ve değişkenleri hedeflenen şekilde temsil edecek örnekler olmalıdır. Endeksler serideki değerlerden birini baz alıp, diğerlerinin bu baza göre değişim oranını gösterdiği için baz dönemin tespiti önemlidir.

Endeksi oluşturan değerlere verilmesi gereken ağırlıkların seçimi ve zaman içinde değiştirilmesi veya sabitliği de önemlidir.

Endeksin hesaplanma yöntemi, serideki değişimleri doğru göstermesi bakımından endeksin

---

<sup>124</sup> KARAN. a.g.e., s.55.

başarısını etkiler.<sup>125</sup>

### 3.8.4.3. İMKB Hisse Senetleri Endeksleri

İMKB Hisse Senetleri Piyasası Endeksleri, Borsa'da işlem gören hisse senetlerinin fiyat ve getirilerinin bütünsel ve sektörsel bazda performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

Fiyat endeksleri, endeksin hesaplanmasında ve sürekliliğinin sağlanmasında ödenen temettüü dikkate almayan endekslerdir. Bu tür endekslerde sadece hisse senedinin değer kazanmasından doğan kazanç endekse yansımaktadır.

Getiri endeksleri, endeksin hesaplanmasında ödenen temettüü de dikkate alan, sürekliliğinin sağlanmasında ödenen temettülere göre de düzeltme yapılan endekslerdir. Bu tür endekslerde hisse senedinin değer kazanmasından doğan kazancın yanında temettüden dolayı elde edilen kazanç da endekse yansımaktadır. İMKB Endekslerinin hesaplanma ve yayın saatleri aşağıda gösterilmiş olup, İMKB Ulusal-100 Endeksi Ulusal Pazar için temel endeks olarak kullanılmaktadır. Tüm endeksler tamsayıdan sonra iki haneli olarak gösterilir ve ilan edilir. Tamsayıdan sonraki üçüncü hane 5'ten küçük ise atılır, 5 ve 5'ten büyük ise ikinci hane yukarıya yuvarlanır.

Fiyat endekslerinden sadece İMKB Ulusal-100, İMKB Ulusal-Sınaî, İMKB Ulusal-Hizmetler ve İMKB Ulusal-Mali 1997 yılı başından itibaren seans süresince yayınlanmakta iken, İMKB Yönetim Kurulu'nun 24.06.1997 tarihli toplantısında fiyat endekslerinin tümünün seans süresince yayınlanması kararlaştırılmıştır.

*İMKB Ulusal - Tüm Endeksi:* Yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

*İMKB. Ulusal - 30 Endeksi:* Vadeli İşlemler Piyasasında kullanılmak üzere, yatırını ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerden 1.7.4.1.'de belirtilen şartlara göre ve sektörel temsil kabiliyeti de göz önünde bulundurularak seçilmiş hisse senetlerinden oluşmakta olup, İMKB Ulusal-30 hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

*Sektörel Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri:* Yatırım ortaklıklar; hariç Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

*İMKB İkinci Ulusal ve YEP Endeksi:* İkinci Ulusal ve Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

---

<sup>125</sup> İMKB. a.g.e.,2006, s.347.

*İMKB Yatırım Ortaklıkları Endeksi*: Ulusal Pazar'da işlem gören yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşmaktadır.

Aşağıdaki tabloda çeşitli ülkelerde kullanılan borsa endeksleri verilmiştir.

**Tablo 9: Başlıca Borsa Endeksleri**

ENDEKS	ÜLKE	BORSA	
NYSE komposite	ABD	New York Borsası	Ağırlıklı Ortalama
Dow Jones	ABD	New York Borsası	30 Büyük Firma
Standarts and Poor 500	ABD	Tüm ABD Borsaları	500 Büyük Firma
AMEX komposite	ABD	AMEX	Ağırlıklı Ortalama
TOPIX	Japonya	Tokyo Borsası	Ağırlıklı Ortalama
Nikkei	Japonya	Tokyo Borsası	225 Büyük Firma
FT30	İngiltere	Londra Borsası	30 Büyük Firma
FTSE100	İngiltere	Londra Borsası	100 Büyük Firma
DAX	Almanya	Frankfurt Borsası	30 Büyük Firma
FAZ	Almanya	Frankfurt Borsası	100 Büyük Firma
CAC	Fransa	Paris Borsası	40 Büyük Firma
Hang Seng	Hong Kong	Hong Kong Borsası	Ağırlıklı Ortalama
TSE 300	Kanada	Toronto Borsası	300 Büyük Firma
SPI	İsviçre	İsviçre Borsaları	400 Büyük Firma
EAFE	ABD	Tüm Dünya Borsaları	21 Ülke
Financial Times World	ABD	Tüm Dünya Borsaları	Çeşitli Ülkeler
İMKB Bileşik	Türkiye	İMKB	100 Büyük Firma

Kaynak: M. Baha Karan."Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi", Ank., 2001,s.57.

### 3.8.4.3.1. İMKB–30 ve İMKB–100 Endekslerinde Yer Alacak Hisse Senetlerinin Seçimi

İMKB Yönetim Kurulu, Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü tarafından hazırlanan periyodik piyasa verilerini inceleyerek endekslerde ve yedek listelerde yer alacak hisse senetlerini belirler.

Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin İMKB Ulusal–30 ve İMKB Ulusal–100 endeksine alınabilmesi için; Borsa'da en az 60 gün süreyle işlem görmesi şarttır.

İMKB Ulusal–30 ve İMKB Ulusal–100 endeksine, birden fazla grup (örneğin A, B, C) hisse senedi bulunan şirketin, sadece bir grup hisse senedi dahil edilir.

İMKB Ulusal–30 ve İMKB Ulusal–100 endeksine seçilecek hisse senetlerinin büyüklük, likidite bakımından aşağıdaki şartları sağlaması gereklidir.

a) *Büyüklük*: Aynen saklamada bulunanlar hariç, Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerinin değerlendirme dönemi sonu itibariyle piyasa değeri; İMKB Ulusal–30 için Ulusal Pazar'da yer alan hisse senetlerinin medyan piyasa değerinden büyük, İMKB Ulusal–100 için ilk %75'in

içinde olmalıdır.

b) *Likidite*: Endekslerde yer alacak hisse senetlerinin, birincil piyasa, toptan satış ve özel emir işlemleri hariç son bir yıl içinde günlük ortalama işlem hacmi (değerleme dönemi içinde işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin ilk 20 günü hariç) İMKB Ulusal–30 için meydana gelen işlem hacminden büyük, İMKB Ulusal–100 endeksi için ise ilk %75'in içinde olmalıdır.

Endekslere alınacak hisse senetlerinin, işlem gördüğü gün sayısının işlem görebileceği gün sayısına oranı %75 olmalıdır.

İMKB Ulusal–30 ve İMKB Ulusal–100 endekslerinde yer alacak hisse senetlerinin seçimi aşağıda gösterildiği gibi yapılır:

Aynen saklamada bulunanlar hariç, Takasbank saklamasında bulunan hisse senetleri, değerlendirme dönemi sonu itibarıyla piyasa değerleri (hisse sayısı \* kapanış fiyatı) ve günlük ortalama işlem hacimlerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanır.

Yukarıda belirtilen şartları sağlayan hisse senetlerinden, aynen saklamada bulunanlar hariç, Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerinin piyasa değeri ve günlük ortalama işlem hacmi en büyük olanlardan başlanarak seçim yapılır.<sup>126</sup>

#### 3.8.4.4. Endeksin Hesaplama Yöntemi

- İMKB Endekslerinin hesaplanmasında en son tescil edilmiş fiyatlar kullanılır.
- Şirketin piyasa değeri, eski ve (varsa) yeni hisse senetlerinin fiyatları ayrı ayrı dikkate alınarak hesaplanır.

$$\text{Piyasa değeri} = \frac{(\text{Eski hisse senedi sayısı} \times \text{Eski hisse senedi fiyatı})}{+} (\text{Yeni hisse senedi sayısı} \times \text{Yeni hisse senedi fiyatı})$$

Esas sermaye sistemine tabi olup, temettü ödemedi sermaye artırımını yapan şirketlerin verdiği geçici makbuzlar borsada alınıp satılmadığından yeni hisse senedine dönüşüncüye kadar fiyatı oluşmaz. Bu nedenle, eski hisse senetlerinin fiyatı geçici makbuzlar için de geçerli kabul edilerek şirketin piyasa değeri buna göre hesaplanır.

- İMKB Endeksleri, endeks kapsamında bulunan şirketlerin, aynen saklamada bulunanlar hariç, Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerinin toplam piyasa değerleri ile

---

<sup>126</sup> İMKB, a.g.e.,2006, s.336.

ağırlıklı olarak hesaplanır.

Bir hisse senedinin İMKB Ulusal-30 Endeksi'ndeki en yüksek ağırlığı, dönem başında %10, dönem içinde ise %12 olarak sınırlandırılmıştır. Sınırlandırmada aşağıdaki yöntem uygulanır:

- Dönem başında, endeks içindeki ağırlık %10'dan büyük olan hisse senedinin ağırlığı %10'a çekilir.
- Dönem içinde, endeks içindeki ağırlığı %12'yi aşan hisse senedinin ağırlığı takip eden gün %10'a çekilir.
- Dönem sonunda (yeni dönem başında), endeks kapsamındaki değişikliklerden sonra sınırlandırma yapılmadan ağırlıklar incelenir. Ağırlığı %10'dan büyük olan hisse senedi varsa %10'a çekilir. Endekslerin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılır:

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n F_{it} \cdot N_{it} \cdot H_{it}}{B_t}$$

$E_t$  = Endeksin t zamandaki değeri

$n$  = Endekse dahil olan hisse (şirket) sayısı

$F_{it}$  = "i" inci hisse senedinin t zamandaki fiyatı

$N_{it}$  = "i" inci hisse senedinin t zamandaki toplam sayısı (Ödenmiş veya Çıkarılmış sermaye/1000)

$H_{it}$  = "i" inci hisse senedinin t zamandaki aynen saklamada bulunanlar hariç, Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerinin sermayeye oranı

$B_t$  = Bölenin (Düzeltilmiş baz piyasa değeri) t zamandaki değeri.<sup>127</sup>

---

<sup>127</sup> İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, s.353-354.



**Tablo 10: İMKB Endeksleri ve Başlangıç Değerleri**

<b>ENDEKSLER</b>	<b>BAŞLANGIÇ DEĞERİ</b>
İMKB ULUSAL -100	Ocak 1986= 1
İMKB ULUSAL -50	28.12.1999= 15.208.78
İMKB ULUSAL -30	27.12.1996= 976
İMKB ULUSAL-TÜM	27.12.1996= 976
İMKB ULUSAL -SINAİ	31.12.1990=32,56
GIDA. İÇECEK	27.12.1996 = 1.046
TEKSTİL, DERİ	27.12.1996= 1 046
ORMAN, KAĞIT. BASIM	27.12.1996= 1.046
KİMYA. PETROL, PLASTİK	27.12.1996 = 1.046
TAŞ. TOPRAK	27.12.1996= 1 046
METAL ANA	27.12.1996= 1.046
METAL ESYA, MAKİNA	27.12.1996= 1.046
İMKB ULUSAL - HİZMETLER	27.12.1996= 1.046
ELEKTRİK	27.12.1996= 1.046
ULAŞTIRMA	27.12.1996= 1.046
TURİZM	27.12.1996 = 1.046
TİCARET	27.12.1996= 1.046
İLETİŞİM	24.07.2000= 13.719.88
SPOR	31.03.2004=20.190,83
İMKB ULUSAL- MALİ	31.12,1990=32.56
BANKA	27.12.1996= 914
SİGORTA	27.12,1996= 914
FİNANSAL. KİR. FAKTORİNG	27.12.1996= 914
HOLDİNG VEYATIRIM	27.12.1996= 914
GAYRİMENKULY.O.	28.12.1999=21.180.77
İMKB ULUSAL-TEKNOLOJİ	30.06.2000= 14.466.12
BİLİSİM	30.06.2000= 14.466,12
SAVUNMA	30.06.2000= 14.466,12
İMKB MENKUL KIYM. Y. O.	27.12.1996= 976
İMKB İKİNCİ ULULUSAL	27.12.1996= 976
İMKB YENİ EKONOMİ	02.09.2004=20.525.92

Kaynak: İMKB. Ser. Piy. Bors. Tem. Bil. Klzv. 2006. s.350.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### BORSA'NIN EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİ

#### 4.1. İMKB'NİN EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİ

##### 4.1.1. Büyümeye Etkisi

###### 4.1.1.1. Yatırımların Artması

Menkul kıymet borsalarının en klasik ve en önemli sayılabilecek işlevi, menkul kıymet arz ve talebi arasındaki karşılaşmayı örgütleyerek bu kıymetlerin yoğun bir şekilde alınıp satılmasına elverişli ortamı hazırlamasıdır.<sup>128</sup>

Bazı alanlarda yatırım yapabilmek büyük miktarda sermayeyi gerektirmektedir. Yatırım projelerinin bir bütün olarak gerçekleştirilmesi de ayrıca ekonomik olmaktadır. Bu büyüklük bazı avantajları da beraberinde getirir. Örneğin, petro-kimya tesisleri, petrol rafinerileri, demir çelik endüstrisi tesisleri gibi alanlarda gereksinim duyulan sermaye girişimcinin tek başına karşılayabileceği miktarların çok üzerinde rakamlara varmaktadır. Küçük tasarrufları toplayıp büyük ölçekli yatırım projelerini hizmete sokacak kuruluşlara aktaran finansal piyasaların mevcut bulunması halinde söz konusu yatırım türlerini gerçekleştirmek mümkün olmayacaktır.<sup>129</sup>

Gelişmiş bir finansal sistemin bulunmasıyla müteşebbisler kendi öz sermayelerinin ötesinde ve çok üzerinde olan sermayeyi rahatlıkla ve fazla masrafa girmeden temin edebileceklerinden yatırımların hacmi de artmış olacaktır.

Birincil piyasada, diğer bir ifadeyle tasarruf sahiplerinin menkul kıymetleri doğrudan doğruya ihraç eden kuruluşlardan veya bunlara ihraçta aracılık eden kurumlardan satın almaları halinde uzun vadeli fonların tasarruf sahiplerinden firmalara intikali söz konusu olur. Böylece birincil piyasada yapılan tahvil ve hisse senedi satışları sonucunda firmanın bünyesinde taze para halinde yeni sermaye girer. Oysa menkul kıymetler borsasında el değiştiren menkul kıymetler fonları kullananlardan kopuktur. İkincil piyasadakiler (menkul kıymetler borsası) kendi aralarında menkul kıymetleri alıp satarlar, kıymetler ve paralar aralarında el değiştirip durur. Artık burada alınıp satılan şey sermaye fonları değil, bir takım kâğıtlardır. Her hangi bir mal alınıp

<sup>128</sup> ALTINTAŞ, Berra. **Menkul Kıymet Borsaları ve Türkiye Uygulaması**. A.Ü.S.B.E.İ.B. Ank. 1986. s.3

<sup>129</sup> BENGİN, Hatice. **Türkiye'de Menkul Kıymet Borsası**. U.Ü.İ.İ.B.F. Bursa-1993. s.93

satılıyormuşçasına kâğıtlar alınıp satılır. Bu hareketler fonları kullananları direkt olarak etkilemese de, ikincil piyasanın birincil piyasaya kaynak sağlamakta büyük bir önemi vardır ve birincil piyasanın kapasitesini ikincil piyasa etkiler. Bütün bu nedenlerdir ki menkul kıymetler borsasının yatırımların, bunların verimliliğinin artmasına netice itibariyle de büyümeye katkıda bulunması nedeniyle bunları, borsanın bir işlevi olarak görmek mümkündür.<sup>130</sup>

#### 4.1.1.2. Ekonomiye Kaynak Sağlama

Borsalar tasarruflara hareket ve canlılık kazandırmaktadır.<sup>131</sup> Mali piyasalar belirli bir gelişme aşamasına geldikten sonra bu piyasaların işlerliğini sağlayan menkul kıymetlerin cinsleri arttığı gibi, kurumlarında da çeşitlenme meydana gelir. Yatırım bankaları tipinde aracı kurumlar, komisyoncular, çeşitli kurumlar tasarruf edenlerin her türlü ihtiyaçlarını karşılayacak hizmetler arz etmeye başlar. Yukarıda sayılanlar arasında piyasanın arz ve talep, dolayısıyla fiyat hareketlerinin düzenlenmesine katkıda bulunan ve market-marker denilen kendi nam ve hesaplarına menkul değer alıp satan kurumlarda bulunur. Herhangi bir menkul kıymeti devamlı olarak satın almaya hazır bulunan bir kişi ve kurum bulunması halinde menkul kıymetlerin likiditesi artar. Menkul kıymet alıp satanların diğer bir deyişle yatırımcıların alış ve satış emirlerinin zamanlaması farklı olduğu takdirde, satışa sunulan menkul kıymeti satın alarak stok tutan, taleple karşılaştığı zaman ise bunu menkul kıymet yatırımcısına satan kurumlara ihtiyaç vardır. Menkul kıymet alım ve satım emirlerinin sayı ve hacim bakımından gelişip, karşılaşmaları açısından zamanlama problemi ortadan kalktığı takdirde, bir kurumun araya girmesinin gereği giderek azalır. Yatırımcıların alış ve satış emirleri aynı zaman döneminde merkezi bir sistemde karşılaştırıldığı takdirde, işlemlerin çok hızlı bir şekilde gerçekleşmesi, işlemler hakkında bilgi edinilmesi ve işlem maliyetlerinin en aza indirilmesi mümkün hale gelebilir. İşte bu noktadan itibaren mali piyasanın bir düzeni olarak menkul kıymet borsaları ortaya çıkmaktadır. Söz konusu piyasalara güven arttıkça da yatırımcıların borsaya karşı ilgisi artmakta ve bu şekilde piyasanın temeli genişleyip güçlenmektedir.<sup>132</sup>

Piyasa ekonomisinin geçerli olduğu bir ortamda ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırımlara yöneltilmesi şeklinde ortaya konulabilen kaynak

<sup>130</sup> BENGİN. a.g.t. 1993. s.93

<sup>131</sup> KIRMIZI, Abdulkadir. **İMKB'nin Türkiye Ekonomisindeki Yeri ve Önemi**. M.Ü.S.B.E. İ.A.D. İst. 1998. s.19

<sup>132</sup> BENGİN. a.g.t. 1993.s.94

sorununun çözümlenmesi için etkin çalışan bir mali piyasanın mevcut olması gereklidir.<sup>133</sup>

Yatırımlar için ihtiyaç duyulan fonlar genellikle gelirden tüketilmeyip, tasarruf edilen miktarlardan oluşursa da geçmişte biriktirilmiş ve servet olarak çeşitli varlıklara bağlanmış değerler de yatırımlara aktarabileceğimiz fonları oluşturur.

Bir ülkede milli gelirin tüketilmeyen diğer bir ifadeyle tasarruf edilen kısmı o ülkede yapılacak yatırımların kaynağını teşkil eder. Halkın kullanılabilir gelirinin tamamını tüketime harcamadığı ve bir kısmını da tasarruf ettiği ekonomilerde halkın ortalama tüketim eğilimi birden küçüktür.

Bir ülke halkının belli bir dönemde yapmayı tasarladığı tüketim harcamalarının (c), o dönemde beklediği kullanılabilir gelirini (y) ile gösterelim. Tüketim harcamalarının (c), kullanılabilir gelirene (y) oranı bize ortalama tüketim eğilimini verir. Bu durumda ortalama tüketim eğilimi (h);  $H = c/y$  olacaktır.

Kullanılabilir gelirinin üzerinde tüketimde bulunan ülkelerin ya da önceki servetlerinden tüketimde bulunduğu ya da dışarıdan borçlandığı kaynaklarla tüketimlerini finanse ettikleri görülür.<sup>134</sup>

İşte bir ülkenin tüketim eğiliminin yüksek oluşu tasarruflarını azaltmakla birlikte, yatırımlara ayrılan fonların da azalması sonucu daha az yatırım gerçekleştirilmiş olacaktır.

Gerek doğrudan, gerekse dolaylı olarak gerçekleştirilen yatırımların hepsi de fertlerin sahip olduğu tasarruf ve servetlerinin miktarına bağlıdır. Şayet ekonomik politika ve uygulandığı ortam tüketimi teşvik ediyorsa bu durum tasarruf meylini azaltıp yatırımlarda kullanılacak fonların miktarını azaltacaktır.

Bireysel tasarruflar ile teşebbüs tasarruflarının arttırılması, teşvik edici ve düzenleyici bir takım önlemlerin alınması ile olanaklı olup, geniş ölçüde finansal düzenin iyi kurulmuş ve iyi işler durumda olmasına bağlıdır. Hatta finansal yapının iyi işler bir seviyede olması gelişmişliğin göstergelerinden biri olarak da kabul edilir.

Borsa, menkul kıymetlere kısa vade koşulları içinde yatırılan tasarrufları bile yarattığı çekici ve dinamik atmosfer içinde sanayinin ihtiyaç gösterdiği uzun vadeli fonlara dönüştürmekte, hem tasarrufların güven içinde değerlendirilmesine hem de teşebbüslerin öz ve yabancı kaynak olarak

<sup>133</sup> İMKB, *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, 2006. s.9

<sup>134</sup> BENGİN. a.g.t. 1993.s.95

daha elverişli koşulların yatırım sermayesi sağlamalarına hizmet etmektedir. Böylece borsa faaliyetinin etkinliğine bağlı olarak belli bir dönem içinde ekonominin emrine sunulan sermaye miktarı da artmış olacaktır. Menkul kıymet borsaları, işletmelerin finans ihtiyaçlarını gidermede etkin bir öneme sahip olduklarından, ekonomiye kaynak sağlamada etkin bir rol üstlenmişlerdir.<sup>135</sup>

#### **4.1.1.3. Likidite ve Sermaye Hareketliliği Sağlama**

Menkul değer arz ve talebinin karşılaştığı piyasa olan borsada alıcılar ve satıcılar karşılıklı olarak alım-satımda bulunurlar. Bu açıdan borsalar, fon talep ederler, tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ve ellerinde menkul kıymet bulundurup da bunları satmak isteyenler için kurulmuş bir pazar olmaktadır<sup>136</sup>. Şüphesiz bu piyasada menkul kıymet satmak isteyenler bizzat yatırımcı, tasarruf sahibi veya menkul değerlerini satmak isteyenler değildir. Bunlar adına hareket eden kimseler menkul kıymet alan satımında bulunabilirler. Ancak fon arz ve talebi dolaylı şekilde de olsa borsada karşılaşır. Böylece borsalar, tasarruf sahipleri, yatırımcılar ve menkul değer satıcıları gibi farklı çıkar gruplarının isteklerine en iyi bir şekilde cevap veren bir piyasada olmaktadır. Zira menkul kıymet ihraç etmek isteyen şirketlerle tasarruflarını değerlendirmek isteyen yatırımcıların çıkarı bu piyasada buluşmaktadır. Böylece borsa, menkul kıymetlerin anında pazara dönüşmesini sağlayan diğer bir ifadeyle menkul kıymetlere likidite özelliğini sağlayan piyasa olarak karşımıza çıkmaktadır ki bu hem şirketler hem de yatırımcılar için yararlıdır.<sup>137</sup>

Mali piyasada yatırım yapan kişi veya kurumun karşılaşacağı en önemli sorun yatırımını nakde çevirme diğer bir deyişle “likide” etme sorunudur. Yatırımcının nakit ihtiyacının doğması ya da yatırımdan gerekli değer artışını sağladığına inanıp alternatif bir yatırım yapmaya karar verdiğinde sahip olduğu menkul kıymeti elinden çıkarmak isteyecektir. Bunu de en iyi şekilde borsada satacaktır. Birincil sermaye piyasasından menkul kıymet satın alanların bunları paraya çevirmek istemeleri halinde sonsuz vadeli belgelerde (hisse senetlerinde) hiçbir zaman orta ve uzun vadeli belgelerde (tahvillerde) ise vadeden önce, bunları ihraç eden kuruluşa müracaat etmeleri mümkün değildir. Menkul kıymetler borsaların yarattığı zemin ve atmosfer içinde büyük bir hareketlilik kazanmakta, devamlı alınıp satılarak sık sık el değiştirmektedir. Bu da likiditeyi arttırmaktadır.

---

<sup>135</sup> ÇAPANOĞLU a.g.e. 1993. s. 145

<sup>136</sup> İMKB, a.g.e, 2006. s.9

<sup>137</sup> BENGİN. a.g.t. 1993.s.96,97

Borsalar, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya talep yaratmakta, onun gelişmesini sağlamaktadır. Görüldüğü üzere birincil ve ikincil (menkul kıymetler borsası) sermaye piyasaları arasında çok sıkı bir fonksiyonel ilişki söz konusudur. Borsaların likidite sağlama işlevi sayesinde tasarruf sahibi istediği zaman elindeki menkul kıymeti borsada satarak tekrar likit hale getirecek ve bunu yeni ekonomik tercihlerine yöneltebilecektir. Borsaların böyle bir işlev gerçekleştirilmemeleri halinde tasarruf sahiplerinin menkul kıymete yaptığı yatırım onlar için bir tuzak halini alır ve bu yatırımların bir daha tekrarlanmasına imkân kalmazdı.<sup>138</sup>

Devamlı bir piyasanın özellikle, işlem hacminin büyük, alım ve satım fiyatı arasındaki marjın küçük olması gerekir. Zaman bakımından da fiyatlarda büyük dalgalanmanın olmaması ile birlikte yeteri kadar alıcı ve satıcının bulunması likidite ve sermaye hareketliğine olumlu katkılar sağlar.<sup>139</sup>

Sermaye piyasasının dolayısıyla bu piyasanın içinde ve onun bir parçası olan menkul kıymetler borsalarının gelişmediği ülkelerde yatırımların paraya çevrilebilmeleri de zordur. Mevcut yatırımlar paraya çevrilmek istenildiğinde teşebbüsün bütün olarak elden çıkartılması gerekli olduğundan, likiditesi zayıflamaktadır. Pek çok yatırım, ferdî teşebbüs veya aile grubuna ait olarak gerçekleşen sermaye piyasası gelişmemiş ülkelerde teşebbüsün nakde çevrilmesi de güçtür. Çünkü bütün teşebbüslerin aynı nitelikteki sermaye sahiplerince alınmaları mümkündür.<sup>140</sup>

Menkul kıymetler borsasının gelişmesi ile yatırımları temsil eden araçlar küçük miktarlarda ve pek çok kitleye yayılmış olacaktır. Bu durum yatırım araçlarının pazarlanabilme yeteneğini arttırıp, likidite derecesini yükseltecektir.

Tasarruf sahipleri menkul kıymetlerin istenildiğinde kolaylıkla ve değerinden kaybetmeksizin paraya dönüştüğünden emin olduklarında tasarruflarını likiditesi zayıf taşınmazlara, hiçbir gelir getirmeyen nakit ve benzerlerine bağlamak yerine uzun vadeli yatırımlara bağlamayı tercih ederler.<sup>141</sup>

Özetle, borsa yatırımcıların likidite ihtiyacı karşılar ve ellerinde bulunan nakitleri de yatırıma dönüştürme imkânı sağlar.

---

<sup>138</sup> KIRMIZI. a.g.t.1998. s.18

<sup>139</sup> ÇAPANOĞLU a.g.e. 1993. s. 144

<sup>140</sup> ALTINTAŞ. a.g.t. 1986 s.3

<sup>141</sup> BENGİN. a.g.t. 1993.s.97,98

#### 4.1.1.4. Tasarrufların Değerlenmesi

Menkul Kıymet Borsaları ve genelinde finansal piyasaların temel işlevleri, tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayarak ekonomik gelişmeye katkıda bulunmaktadır.<sup>142</sup>

Finansal piyasaların olmadığı ya da gelişmediği ülkelerde dolaylı yatırım imkânları yok denecek kadar küçük boyutlardadır. Birçokları tarafından da bilinmemektedir. Bu nedenle tasarruf sahipleri doğrudan yatırımda bulunurlar. Tasarruflarını verimli olmayan bir biçimde nakit şeklinde ya da bazı gerçek varlıklara bağlarlar.

Menkul kıymetler borsalarının gelişip etkin çalışması sonucu yüksek gelirli, emniyetli ve kolayca paraya çevrilebilen çeşitli finansal yatırım araçları tasarruf sahiplerinin emrine sunulacaktır. Böylece, tasarruf sahipleri, tasarruflarını değerlendirme imkânı bulacaklardır. Menkul kıymetler daha önce yatırım amaçlı tasarrufları olmayanları tasarrufa yönlendirirken, tasarruf edenleri de, daha fazla birikimde bulunmaya teşvik edecek, gelir aynı seviyede olmasına rağmen tasarrufta artış yaratacaktır.<sup>143</sup>

Dünyada yaşanan ekonomik buhran incelendiğinde temelde kişilerin ve ülkelerin ürettiğinden çok tüketmek istemelerinin yattığı gözlenmektedir. Bu durumda üretim eksik kalmakta ve buhran giderek büyümektedir. Üretim eksikliğinin çeşitli nedenleri arasında, tüketim eğilimi artışı yanında üretimde kullanılan kaynaklarını kıtlığını, bu kıt kaynakların kullanımında seçimlerin doğru yapılamamasını da sayabiliriz.<sup>144</sup>

Üretimin sürekli artırılması yeni yatırımların yapılarak üretim kapasitesinin çoğaltılmasına bağlıdır. Yatırımlar ise tasarrufa, öz tüketime bağlıdır.

Bir ülkede tasarrufta bulunacak grupları hane halkı ya da bireyler, işletmeler ve kamu kuruluşları olarak sınıflandırmak mümkündür. Bireyler tüketimlerinden kısıtıkları miktarlarla, işletmeler ise kârlarından ayırdıkları miktarlarla tasarrufta bulunurlar. Firmalar gerek beklenmedik riskleri karşılamak gerekse araç ve gereçlerini yenilemek amaçlarıyla kârlarının belli kısımlarını tüketmemekte, tasarruf etmektedirler. Öte yandan, menkul kıymetler borsalarında değerlendirmek üzere karlarından pay ayırabilmektedirler. Oto finansman denilen bu yöntemle tasarruf edilen meblağlar yatırıma dönüştürülmektedir. Diğer yandan firmaların kendileri de menkul kıymet ihraç ederek tasarrufların yatırımlara dönüşmesini sağlamaktadırlar.

<sup>142</sup> BOZKURT, Ünal, **Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü**. İMKB Yayını. İstanbul-1995. s,30

<sup>143</sup> KIRMIZI. **a.g.t.**1998. s.21

<sup>144</sup> BENGİN. **a.g.t.** 1993.s.99

Tasarrufların yatırımlara dönüşmesindeki temel fonksiyonu yerine getiren şirketler, yatırım araçlarını doğrudan fertlere satmada ve küçük tasarruf sahiplerini bir araya getirmede tam olarak başarılı olamazlar. Tasarruf sahiplerinin büyük çoğunluğu ülke düzeyine dağınık bir şekilde yayılmış olabilirler. Hatta bu tasarruf sahiplerini bir araya getirmede tam olarak başarılı olamazlar. Tasarruf sahiplerinin büyük çoğunluğu ülke düzeyine dağınık bir şekilde yayılmış olabilirler. Hatta bu tasarruf sahipleri, çok küçük tasarruflara da sahip olabilirler. Şirketler her tasarruf sahibinin ihtiyacına cevap verebilecek yatırım aracını ihraç etmeyecekleri gibi doğrudan bu yolla kaynakları harekete geçirmeleri de maliyetli olur. Öte yandan, bu tür işlemler de bilgi, beceri ve özel bir ihtisas gerektirir. İşte her tasarruf sahibi bir araya gelmeden, doğrudan tasarruf sahipleri ile karşılaşmasını gerektirmeden, her çeşit tasarruf sahibine hitap edebilecek menkul kıymetler borsası tasarruflarını daha da artmasını ve değerlendirmesini sağlayacaktır.<sup>145</sup>

#### **4.1.1.5. Yatırımların Verimli Kaynaklara Yönelmesi**

Menkul kıymetler borsalarının olmadığı bir toplumda tasarruflar ya atıl olarak verimsiz bir biçimde saklanacak ya da tasarruf sahibince doğrudan yatırımda kullanılacaktır. Atıl tutulan tasarrufların ekonomiye katkı sağlaması bir yana, atıl tutulan bu tasarruflar, para arzı yaratarak, ekonomide enflasyon yaratıp ekonominin dengesini değiştirecektir.

Tasarruf sahiplerinin doğrudan yatırımda bulunmaları halinde, büyük ve ekonomik olan yatırımların gerçekleştirilmesi imkânsızlaşabilecektir. Öte yandan her tasarruf sahibinin iyi bir müteşebbis olması da mümkün değildir. Bilindiği üzere, işletmecilikle ilgili bilgi, beceri ve tecrübeyi de gerektirmektedir. Bu nedenle doğrudan tasarruf sahipleri tarafından kullanılan fonlardan elde edilecek verimlilik de az olacaktır.

Yatırımlardaki artışı belirleyen, tasarruf meylliyle (s) yatırımların verimliliği katsayısı ( $\sigma$ ), büyüme haddini tayin ederler.

$$3H: \sigma \cdot s$$

Kapital hâsıla oranının tersine eşittir. Y/K' nin gösterdiği bir katsayı ( $\sigma$ ) ile gösterilir ve bir ekonomide bir liralık bir yatırımın kaç liralık üretim sağladığını ifade eder. Buradaki (Y) geliri, (K) ise kapitali gösterir.

Büyüme hızını yükseltmek için tasarruf meylliyle (s), yatırımların verimliliği katsayısını

---

<sup>145</sup> AĞIR, Hüseyin. **İMKB'nin Ekonomik Büyüme Katkısının Ekonometrik Analizi**. K.S.Ü.S.B.E.İ.A.B.D. Kahramanmaraş. 2003. s.87–88



yükseltmek gerekir. Tasarrufların artırılması, büyüme hızının yükseltilmesi için gerekli olmakla birlikte yeterli değildir. Çünkü ekonomide dengenin sağlanması için tasarrufların yatırımlara eşit olması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle bir ekonomide yapılan tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi gerekir ki ekonomik denge sağlansın. Büyüme hızını yükseltmek için yatırımların verimliliği, katsayının ( $\sigma$ ) da yükseltilmesi gerekir. Yani yatırımlar verimli kaynaklara yönelmelidir. Ancak bunun içinde diğer bir deyişle ( $\sigma$ )'yı yükseltmek iki unsura bağlıdır. Bunlardan birincisi tasarrufların yatırıma dönüştürülmesidir. İkincisi ise kaynakların verimli yatırımlara yöneltilmesidir. Şayet bir ekonomide tasarruflar yatırımlara dönüşüyor ve atıl kalan kaynaklarda verimli kaynaklara aktırılıyorsa kaynakların verimliliği artacaktır. Bu da büyüme hızına etki ederek, onun yükselmesini sağlayacaktır.<sup>146</sup>

Ekonomide verimli yatırımların artırılması ekonomik büyümenin ilk şartı olarak kabul edilebilir. Yatırımlarının artırılması için de yeterli kaynağa sahip olması gerekmektedir. Bir ülkedeki kaynaklar, yabancı kaynakların ekonomiye enjekte edilmesi ile çoğalabilirse de borçlanmanın meydana getireceği dezavantajlar engelleyici olarak ortaya çıkarlar, ayrıca her ülkenin kendi kaynakları ile kalkınmasında çeşitli açılardan bir zorunluluk da söz konusudur. Bu nedenle büyümek isteyen her ülkenin her şeyden evvel ülke içindeki tasarruflarını arttırması gerekir. Yapılan tasarruflar verimli olmayan nakit, değerli madenler, çeşitli eşyalar şeklinde elde tutuluyor ise büyümeye katkısı olmayacaktır.

Borsaların önemli görevlerinden biride borçlanmadaki uzun ve kısa vade farkını en aza indirerek ve içerisindeki piyasa araçları çeşitlendirerek yatırımcıya düşük faizli kaynak sağlamaktadır.<sup>147</sup>

Borsaların gelişmesi, fertlerinde borsa işlemlerine duyarlık göstererek faaliyetlerinden yararlanmaya yönelmeleri sonucu ekonomide atıl duran verimsiz pek çok kaynak da verimli alanlara yönelir. Üretimdeki artış kaynakların sahiplerine geri dönerek birikimlerin daha da çoğalması ekonominin de büyümesine katkıda bulunur.

---

<sup>146</sup> BENGİN. a.g.t. 1993.s.101

<sup>147</sup> PARMAKSIZ, Yasemin. **Türk Sermaye Piyasası İçinde İMKB'nin Gelişimi, Sorunları ve Türk Ekonomisindeki Önemi.** A.Ü.S.B.E. Eskişehir. 1994. s.50

## 4.1.2. Ekonomide Güvence Oluşturma Etkisi

### 4.1.2.1. Güvence Etkisi

Borsalar yatırımcının korunması için menkul kıymetlerin borsa kotuna alır.<sup>148</sup> Borsa, isteyen her şirketin hisselerini kote ettirebildiği piyasa değildir. Diğer bir ifade ile gelişigüzel her şirketin menkul kıymetleri borsaya kabul edilemezler. Aksine, bir şirketin, hisselerini borsaya kote ettirebilmesi için belirli şartlara haiz olması gerekir. İşte bir şirketin menkul değerlerinin borsaya kote edilmiş olması onun devlet veya başka bir kurumca garanti altına alınması anlamını taşımamakla birlikte, yine de kotasyon öncesi bir incelemeye tabi tutulduğunu ve sürekli denetim altında bulundurulduğunun en azından ciddi bir kuruluşa ait olduğunu gösterir. Ayrıca, borsadaki aşırı iniş ve çıkışlar ve spekülörlerin oyunları engellenmeye çalışılır. İşte bütün bu hususlardır ki, borsalar yatırımcılar için uygun bir zeminin oluşmasını sağlar.<sup>149</sup>

Borsalara olan güven ortamının sarsılması bu pazarın en temel dayanağı olan küçük yatırımcı grubu için tehlike sinyalleri verecektir. Nitekim İMKB’de güven kırıcı bazı deneyimlerin yaşandığı görülmüştür. Örneğin, Mensucat Santral’e ait hisse senetlerinin sahteleri 5 Aralık 1990 günü borsa takas merkezinde ele geçirilmiş ve aynı gün İMKB başkanlığında yayınlanan bir genelge ile bu hisse senetlerinin borsa seansındaki işlemleri ikinci bir duyuruya kadar durdurulmuştur. Daha önce sahte Çukurova hisseleriyle başlayan bu gelişme yine söz konusu yıl içinde Bağfaş ve Sarkusyan şirketlerine ait hisselerle devam etmiştir. Bütün bu olaylar borsamızın gelişmesi için duyulan güven ortamına zarar verici bir nitelikte gözüküyor.<sup>150</sup>

Dünyada örnekleri olduğu gibi takastan hisse sendi alınması ve verilmesi yerine bir makbuz sisteminin getirilmesi daha sistematik bir yaklaşım olacaktır. Ancak bunun içinde borsamızdaki ihtiyaç yepyeni bir borsa binasıyla başlıyor.

Böyle olmakla birlikte, borsanın değişim sistemi kendi kendini güvence altına alacak oluşumları da başta sigorta uygulaması olmak üzere bir takım uygulamalarla geliştirmeye başlamıştır.

---

<sup>148</sup> KIRMIZI. a.g.t. 1998. s.22

<sup>149</sup> PARMAKSIZ. a.g.t. 1994 s.48–49

<sup>150</sup> BENGİN. a.g.t. 1993.s.102–103

#### 4.1.2.2.Barometre Etkisi

Bir şirketin menkul kıymetlerinin borsada değer kazanması ya da değer kaybetmesi söz konusu şirketin başarısının ve güvenilirliğinin en iyi göstergesidir. Borsada her gün yapılan alım satımlarla ilgili fiyatların ve işlem hacmine ait bilgilerin yayınlanmasıyla bu hisse senetlerini ve tahvilleri çıkarmış olan teşebbüsler sürekli olarak değişen ve yeniden teşekkül eden hisse senetleri fiyatları ortaklara ilgili şirketlerin sağlamlık ve başarı durumu ve kendilerine kazanç sağlama yeteneği hakkında devamlı olarak bir fikir verir.<sup>151</sup>

Diğer taraftan onların teşebbüse olan güvenlerini de şekillendirir. Bu güven duygusu ise doğruca menkul kıymetlerin fiyatlarına yansır.

Borsada oluşan ve yayınlanan göstergeler, tasarruf sahiplerine, mikro ve makro seviyede ekonomiyi planlayanlara, yürütenlere, ekonominin gidişini, sektörlerin durumunu ve yakın geleceğini önceden gösteren barometre vazifesi görmektedir, borsa ekonominin gözlem yeri olmaktadır.<sup>152</sup> Enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin, mesela savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık gibi durumların ekonomideki etkinliklerinin en iyi izlendiği yerlerden birisi de borsalardır. Hatta borsada kote edilen hisse senetlerine göre düzenlenen menkul değerler fiyat indeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında fikir veren ve gelecek hakkında da tahminler yapmaya yarayan veriler niteliğindedir.<sup>153</sup>

#### 4.1.2.3. Tek Fiyat Oluşturma Etkisi

Borsalar, bütün alıcı ve satıcıların karşı karşıya gelmesini ve dolayısıyla her menkul değer için tek bir fiyat oluşması için imkân sağlarlar. Fakat hemen belirtmek gerekir ki, tek fiyat, ancak tam rekabetin olduğu piyasalarda meydana gelebilir. İşte, menkul değer borsaları tam rekabetin geçerli olduğu piyasalardır. Borsası bulunmayan piyasalarda da tam rekabet şartları mevcutsa tek fiyat oluşacaktır.

Ancak tek fiyatın oluşmasını bütün alıcıları ve bütün satıcıları bir araya toplamakla en iyi şekilde borsalar sağlar. Borsalarda oluşan fiyatları, borsa bültenleri ile ülkenin, hatta dünyanın her tarafına yayılır. Böylece bu fiyatlar, herkes tarafından esas alınır ve küçük tasarruf sahiplerinin menkul değerlerinin fiyatları konusunda aldatılması önlenmiş olur.

<sup>151</sup> ÇAPANOĞLU a.g.e. 1993. s. 146

<sup>152</sup> ALTINTAŞ. a.g.t. 1986 s.3

<sup>153</sup> BENGİN. a.g.t. 1993.s.104

Borsaların tek fiyat oluşturma görevini yerine getirebilmesi için bilgi akışı ve borsa ve aracı kurumlar arasında bilgisayar ağının iyi işleminde yarar vardır.<sup>154</sup>

#### **4.1.2.4. Sermaye Mülkiyetini Tabana Yayma Etkisi**

Menkul kıymetler borsasının bir diğer işlevi de, çekici ve özendirici bir ortam içinde, menkul kıymetlerin ve özellikle hisse senetlerinin gittikçe daha geniş bir tasarrufçu kitlesine yayılması ve böylece sermaye mülkiyetinin el değiştirmesini sağlamasıdır. Yani sermaye mülkiyetinin yaygınlaşması, tabana yayılması gerçekleşir.<sup>155</sup>

Sermaye piyasasında menkul değer çeşidini ve arzını artıran düzenlemeler 1987 yılı başında yürürlüğe konmuştur. Söz konusu yıl içinde de sınaî mülkiyeti tabana yaymak amacıyla sermaye piyasasının teşvikini öngören yasal düzenlemeye gidilmiştir. 3332 sayılı yasanın yürürlüğe konulmasıyla, sınaî mülkiyetin tabana yayılması konusunda yeni teşvik tedbirleri getirilmiştir.<sup>156</sup>

Menkul kıymetlerin ve özellikle hisse senetlerinin gittikçe daha geniş bir tasarrufçu kitlesine yayılması, hisse senetleri borsada kayıtlı anonim şirketlerin yeniden menkul değerlerini borsaya kote ettirebilen ortaklıklar için yeni bir ufuk açılmış demektir. Önce kotasyon şirket tanınma olanağı sağlar, sonra da ortaklık gerçekten başarılı ise borsanın yaratmış olduğu teşvik ortamından yararlanarak menkul kıymetlerini halka kolaylıkla satabilir.<sup>157</sup> Diğer bir ifadeyle borsalar halka açılma ve pazarlama açısından kolaylık sağlayan aracı kuruluşlar olmaktadır. Böylece sermayenin mülkiyeti topluma yayılmakta ve küçük tasarruflar büyük teşebbüslere ortak olmaktadır. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkeler için en önemli sorun sermaye birikiminin yetersizliğidir. Ayrıca günümüzde yatırımlar çok büyük sermayeye ihtiyacı bulunan bu gibi ülkelerde yatırımlara kaynak bulmakta sorun olmaktadır. Oysa bu ülkelerde hane halkının küçük tasarrufları mevcuttur. Fakat bu tasarruflar eğitimsizliğin ve gerekli diğer koşulların sağlanmaması nedeniyle, ölü yatırımlara bağlanmıştır (altın, gayrimenkul gibi).

İşte etkin bir sermaye piyasası ve onun temel yardımcı kurumu olan menkul kıymet borsaları, bu küçük tasarrufları menkul kıymetler yoluyla toplayarak, sanayi yatırımlarına kaynak olarak sunmakta ve mülkiyeti tabana yaymaktadır. Sermaye mülkiyeti binlerce, küçük tasarruf

<sup>154</sup> ÇAPANOĞLU a.g.e. 1993. s. 145

<sup>155</sup> BOZKURT. a.g.e. s.30

<sup>156</sup> BENGİN. a.g.t. 1993.s.105

<sup>157</sup> KIRMIZI. a.g.t.1998. s.20

sahibine kadar yayılmakta ve küçük tasarruflar büyük teşebbüslere ortak olmaktadır.<sup>158</sup>

## 4.2. İMKB'NİN ÖNEMİ VE TÜRK EKONOMİSİNDEKİ YERİ

### 4.2.1. Borsaların Ekonomideki Yeri

Borsanın en önemli fonksiyonlarından biri menkul kıymetler için devamlı ve likit bir pazar oluşturulmasıdır. Menkul kıymetler borsaya kote olduklarından yatırımcılara güven verirken, mali yatırımcılar da ikincil piyasada menkul kıymet satışından elde ettikleri kaynakları ile birincil piyasadaki menkul kıymet ihraçlarına talep potansiyeli sağlar. Bu durum devamlı bir piyasa oluşmasına potansiyel oluşturur.<sup>159</sup>

Menkul kıymetler borsaları tek başına yararlı olmayan küçük tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak damlalardan göller meydana getirmesi ve büyük yatırımların dönüşmesi açısından önem arz etmektedir. Borsalar ülke bazında yurt içi tasarruf açığının kapanmasına yardımcı olurlar. Fertler açısından ise tek başına gelir getiren bir yere yatırılmayacak kadar küçük fonların verimli yerlere yatırılması ve sahiplerine ek gelir getirmesi imkânını sağlar. Diğer yandan, küçük sermaye sahipleri kendi teşebbüslerinde çeşitli risklere de maruz kalabileceklerdir. Oysa bu fonlar değişik menkul kıymetlere yatırıldığında risk dağılımı yoluyla riskin asgariye indirilmesi mümkün olmaktadır.<sup>160</sup>

Menkul kıymetlerini ihraç halka arz eden ortaklıklar kendileriyle bunları satın alanlar arasında ortaklık ve alacaklılık ilişkisi içerisine girmişlerdir. Onun için güven ortamının oluşturulması gerekmektedir. Halkın menkul kıymetlere yatırım yapmasını sağlamak için gerek ortaklıkları gerekse bu ortaklıkların ihraç ettikleri menkul kıymetlerini tanımaları ve güvenmeleri gereklidir. Nitekim yatırımcılar en çok inandıkları şirketlerle ortak olmak ve borç vermek isterler.

Menkul kıymet ihraç eden anonim ortaklıkların mali durumları hakkındaki bilgi akımının yetersizliği menkul kıymetlere yatırım yapılmasını riskli kılmaktadır. Ortaklıklar ile tasarruf sahipleri arasındaki ilişkilerde güven ve sürekliliğin sağlanması açısından ortakların mali yapıları hakkındaki bilgilerin doğru ve düzgün olması ve bu bilgilerin düzenli olarak kamuya açıklanması gerekir.

Menkul Kıymet Borsaları hisse senedi ve tahvil gibi uzun vadeli yatırım araçlarının alınıp

<sup>158</sup> İMKB. *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, 2006. s.9

<sup>159</sup> TOKATLI. *a.g.t.* 1998. s.50

<sup>160</sup> AĞIR. *a.g.t.* 2003. s.87

satıldığı pazarlardır. Bu pazarların en önemli özelliği borç verenlerle borç alanları doğrudan doğruya karşı karşıya getirmesidir. Menkul kıymet borsalarında şeffaf bir ortamda ve standart yöntemlerle fon akışı sağlandığından yatırımcılar çok kolay ve ucuz bir şekilde risk alabilmektedirler. Yatırımcıların kolaylıkla risk alabilmeleri ekonomilerin gelişmesi için en temel koşuldur.<sup>161</sup>

Enflasyon hızının düşürülmesi amacıyla, yeni tedbirlerle istikrar programına devam edilmektedir. Böyle bir ortam içerisinde ülke kaynaklarının seferber edilmesi gerekmektedir. Sağlanan güven ve kararlılık ortamı içinde mobilize edilen kaynakların ve tasarrufların iktisadi kalkınmamızın emrine sunulması amaçlanmaktadır. Öte yandan ortaklıkların orta ve uzun vadeli dış kaynaklara kavuşturularak ve öz kaynakları takviye edilerek sınaî mülkiyetin tabanını yaygınlaştırılması da arzu edilmektedir. Sınaî mülkiyetinin kitleler arasına yayılmasıyla servet, gelir ve refah dağılımında kitleler arasında denge kurulmuş olacaktır.

Menkul kıymetlerin bir bölümü (hisse senetleri vb.) şirketlere öz kaynak sağlar. Böylece iktisadi kalkınmanın hızlanmasına ve sağlıklı finansman kaynaklarına kavuşturulmasına yardımcı olurlar. Sermaye piyasasının etkin çalışması tasarruf eğilimini yükselterek ekonomide sermaye birikimini artırır.

Enflasyonist ortamda, küçük tasarruf sahipleri gelir elde etmek dışında sermayelerine değer artışı sağlamak isterler. Bunu da ancak hisse senetleri sağlar. Bu nedenle menkul kıymetler denilince ön planda hisse senetleri düşünülmektedir. Hisse senetleri iki şekilde değer artışı sağlar. Bunlardan birincisi, hisse senedinin, ait olduğu şirketin faaliyetlerine ve faaliyet sonucundaki gelişmeye bağlı olarak değer kazanmasıdır. Hisse senetlerinin değer artışı sağlamanın ikinci yolu da sermaye artırımları, piyasa tabiriyle “yavrulama”dır.<sup>162</sup> Reel gelişme gösteren şirketler kapasitelerinin tümünü kullandıklarında, gelişmenin devamı için tersi yatırımlarıyla mümkün olabilir. Söz konusu yatırımların gerçekleşmesi için ortaklara müracaat edilir. Böylece rüçhan hakkı doğmakta ve bu hak hisse senedi malikine, piyasa değeri nominal değerinin çok üstünde olan bir hisse senedini nominal değeriyle satın alma hakkını vermektedir. Bu gibi şirketlerde sermaye artırımının kararlaştırılmasıyla ya da bu konuda söylentilerin çıkmasıyla hisse senetleri hemen değer kazanır. Hisse senedi sahibi ister değerlenen senedini satarak bu değer artışını paraya çevirir. İsterse hakkını bizzat kullanarak hisse senedi yavrusunu da portföyünde tutar. Böylece gelecek yıllar için ucuz

---

<sup>161</sup> KARAN. a.g.e. 2001. s. 33

<sup>162</sup> BENGİN. a.g.t. 1993.s.107-108.

fiyatla verimli bir yatırım yapılmış olur. Üçüncü bir yolda hisse senetlerini elde tutup sadece rüçhan hakkını satmaktır. Hisse senetleri bütün bu avantajlar dışında sahibine her yıl temettü de sağlamaktadır.

Menkul kıymetlerin önemini, sadece küçük tasarruf sahiplerine tasarruflarını değerlendirme ve ek gelir sağlama açısından değerlendirmek yanlış olur. Menkul kıymetlere bilinçli ve bilgili olarak yatırım yapanlar, gelecekteki belirsizlikleri önceden tahmin ederek spekülatif kazançlarda sağlarlar. Spekülatörler fiyatların düşmesi halinde menkul kıymet satın alır, yükselmesi halinde ise menkul kıymet satarlar. Böylece fiyatların aşırı düşmesi ve aşırı yükselmesine mani olurlar. Ancak bunun için spekülatörlerin sayıca, tek başına piyasaya etki edemeyecek kadar çok olması gerekir.

Likit borsalar, yüksek verimli yatırımların finansmanında rol oynamakta, ekonomide kaynakların etkin dağılımını sağlamakta ve bu gelişmeler ekonomik büyüme sürecini hızlandırmaktadır.<sup>163</sup>

#### **4.2.2. İMKB'nin Ekonomideki Yeri ve Önemi**

Varlıkların önemli bir kısmının menkul kıymetlere yatırılmasının hem mali piyasaların gelişmesine, hem de ekonomide verimin artmasına yardımcı olacağına inanç artmaktadır.

1980'li yıllarda geliştirilen bir mekanizma olan menkul kıymetleştirme, şirketlerin ve mali kurumların bilançolarındaki alacaklardan portföy oluşturulması ve bu portföyün yatırımcılara paket halinde satılmasını öngörmektedir. Aktiflerin menkul kıymetleştirilmesinin kâr marjının artırılması, finansman maliyetlerinin düşürülmesi ve yatırımlar için kaynak sağlanması açısından şirketlerin gelişmesinde önemli katkıları bulunacaktır.

Bugün için Türkiye'de de diğer mali piyasaları gelişmiş ülkelerde olduğu gibi yeni türlerden menkul kıymetler geliştirecektir.

Diğer yandan, sermaye piyasası ve bu piyasa içinde yer alan menkul kıymetler borsası ile ekonomik kalkınma arasında sıkı bir ilişki vardır. Bu piyasanın gelişmesi ile tasarrufların hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlere yatırılarak halkın ekonomik kalkınma hareketlerine katılması sağlanabilir. Öte yandan bu piyasanın kurulup gelişmesi, tasarrufların uzun vadeli menkul kıymetlere yatırılarak değerlendirilmesine olanak sağladığı için, ülkede iç tasarruf düzeyinin yükselmesine de katkıda bulunur. Artan tasarruflarında üretken yatırımları, özellikle sanayi

---

<sup>163</sup> AĞIR. a.g.t. 2003. s.90

yatırımlarına dönüştürülmesinde bu piyasalar büyük önem arz ederler. Çünkü bir ülkenin kalkınabilmesi için tasarrufların yatırımları dönüştürülmesi gerekmektedir.<sup>164</sup>

Diğer önemli bir husus, kişilerin tasarruflarını menkul kıymetlere yatırımları halinde, elde ettikleri gelirlerini tekrar tüketim için kullandıklarında daha yüksek refah seviyesine kavuşacaklardır. Diğer yandan da yapılan bu yatırımlar ülkenin gelişmesini ve ekonomik kalkınmasının gerçekleşmesini sağlar.

Menkul kıymet borsaları ile halkın tasarruflarının şirketlere sermaye olarak çekilmesi sağlanmaktadır. Bankacılık sisteminden alınan yüksek riskli ve kısa vadeli krediler yerine, şirketler açısından çok daha düşük riskle uzun vadeli kaynak sağlanmaktadır. Bu kaynakların yatırıma dönmesi ulusal ekonominin gelişmesini sağlamaktadır. İMKB verilerine göre 1986–1999 döneminde halka açılan şirketlere borsa yolu ile yaklaşık 18 milyar dolarlık bir kaynak sağlanmıştır. Ayrıca borsaya açılan şirketlerin değerleri artmış ve bu şirketlerin öz kaynakları güçlenmiştir.<sup>165</sup>

Bir borsanın gelişme düzeyini ve ülke ekonomisinde ne derece önemli olduğunu anlamak için piyasa kapitalizasyonunun GSMH'ye oranı önemli bir ölçüttür. Borsamızın ekonomik önemini, büyüklüğünü ve derinliği hakkında fikir vermesi açısından anlamlıdır.

---

<sup>164</sup> BENGİN. **a.g.t.** 1993.s.106

<sup>165</sup> KARAN. **a.g.e.** 2001. s. 33



Aşağıdaki tablo incelendiğinde bu oranları görmek mümkündür.

**Tablo 11: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Kapitalizasyonu ve GSMH’ YE Oranı**

Tarih	Takasbankta Saklı Hisseler (1)			İşlem Gören Şirketlerin Toplam Piyasa Kapitalizasyonu		
	Şirket Sayısı	Piyasa değeri (Milyon YTL)	Yabancı Payı (Yüzde)	(Milyon YTL)	(Milyon Dolar)	Toplam/GSMH Oranı (Yüzde)
2003 Aralık	285	23.563	51,5	96.073	68.828	26,9
2004 Aralık	297	37.641	54,9	132.556	98.073	30,9
2005 Ocak	297	40.970	56,9	144.116	108.472	-
Şubat	297	42.275	58,0	148.600	116.312	-
Mart	297	38.239	57,8	134.350	99.866	30,3
Nisan	299	36.980	59,6	123.820	89.504	-
Mayıs	300	39.178	59,1	133.120	98.309	-
Haziran	298	43.000	60,8	141.328	106.038	30,9
Temmuz	300	46.888	62,8	156.257	118.349	-
Ağustos	299	48.262	63,9	163.230	121.234	-
Eylül	300	53.950	65,8	174.322	129.965	36,9
Ekim	301	50.810	64,7	167.685	125.063	-
Kasım	303	64.152	67,1	207.153	153.549	-
Aralık	304	68.389	66,3	218.318	162.814	44,9
2006 Ocak	304	76.789	67,7	242.766	184.053	-
Şubat	306	82.513	67,3	260.194	199.367	-
Mart	306	75.478	66,1	237.563	177.180	-
Nisan	308	76.396	66,1	244.414	185.923	-
Mayıs	311	69.760	65,1	216.525	138.896	-

**Kaynak:** İMKB Aylık Bülteni, Takasbank, Merkezi Kayıt Kuruluşu, DPT

(1) Takasbank saklama bakiyelerine ait verileri göstermektedir. 28 Kasım 2005 tarihinden itibaren söz konusu veri Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından ilan edilmektedir

1989 yılındaki Piyasa kapitalizasyonu 6,8 milyar USD, GSMH 80,3 milyar USD Piy. Kap./GSMH oranı ise % 8,5 düzeyinde olduğu düşünülürse tablo bu konudaki gelişmeyi yoruma gerek kalmayacak şekilde ortaya koymaktadır.<sup>166</sup>

Ancak İMKB’deki piyasa kapitalizasyonunun GSMH oranı gelişmiş borsalardaki oranın %60-65 aralığında olduğu düşünülürse daha katedilecek yolun bir hayli uzun olduğu görülür.<sup>167</sup> Buna bir de gelişmiş ülkelerin GSMH ile orantılı olduğu düşünülürse, ülkemizin hem piyasa kapitalizasyonu hem de GSMH hacimleri bakımından gelişmekte olan borsalar kategorisinde bir süre daha yer alacağı öngörülmektedir.

<sup>166</sup> ÖKTE. a.g.t., 1994. s. 114

<sup>167</sup> İktisadi Araştırmalar Vakfı İMKB’nin Türk Ekonomisindeki Yeri. İst. 1992 s.122

Ekonomilerde yaşanan ileriye dönük belirsizlikler riskin artması dolayısıyla, piyasada faizlerin yükselmesine yol açar. Fon arz edenler ileriye göremedikleri için kısa vadelerde borç vermeyi tercih ederler. Böyle bir ekonomik ortamda, sonsuz vadeli hisse senedi piyasalarına talep düşer. Hisse senedi piyasaları, kısa vadede yüksek getiri bekleyen, risk almayı seven spekülâtorlerin eline geçer. Risk sevmeyen büyük bir yatırımcı topluluğu, riski az ve beklenen enflasyonun üzerinde bir geliri sağlayan kamu (devlet) iç borçlanma senetlerine yönelirler.<sup>168</sup>

Temel ekonomik göstergelerin olumlu yönde gelişmediği bir dönemde, borsa endeksindeki hızlı yükselişlerin, İMKB'nin bir anlamda yeterince etkin olmadığı bir göstergesidir. Temel ekonomik göstergelerde olumlu ve istikrarlı gelişmeler yaşanmadığı sürece borsadaki yükselişler ani ve geçici olurken volatilitenin de yükselmesine sebep olmaktadır.

Sermaye piyasasından ve İMKB'den istenilen verimin alınabilmesi için önce temel makro ekonomik göstergelerin düzelmesi, enflasyonun ve faizlerin aşağıya çekilmesi, bunun içinde daha önce bahsedilen bütçe açıklarına sebep olan unsurların ortadan kaldırılması gerekmektedir. Makro ekonomik göstergelerde düzelme ve istikrar sağlandığı sürece, borsadan uzun vadeli ve istikrarlı bir yükseliş trendi ve etkinliğinin artması beklenebilir.<sup>169</sup>

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. Bu kuruluşlar, bu kaynağı ya para piyasasının en büyük işlerliğinin gerçekleştiği bankalardan ya da sermaye piyasasının can damarından, 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.<sup>170</sup>

Diğer taraftan, bu kaynak ihtiyacını karşılayan bir kesim (tasarruf sahipleri) bulunmaktadır. Bu kesim tasarruflarını çeşitli şekillerde, dolaylı olarak bankalar kanalıyla ve dolaysız olarak da

<sup>168</sup> DOĞU, Murat. **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**. SPK Yayını, Ank.1996, s. 92-93

<sup>169</sup> DOĞU. **a.g.e.** 1996. s.93

<sup>170</sup> PARMAKSIZ. **a.g.t.** 1994 s.144

menkul kıymetlere ve gayrimenkullere 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.

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) nakde 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.<sup>171</sup>

İstanbul menkul kıymetler Borsası'nın gelişmesiyle birlikte yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi konularda başarılı örnekler çoğalmaya başlamıştır. Özellikle küçük tasarrufçu aracı kurumların sunmakta olduğu bu hizmetlerden giderek daha geniş ölçüde yararlanmaya başlamıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın New York 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'nda son 3–4 yılda tasarrufların diğer alternatif yatırım araçlarından uzaklaşması ve hisse senedi piyasasına yöneldiğini görüyoruz. Bu da hükümetin enflasyonu tek hanelere indirme, yüksek faizleri geriye çekme, bütçe dengelerini kurma, dövize istikrar kazandırma (dalgalı kur politikası), GSMH gelişmeler, siyasi istikrar ve önemli çaptaki özelleştirme uygulamalarının bir sonucudur. Bu durumu İşlem hacmi ve endeksteki yükselişlerden

---

<sup>171</sup> PARMAKSIZ. a.g.t., 1994. s. 145–146

anlamak mümkündür.

İşlem hacmi borsada belli bir süre boyunca el değiştiren hisse senetlerinin toplam değerinin Amerikan Doları veya YTL cinsinden veya adet olarak ifade edilmesidir. İşlem hacminin yüksek olması menkul kıymet borsaları için önemli bir unsurdur.<sup>172</sup>

İşlem hacmi piyasanın önemli göstergelerindedir Toplam işlem hacmi, talepteki canlanma ve durgunlukları yansıtan bir göstergedir. Yani parasal olarak piyasadaki talebi temsil etmektedir.<sup>173</sup>

Aşağıdaki tabloda 1986 – 2006 ilk 8 ayı arasındaki toplam işlem hacimleri verilmiştir.

**Tablo 12: Yıllara Göre İKMB İşlem Hacimleri**

	ULUSAL PAZAR		İKİNCİ ULUSAL PAZAR		YENİ EKONOMİ PAZARI (*)		GÖZALTI PAZARI		TOPLAM		GÜNLÜK ORTALAMA	
	Hisse Senedi		BYF		Milyon YTL	Milyon ABD\$	Milyon YTL	Milyon ABD\$	Milyon YTL	Milyon ABD\$	Milyon YTL	Milyon ABD\$
	Milyon YTL	Milyon ABD\$	Milyon YTL	Milyon ABD\$								
1986	0,01	13	—	—	—	—	—	—	0,01	13	0	0
1987	0,10	118	—	—	—	—	—	—	0,10	118	0	0
1988	0,15	115	—	—	—	—	—	—	0,15	115	0	0
1989	2	773	—	—	—	—	—	—	2	773	0,01	3
1990	15	5.854	—	—	—	—	—	—	15	5.854	0,06	24
1991	35	8.502	—	—	—	—	—	—	35	8.502	0,14	34
1992	56	8.567	—	—	—	—	—	—	56	8.567	0,22	34
1993	255	21.770	—	—	—	—	—	—	255	21.770	1	88
1994	651	23.203	—	—	—	—	—	—	651	23.203	3	92
1995	2.372	52.311	2	46	—	—	—	—	2.374	52.357	9	209
1996	2.941	36.698	84	976	5	59	1	5	3.031	37.737	12	153
1997	8.907	57.178	90	587	29	184	22	155	9.049	58.104	36	231
1998	17.851	69.696	119	465	56	218	4	17	18.030	70.396	73	284
1999	36.390	82.931	391	894	20	46	77	162	36.877	84.034	156	356
2000	110.056	180.123	958	1.554	22	36	130	220	111.165	181.934	452	740
2001	92.542	79.945	469	376	—	—	107	79	93.119	80.400	375	324
2002	105.149	69.990	818	549	—	—	336	218	106.302	70.756	422	281
2003	145.489	99.406	999	658	—	—	157	102	146.645	100.165	596	407
2004	206.658	146.511	1.335	947	305	209	125	88	208.423	147.755	837	593
2005	263.656	197.074	2.245	1.675	2.980	2.226	925	694	269.931	201.763	1.063	794
2006	227.238	162.122	2.633	1.874	3.088	2.236	547	406	233.580	166.692	1.399	998
Ocak	26.897	20.314	294	222	404	305	44	33	27.654	20.885	1.627	1.229
Şubat	32.262	24.479	463	351	603	458	204	155	33.553	25.458	1.678	1.273
Mart	36.087	27.156	313	236	494	371	121	92	37.028	27.865	1.610	1.212
Nisan	27.299	20.568	272	205	460	346	88	66	28.129	21.193	1.406	1.060
Mayıs	32.016	22.280	413	285	359	256	31	22	32.824	22.847	1.492	1.038
Haziran	30.607	19.259	338	213	280	175	29	18	31.259	19.668	1.421	894
Temmuz	21.142	13.706	208	135	261	169	14	9	21.627	14.021	1.030	668
Ağustos	20.927	14.360	331	227	226	154	16	11	21.505	14.756	978	671

NOT: YTL değerlerinin ABD\$'na çevrilmesinde T.C.Merkez Bankası'nın günlük efektif alış kuru kullanılmaktadır.

(\*)Yeni Ekonomi Pazarı 03.03.2003 tarihinden itibaren faaliyete geçmiş olup, bu tarihten önceki veriler Yeni Şirketler Pazarı'na aittir.

Kaynak: İmkb Aylık Bülteni Ağustos. 2006

Tablo incelendiğinde 1986 yılında 0,01 Milyon Ytl den 2005 sonu 263,656 Ytl ye yükselmiş. 2006 yılının ilk 8 ayında ise işlem hacmi 227,238 Ytl olmuştur.

<sup>172</sup> UYAN, Birgül. **Hisse Senedi Endekslerinin Makro Ekonomik Değişkenleri ile Analizi: İMKB'DE Bir uygulama.** K. S. Ü. S. B. E. İ. A. D. Kahramanmaraş 1999. s 40

<sup>173</sup> UYAN. **a.g.t.** 1999 s.62

İMKB aylık bülteninde (Ağustos 2006) Endeks verileri incelendiğinde Ulusal – 100 Endeksi Ocak 1988 de 1 eşit kabul edilerek hesaplandığında 1986 yılında 1,71 eşitken, 1990 yılında 32.56, 1999 da 15.208.78, 2003 de 18.625.02, 2005 sonu ise 39.777.70'e yükselmiştir.<sup>174</sup>

Ülke ekonomilerinde ki gelişmeler uzun döneme göre incelendiğinde bir takım iniş ve çıkışların varlığı gözlenir. Birbirini izleyen büyüme ve durgunluk dönemlerinden oluşan bu devresel hareketlerin şiddetini ve süresini devlet azaltmaya veya kısaltmaya çalışır. Yatırımcılar, devresel hareketlerde ki dönüm noktalarını saptayarak hisse senetlerini fiyatları düşükken alıp, yüksekken satmak ister.<sup>175</sup>

Borsa yerine getirdiği fonksiyonlarla mikro düzeyde yatırımcıya ve menkul kıymetleri arz edenlere, makro düzeyde ise sermaye piyasasının daha etkin çalışmasına ve gelişmesine katkıda bulunarak tüm ekonomiye faydalar sağlarlar. Dolayısıyla düzgün işleyen borsa Türkiye için son derece önemlidir.<sup>176</sup>

Hisse senedi piyasasında siyasi çalkantıların ve belirsizliklerin çok önemli etkileri söz konusudur. Hisse senedi piyasasındaki riskler makro ekonomik nedenlerden kaynaklanmıyorsa önceki cümlede belirtilen siyasi risklerin önemi ortaya çıkmaktadır.<sup>177</sup>

Türkiye'de 1980'li yıllardan itibaren artan kamu açıkları ve bu açıkların finansmanında borçlanmanın tercih edilmesi kamu menkul kıymet stoklarının hızla artmasına neden olmuştur. 1986 yılı sonunda 4,1 milyar dolar düzeyinde olan kamu menkul kıymet stokları 2005 yılı sonunda 180,5 milyar dolara yükselmiştir. Özel sektör menkul kıymet stokları da 1980'li yıllarda sermaye piyasası ile ilgili düzenlemelerin yapılması ve İMKB'nin açılmasıyla hızla artmıştır. 1986 yılı sonunda 1,2 milyar dolar düzeyinde olan özel sektör menkul kıymet stokları 2005 yılı sonunda 22,7 milyar dolara yükselmiştir.

1991 yılına kadar özel kesim menkul kıymet stoklarının artış hızının kamu menkul kıymet stoklarından fazla olması, söz konusu yıla kadar toplam menkul kıymet stokları içinde özel sektör menkul kıymet stoklarının payının artmasıyla sonuçlanmış ve 1986 yılında %23,2 olan özel sektör menkul kıymet stoklarının payı 1991 yılında %43,9'a kadar yükselmiştir. Ancak 1991 yılından

<sup>174</sup> İMKB Aylık Bülten Ağustos 2006. s. 13

<sup>175</sup> ERDEM, Eylem. **Makroekonomik Değişkenlerin İMKB Endeksi Üzerine Etkilerinin İstatistiksel ve Ekonometrik Açından İrdelenmesi**. M.Ü. B.S.E.S.P.B.A.D. İst. 2002. s.9

<sup>176</sup> TANRIYAKUL, M. Ertan. **Menkul kıymet Borsaları ve Türkiye İçin Önemi**. O.D.T.Ü. İ. İ B. F. Ank. 1985. s.24

<sup>177</sup> YÜZBAŞ, Fatih. **Makro Ekonomik Göstergelerin Borsa Endeksi Volatilitesi Üzerine Etkileri**. G.Ü. S.B.E. E. A.B.D. Ankara 2002. s. 12

sonra kamu menkul kıymet stoklarının artış hızının yükselmesi buna karşın özel sektör menkul kıymet stoklarında (dolar değerlerinde) 1998 yılına kadar genel olarak gözlenen düşüş, özel sektör menkul kıymet stoklarının payında önemli bir gerilemeye neden olmuştur. 2005 sonu itibarıyla toplam stok içinde %11,2 paya sahip olan özel sektör menkul kıymetlerinin tamamını hisse senetleri oluşturmaktadır.<sup>178</sup>

Aşağıdaki tabloda menkul kıymet stokları ile ilgili veriler daha ayrıntılı verilmiştir.

**Tablo 13: Menkul Kıymet Stokları**

KAMU SEKTÖRÜ				ÖZEL SEKTÖR				TOPLAM				
Yıllar	Milyon YTL	Milyon \$	Toplam İçindeki Pay (%)	GSMH'YE Oran (%)	Milyon YTL	Milyon \$	Toplam İçindeki Pay (%)	GSMH'YE Oran (%)	Milyon YTL	Milyon \$	Toplam İçindeki Pay (%)	GSMH'YE Oran (%)
1986	3.1	4,105	76.8	5.4	0.9	1,240	23.2	1.6	4.0	5,346		7.0
1987	5.4	5,266	71.7	6.0	2.1	2,076	28.3	2.4	7.5	7,341	37.3	8.4
1988	8.4	4,637	68.9	5.1	3.8	2,096	31.1	2.3	12.2	6,733	-8.3	7.5
1989	15.5	6,701	65.8	6.2	8.1	3,487	34.2	3.2	23.5	10,187	51.3	9.4
1990	25.4	8,667	61.1	5.7	16.1	5,514	38.9	3.6	41.5	14,181	39.2	9.3
1991	44.7	8,808	56.1	5.8	35.0	6,888	43.9	4.5	79.7	15,695	10.7	10.3
1992	135	15,764	69.0	10.0	60.7	7,094	31.0	4.5	196	22,857	45.6	14.5
1993	270	18,681	70.7	10.5	112	7,749	29.3	4.3	382	26,430	15.6	14.8
1994	598	15,563	82.0	11.8	131	3,407	18.0	2.6	729	18,970	28.2	14.3
1995	1,202	19,693	80.3	11.6	295	4,839	19.7	2.8	1,498	24,532	29.3	14.4
1996	2,849	26,500	86.6	14.5	441	4,106	13.4	2.2	3,290	30,606	24.8	16.7
1997	6,093	29,759	86.7	15.5	931	4,548	13.3	2.4	7,025	34,308	12.1	17.8
1998	11,789	37,699	86.1	18.3	1,899	6,072	13.9	2.9	13,688	43,771	27.6	21.2
1999	23,303	43,146	86.0	23.3	3,796	7,028	14.0	3.8	27,099	50,173	14.6	27.1
2000	36,802	54,784	84.3	27.2	6,868	10,224	15.7	5.1	43,670	65,008	29.6	32.3
2001	122,930	85,394	92.1	57.6	10,517	7,306	7.9	4.9	133,447	92,699	42.6	62.5
2002	150,939	92,345	92.0	51.3	13,177	8,062	8.0	4.5	164,115	100,407	8.3	55.8
2003	196,004	140,421	91.6	58.7	18,008	12,901	8.4	5.4	214,012	153,322	52.7	64.1
2004	227,415	169,447	90.0	56.6	25,186	18,766	10.0	6.3	252,601	188,214	22.8	62.8
2005	248 773	180 531	88.8	50,0	31 244	22 673	11 2	63	280 017	203 205	8 0	563

**Kaynak:** SPK 2005 Faaliyet Raporu

<sup>178</sup> SPK. Faaliyet Raporu. 2005 s. 33

Yukarıdaki tabloda yıllar itibarıyla menkul kıymet stoklarında artış görülmektedir. Borsadaki şirketlerin değerinin GSMH'ye oranında aynı doğrultuda artışını sürdürmektedir. Bir ülkedeki menkul kıymet stokunun büyüklüğü ve bunun parasal değeri ülke borsaları için önemli veriler oluşturmaktadır.

Bir şirketin piyasa değeri, o şirketin hisse senetlerinin borsada oluşan piyasa fiyatının, dolaşımdaki hisse senedi sayısı ile çarpılmasıyla bulunan miktardır. Piyasa kapitalizasyonu ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Piyasanın toplam değeri ise borsaya kote şirketlerin piyasa değerlerinin toplamından oluşmaktadır. Piyasaların büyüklüğünü ölçmede kullanılmaktadır.

Piyasa değeri borsalar arası karşılaştırmalarda kullanılan önemli göstergelerden biridir. Ayrıca bu göstergenin GSMH oranı borsanın ekonomi içindeki payını yansıtmaktadır. Piyasa değerindeki büyümenin, endeksteki hareketlerden mi, yoksa gerek sermaye artırımları yoluyla gerekse halka ilk arzlar yoluyla piyasaya giren hisse senedi miktarındaki artışlardan mı kaynaklandığının tespit edilmesi, anılan piyasaların gelişme sürecinin neresinde olduğunun daha doğru anlaşılmasını sağlayacaktır. Menkul kıymetler borsasında halka açıklık oranı da fiyat ile birlikte piyasa değerinin belirleyicisidir. Fiyatın piyasa değerini belirleyen bir faktör olması endeksteki yükseliş ve düşüşlerin piyasa değerine yansımaya neden olmaktadır. Aynı şekilde piyasa değerinin yükselmesi veya düşmesi de endekse yansımaktadır. Çünkü endeks hesaplamalarında piyasa değeri kullanılmaktadır. 1983'ün sonuna kadar New York Borsası'nda en az dolar değerine (kapitalizasyonuna) sahip olan hisse senetlerinin fiyatları sadece yüzde 50 artarken, değer (kapitalizasyon) oranları yüksek olanların fiyatları yüzde 167 oranında artmıştır.' Bu nedenle yatırımcılar için hissenin derinliği de önemli bir faktördür. Özellikle yabancı yatırımcılar, yatırım yaparken hissenin derinliği kriterine büyük önem vermektedirler. Portföylerindeki hisselerin o ülke borsası endeksi kadar getiri sağlaması yabancı fonlar için yeterli olmaktadır. Piyasa değeri ile işlem hacmi arasında beklenen bir ilişki vardır.<sup>179</sup>

---

<sup>179</sup> UYAN. a.g.t 1999. s.42

Aşağıdaki tabloda İMKB'nin piyasa değeri ile ilgili veriler bulunmaktadır.

**Tablo 14: İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değerleri (Milyon YTL)**

Yıl	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1986	0,38	0,47	0,42	0,40 0,45	0,45	0,45	0,46	0,57	0,58	0,61	0,66	0,71
1987	0,89	1,15	1,03	1,06	1,57	2,00	4,30	4,89	4,37	3,27	4,28	3,18
1988	4	3	3	3	3	2	3	2	2	2	2	2
1989	2	3	3	3	4	5	5	5	10	11	10	16
1990	26	25	23	24	28	41	70	68	71	66	53	55
1991	65	77	69	60	61	63	56	59	55	52	75	79
1992	91	68	77	69	62	82	80	80	79	75	78	85
1993	94	130	129	187	191	246	232	286	368	369	470	546
1994	540	402	359	374	374	507	578	690	715	716	839	836
1995	781	887	1.177	1.322	1.352	1.419	1.535	1.330	1.269	1.471	1.222	1.265
1996	1.657	1.997	2.213	2.176	2.033	2.380	2.301	2.270	2.542	2.771	3.184	3.275
1997	5.245	5.384	5.662	4.988	5.525	6.423	7.172	7.335	9.614	10.156	10.543	12.654
1998	13.544	12.148	12.425	16.066	14.802	16.266	16.879	10.346	9.341	8.809	10.375	10.612
1999	10.504	15.752	18.348	21.360	20.412	19.819	23.913	21.388	25.638	26.906	33.823	61.137
2000	67.590	64.076	64.198	76.004	64.519	58.216	67.440	63.431	54.629	65.280	42.802	46.692
2001	51.627	43.143	40.039	59.269	52.676	54.022	48.527	49.143	37.952	49.782	58.189	68.603
2002	65.670	55.375	57.825	56.837	52.531	49.294	55.510	51.672	48.004	55.479	71.993	56.370
2003	60.417	62.346	51.935	62.515	61.180	58.036	56.044	61.414	67.657	81.084	75.883	96.073
2004	89.264	98.049	104.719	94.332	89.463	95.225	101.953	105.285	115.964	124.787	120.668	132.556
2005	144.116	148.600	134.350	123.820	133.120	141.328	156.257	163.230	174.322	167.685	208.548	218.318
(Milyon ABDS)												
1986	657	797	632	611	661	672	685	843	844	824	878	938
1987	1.195	1.505	1.326	1.329	1.913	2.353	4.895	5.479	4.692	3.440	4.417	3.125
1988	3.569	2.905	2.674	2.107	2.020	1.696	1.783	1.578	1.374	1.293	1.237	1.128
1989	1.100	1.384	1.267	1.450	1.790	2.205	2.134	2.487	4.254	4.781	4.459	6.756
1990	10.911	10.269	9.353	9.500	10.706	15.493	26.355	25.438	25.915	23.917	18.742	18.737
1991	21.391	23.147	18.624	15.136	15.145	14.556	12.800	12.745	11.632	10.560	14.945	15.564
1992	16.613	11.679	12.329	10.411	9.060	11.936	11.315	11.329	10.824	9.604	9.444	9.922
1993	10.784	14.266	13.668	19.443	18.728	22.689	20.274	24.345	30.488	28.529	34.248	37.824
1994	31.401	22.014	16.253	11.191	11.802	16.290	18.646	20.967	21.019	20.017	23.119	21.785
1995	19.360	21.575	28.196	31.315	31.879	32.433	34.304	27.949	26.151	29.038	22.597	20.782
1996	26.644	30.568	31.480	29.404	26.220	29.390	27.804	26.546	28.043	29.157	31.510	30.797
1997	45.595	44.374	44.891	37.093	39.632	43.846	45.221	44.334	55.702	56.415	54.540	61.879
1998	63.311	53.235	51.680	64.753	57.935	61.442	62.991	37.453	33.900	31.002	34.485	33.975
1999	31.863	45.034	50.223	55.124	50.741	47.425	56.188	48.292	55.801	56.408	66.012	114.271
2000	121.703	111.897	109.197	125.445	105.211	94.117	106.412	97.456	82.400	95.778	62.723	69.507
2001	76.069	46.893	39.260	52.133	43.703	43.152	36.702	36.207	25.008	31.383	39.506	47.689
2002	50.344	39.979	43.254	42.704	36.556	31.436	32.905	31.892	29.106	33.394	46.924	34.402
2003	36.966	39.274	30.570	39.916	43.122	41.258	39.724	44.125	48.906	54.865	51.659	69.003
2004	66.811	74.258	79.981	66.604	60.003	64.347	69.753	70.140	77.500	84.940	84.679	98.073
2005	108.472	116.312	99.866	89.504	98.309	106.038	118.349	121.234	129.965	125.063	154.583	162.814

**Kaynak:** İMKB 2005 Faaliyet Raporu



Aşağıdaki tabloda İMKB 100 Endeksinin aylık ve yıllık bazda getirisi hem nominal hem de reel getiri olmak üzere yüzde (%) değişimi verilmiştir.

**Tablo 15: İMKB 100 Endeksinin Getirisi**

Dönemler	Aylık Bazda			Yıllık Bazda			(Yüzde) Dolar Bazında Nominal Getiri	
	Nominal Getiri	Reel Getiri		Nominal Getiri	Reel Getiri		Aylık	Yıllık
		ÜFE	TÜFE		ÜFE	TÜFE		
2003- Aralık	26,8	26,2	26,2	78,7	-	-	34,4	110,8
2004- Aralık	11,1	12,3	10,7	34,7	16,8	23,2	17,1	38,1
2005- Ocak	9,4	9,9	8,8	58,4	43,0	45,0	11,3	61,0
Şubat	3,9	3,8	3,9	50,3	35,9	38,3	8,0	55,4
Mart	-10,0	-11,1	-10,2	26,6	13,7	17,3	-14,5	23,2
Nisan	-7,7	-8,8	-8,3	30,9	18,8	21,0	-10,2	34,0
Mayıs	7,0	6,8	6,0	47,7	39,9	35,9	9,3	62,7
Haziran	6,8	7,3	6,7	50,0	43,9	37,7	8,5	66,6
Temmuz	9,9	10,7	10,5	52,8	46,6	41,7	10,9	69,2
Ağustos	4,4	3,3	3,5	52,9	46,5	41,7	2,3	70,4
Eylül	7,8	7,0	6,8	51,8	45,5	40,6	8,3	69,4
Ekim	-4,1	-4,8	-5,8	39,6	36,1	29,8	-4,1	52,9
Kasım	19,2	20,3	17,5	69,4	66,7	57,4	18,4	78,9
Aralık	4,4	4,5	4,0	59,3	55,2	47,9	5,1	60,6
2006-Ocak	12,1	9,9	11,3	63,2	55,2	51,2	14,0	64,3
Şubat	5,4	5,2	5,2	65,6	57,3	53,1	6,6	62,1
Mart	-8,7	-9,0	-9,0	67,9	61,1	55,2	-11,2	68,5
Nisan	2,3	0,3	0,9	86,0	77,2	70,9	4,3	95,7
Mayıs	-13,1	-15,4	-14,7	51,1	40,4	37,5	-26,7	31,2

Kaynak: TÜİK, İMKB DPT Aylık Bülten. Haziran 2006

(\*) Getiri, dönem sonu itibarıyla bir önceki dönem sonuna göre hesaplanmaktadır.

Borsaların ekonomik etkisi bakımından incelenmesi gereken göstergelerden biride getiri

düzevidir. Getirisi yüksek olma bir borsa için önemli bir kriterdir. Borsanın gelişimi ve talebini arttıran bir unsurdur. Ancak yüksek getiri beraberinde yüksek kayıpları getirme riskini de arttırmaktadır. Buda borsanın derinlik, genişlik ve esneklik düzeyi ile doğru orantılı olarak risk seviyesini belirlemektedir.

Son olarak gelişen bir borsa olan İMKB'nin Dünya borsaları içerisindeki konumunu belirlemeye çalışarak ekonoMikekonomik etkileri ile ilgili düşüncelerimizin olgunlaşmasına çalışılacaktır.

TürkiyedeTürkiye'de Borsanın tarihi ile ilgili çalışmamızın içindeki bölümler incelendiğinde 1854 Kırım Harbi dolayısıyla çıkarılan borçlanma tahvillerine eskiler dayanan bir borsa kavramını görürüz. Fakat kesintiler, borsada azınlıkların etkisi, borç amaçlı çıkarılan tahviller gibi günümüz borsaları anlamında bir yapıda sahip olmadığı görülmektedir.

Modern anlamda İlk borsa olarak kabul edebilceğimiz edebileceğimiz İMKB tarihi çok eskilere dayanmayan genç bir borsadır. Aşağıda verilen tabloda karşılaştırmalı olarak Avrupa, Afrika ve Ortadoğu borsalarının 2004- 2006 Temmuz itibariyle5 yıllarına ait şirket sayıları, Piyasa değerleri ve işlem hacimleri Amerikan Doları cinsinden verilmiştir.

### **Tablo 16: Dünya Borsaları**

**Kaynak:** İMKB Aylık Bülten Ağustos 2006 RMD: Rakam mevcut değil

### 4.3. ÖZELLEŞTİRME VE İMKB

#### 4.3.1. Özelleştirmenin İMKB'ye Etkisi

KİT'lerin mevcut veya yeni ihraç edilecek hisse senetlerinin satışı suretiyle özelleştirilmesinin, özellikle bu satışın çalışanlar, emekliler, küçük tasarruf sahipleri v.b. ne yapılması halinde sermaye piyasasının gelişmesine çok olumlu katkılarda bulunacağı ayrıca menkul kıymet arzını arttırarak ikincil piyasanın canlanmasına da katkıda bulunacağı ortak kabul gören bir görüştür. Bunu yanında halka açık şirket sayısının artması, menkul kıymetlerin halka arzında aracılık yüklenilmesi faaliyetinin devreye girmesi ve belki de Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ile diğer kurumsal tasarruf mekanizmalarının harekete geçirilmesini de sağlayabilecektir.<sup>180</sup>

Özelleştirilen tüm KİT'lerin hisse senetlerinin Menkul Kıymet Borsası aracılığı ile halka açılmadığını biliyoruz. Ancak özelleştirilen KİT'in çıkarılan hisse senetleri Borsada satılmasa bile satıştan bir veya birkaç gün sonra Borsa'ya girmektedir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın mevcut büyüklüğünü dikkate alırsak yapılacak özelleştirmede arz edilen hisse senetlerinin Borsayı olumsuz yönde etkileyebileceğini hesaba katmalıyız. Fiyat genel seviyesi yani borsa endeksi bunların başında gelmektedir. Talepten fazla yapılacak bir arz borsadaki diğer hisse senetlerinin fiyatlarında etkileyebilecektir.<sup>181</sup>

Borsamızın yeni kurulmuş genç ve dünya borsalarına nazaran küçük bir borsa olduğunu gözden uzak tutmamalıyız, menkul kıymet işlem hacminde hisse senetlerinin de henüz çok fazla yer tutmaması borsada yapılacak bir özelleştirmeyi güçleştirmektedir. Türk sanayinin önemli ve sağlıklı çıkış noktalarından birisinin de sermaye ve hisse senedi piyasaları olduğu gerçeğini de kabul ettiğimize göre konu üzerinde ciddi olarak durulması gerekir.

Türkiye'de hisse senedi piyasaları neden gelişmemektedir sorusuna cevap bulduktan sonra yapılacak bir özelleştirme bu sorunun çözümünde yardımcı olacaktır. Çarpık ve istikrarsız faiz politikası, devletin yüksek faizli iç borçlanmaya yönelişi, yüksek enflasyon, hisse senedi bilincinin ve mülkiyetinin yaygın olmayışı ve halka açık şirket olgusuna gereken önemin verilmemiş olması bu sebeplerden bir kaçıdır.

Sorun sadece şirketlerin halka açılması değil, aynı zamanda sınaî mülkiyetin tabana

<sup>180</sup> SARAÇ, Kenan. **Özelleştirme ve İMKB** İ.Ü.S.B.E.İ.F.B. İst. 1992. s. 121-122

<sup>181</sup> <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.html>

yayılmasını sağlamaktır. Bu bakımdan özelleştirme olayı, Türk sermaye piyasasının içinde bulunduğu pek çok soruna çözüm getirecek bir uygulama olacaktır. Özelleştirme ile taraftan hisse senedi piyasasının içinde bulunduğu arz yetersizliği sorununa çözüm gelirken, ülke çapında yaratacağı yankı ve çalışanları da kapsayacak uygulama yöntemi ile sınaî mülkiyetin tabana yayılmasına da öncülük edecektir. Hisse senedi yatırım alışkanlığının geniş kitlelere kazandırılması ile sermaye piyasasının gelişiminin hızlandırılması da mümkün olacaktır.

Özelleştirme Sermaye Piyasası ilişkisinde konunun tartışılacak diğer boyutları da şunlardır:

Özelleştirilecek şirketin hisse senetlerine aktarılacak fonun, henüz piyasaya çıkmamış, atıl fonlar mı olduğu yoksa malî piyasalara daha önceden çıkmış fonların, buralardan mı çekilip bu menkul kıymetlere aktarıldığıdır. Özelleştirme programı, henüz malî piyasalara çıkmamış fonları değerlendirebildiği ölçüde başarıya ulaşacaktır. Türk halkının tasarruflarını sırasıyla altın, banka faizi, gayrimenkul ve dövize yatırdıkları hisse senedi, gelir ortaklığı senedi ve tahvilin son sıralarda yer aldığı dikkati çekmektedir. Halkımızın altın ve gayrimenkul gibi verimsiz yatırım araçlarını bu derece çok tercih etmeleri hisse senedi bilincinin gelişmemesi ve daha önce yaşanan kötü tecrübelerden dolayıdır.

Bir diğer konu ise halka arz edilen bu menkul kıymetlerin yatırımcılar için en az alternatif diğer yatırım alanlarındaki (eş-benzer risk grubu olmak kaydıyla) kadar geliri sağlayıp sağlayamayacağıdır.

Özelleştirilecek kamu kuruluşunu seçiminde her türlü ihtimal hesaplanmalı sermaye piyasası tarafından rağbet göreceği kuşku duyulan kamu kuruluşu hiçbir şekilde öne alınmamalıdır. Başarısızlık daha sonra yapılarak özelleştirmeyi etkileyeceği gibi sermaye piyasalarının aşırı hassaslığı, başarısızlığı daha da vahim boyutlara taşıyacaktır.

Kâr eden kuruluşların özelleştirilebileceği daha önce söylenmişti. Ancak hisse senedi yoluyla özelleştirmede bu nokta daha da önem taşımaktadır. Bütün gayretlere rağmen kuruluşta karlılık sağlanamıyorsa lüzumsuz şekilde bu müessese üzerinde ısrar etmek diğer özelleştirilen veya özelleştirilecek olan kamu kuruluşlarına da güveni sarsacağı için bu kuruluşların anonim şirket haline getirilip hisselerinin satışa arz edilmesinden vazgeçilmeli, tesis gayrimenkul olarak direkt satış yöntemiyle satışa arz edilmelidir.<sup>182</sup>

Bilindiği gibi hisse senedi ile satışta underwriting uygulaması geniş çapta kabul gören bir

---

<sup>182</sup> SARAÇ. a.g.t. 1992. s. 123-124

uygulamadır. Ülkemizde de Teletaş'ın özelleştirilmesinde uygulanmış ve başarılı sonuçlar alınmıştır. Underwriting uygulaması sermaye piyasası açısından da önemlidir. Henüz gelişmemiş borsamızın fiyat seviyesinin korunması, yeni hisse senedi sahiplerine güven verilmesi, Halka açılacak olan özel şirketler için yeni bir yöntem olması açısından önemlidir. Ülkemizde yapılan Underwriting uygulamasının genel hatlarıyla açıklamakta fayda vardır.

**Underwriting:** Menkul kıymet ihraç eden anonim şirketler bu menkul kıymetleri pazarlayan aracı kurumlar arasında gerçekleştirilen taahhüt niteliğinde satış sözleşmesidir.<sup>183</sup>

Özelleştirme işlemlerinde yapılması düşünülen uygulama esasları şöyledir. Satıştan önce tayin ve tespit edilmiş bulunan mali kurum/kurumlar, satış süresi sonunda bakiye kalan hisse varsa, bunları satıştan önce mutabakat sağlanmış bir fiyattan satın almayı taahhüt edeceklerdir. Bu taahhüt karşılığında, satılacak hisse senedinin ö/elliğine göre değişen ve taraflar arasında önceden belirlenen bir underwriting komisyonu ödenecektir. Bu komisyon miktarının satış tutarının yüzde 0,5-3,0 oranında olabileceği düşünülmektedir.

Underwriting yapan kurum ya da kurumlar, satış süresinin sonunda ve önceden belirlenen bir ek süre zarfında yine miktarı önceden belirlenen bir fon yardımı ile hisse senetlerinin fiyatlarının halka satış fiyatı altına düşmesini önleyecek düzeyde ve fon ile sınırlı olmak kaydıyla alım yapacaklar ve keza, aynı süre dahilinde gerek underwriting'den oluşan portföylerini ve gerekse fon aracılığı ile edindikleri portföyü tasfiye etmemeyi taahhüt edeceklerdir. Hisse senetlerinin piyasa değerleri halka satış fiyatının çok üstüne çıktığı hallerde, her iki kaynaktan edinilen portföyün halka satılmasına ilişkin uygulamaların mahiyet ve kapsamı KOİ Başkanlığı ile yapılan underwriting anlaşması çerçevesinde tesbit olunacaktır.

Underwriter'lerin seçiminde bu aracı kurumların malî yapısı dikkate alınarak, her birinin underwriting limiti KOİ tarafından kararlaştırılacaktır.

Underwriting yapan aracı kurum veya kurumlar aynı zamanda satıcı firma olarak da görev aldıkları takdirde, halkın satılmasına taleplerinin realize olan miktarı, underwriting limitini aşsa bile satılamayan hisse; senetlerinden başlangıçta taahhüt ettikleri miktara kadar olan satılmasına sorumlulukları devam edecektir.

Satışa arz olunan hisse senetlerinin fiyatlarının tesbitinde danışman olarak görev yapmış bankalar, bu hisse senetlerinin underwritingini yapamayacaklardır.

---

<sup>183</sup> SARAÇ. a.g.t. 1992. s.124

Destekleme Fonu hisse senetlerinin borsayı olumsuz etkilemesini önlemesi açısından önemlidir. KOİ Başkanlığı satışların tutan gibi, zamanlaması da sermaye piyasası ve borsa üzerinde olumsuz etki yaratmayacak şekilde planlamaktan sorumludur. Satışlar firma bazında tek tek yürütülecek, piyasaya arz edilecek miktar ekonominin genel şartları, sermaye piyasası ve borsanın şartları dikkate alınarak belirlenecektir.

Özelleştirme doğrudan borsada yapılabildiği gibi borsa dışında yapılıp hisse senedi daha sonra borsa kotuna da alınabilmektedir. Büyük çaplı arzlarda özelleştirmenin borsa dışında yapılması, underwriting uygulaması İMKB'nin korunması açısından olumlu ve uygundur. Batı ülkelerinde de esasen böyle olmuştur. Özelleştirilecek KİT hisse senetlerinin satış süresi sonuna kadar borsa kotasyonları yapılmayacağı için, kotasyon tarihine kadar satılmış olanlarının da borsaya intikali kısa sürede olmayacaktır. Prensipleri belirlenmiş fiyat destekleme politikası iki yönlü bir uygulamayı içermektedir.

1. Satışa konu kuruluşun, çalışanlarına yapılan taksitli satışlarda, bedelinin tamamı ödenmeden hisse senedinin teslimi düşünülmemektedir. Bu durumda alıcı hisse senetlerini hemen paraya çeviremeyecektir. Diğer taraftan garantör olup da portföyünde kalan hisse senedini, bu aracı kurumlar belirli süre ile portföylerinde tutmak zorunda kalacaklardır.

2. Underwriter'lerin destekleme fonu ile hisse senedi fiyatını koruyarak, fiyat istikrarını sağlamalarıdır. Yani market markerlik yapmalarıdır.<sup>184</sup>

Unutulmaması gereken konu, özelleştirilmiş kuruluşun hisse senedinin İMKB'de yaşamak ve ülkenin kendini kanıtlamış hisse senetleri ile rekabet edecek olmasıdır. Özelleştirme, fiyat politikası, destekleme politikası ve zamanlama yanında piyasanın emme gücü, dikkate alınarak uygulandığı takdirde amacına ulaşacak, İMKB'ye olumlu etkileri olacak ve hisse senedi piyasasının gelişimini hızlandıracaktır,

Özelleştirmede borsaya yapılacak arzın, borsadaki fiyatları etkilemesini önlemek amacıyla yapılabilecek bir uygulamada yabancı sermayeyi portföy yatırımı yapmaya ikna edilebilmektir. Böylece borsada doğacak arz fazlası yabancı sermayeye karşılanabilir.

#### **4.3.2. İMKB'nin Özelleştirmeye Etkisi**

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın özelleştirmedeki rolü dolaylı ve doğrudan olmak

---

<sup>184</sup> SARAÇ. a.g.t. 1992. s.126

üzere iki şekilde olmaktadır. Direk olarak oynadığı rol, söz konusu hisse senetlerinin halka satışının doğrudan doğruya borsada yapılışında sağladığı pazar olanağıdır. Dolaylı rolüne gelince, bu birincil piyasa ile ikincil piyasa arasındaki fonksiyonel ilişkiden kaynaklanmaktadır. Satışa çıkarılan senetlere gösterilen ilgi her şeyden 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 imkân yoktur. Özelleştirme işlemlerinin iyi sonuçlanması büyük ölçüde borsanın yarattığı pazar ve likidite olanaklarına bağlıdır.<sup>185</sup>

Türkiye’de ilk önemli özelleştirme hareketi 1988 Şubat sonunda, bir kamu iştiraki olan Telekomünikasyon Endüstri Ticaret Anonim Şirketi (Teletaş) hisselerinin satışıyla sahneye konmuştur. Halka arz edilen hisse senetlerinin yaklaşık 2,5 katı talebin karşılanmasında küçük tasarruf sahiplerine öncelik verilmiştir. Şirket sermayesinin % 22'sini teşkil eden 15.399.900.000.- TL tutarında 3.079.980 hissenin % 53,4'ü yurt içinde halka, % 36,9'u Teletaş çalışanlarına, % 6,5'i yurt dışına satılmıştır. Böylece, 41.695 kişiye hisse senedi satılarak, Teletaş, Türkiye’nin en çok ortaklı şirketi haline getirilmiştir. Teletaş hisse satışı, gerek ön hazırlık, tanıtım ve fiyatlandırma, gerek satış sonrası verimlilik açısından, Türkiye’de özelleştirme hareketinin en iyi örneklerinden birini teşkil eder.

Özelleştirme uygulamalarından elde edilen toplam gelir yaklaşık 223 trilyon TL’dir. Bunun 2 trilyonluk kısmı 1990 ve 1991 yıllarında gerçekleşmiştir, özelleştirme gelirlerinin, 23 şirketle ilgili 1 trilyonluk bölümü halka arz suretiyle yapılan satışlardan elde edilmiştir.

Ne yazık ki, sonraki tarihlerde yapılan Özelleştirilmelerin hiçbirisinde, hazırlık, tanıtım, fiyatlandırma, taleplerin karşılanma tarzı v.s. hususlarında, Teletaş’a gösterilen dikkat ve itina gösterilmemiştir.<sup>186</sup>

Özelleştirmelerin önemli bir kısmı birinci el piyasada gerçekleştirilmiştir. Bunlardan bazıları, 1986 yılından itibaren, blok satış, yani satışa çıkarılan hisselerin tamamının veya büyük bir kısmının alıcı bir firma veya grupta yapılan bir sözleşme ile toptan satışı şeklinde, bazıları da Çitosan Çimento Sanayi Şirketleri için yapıldığı gibi, "halka arzı içeren blok satış" biçiminde uygulamaya konmuştur. Hâlbuki KOİ 1987 tarihinde aldığı 54 sayılı kararda, özelleştirme kararı alınan bağlı

<sup>185</sup> PARMAKSIZ. a.g.t. 1994. s. 149

<sup>186</sup> FERTEKLİGİL. a.g.e 1993. s.359



ortaklıklar ve iştiraklerindeki kamu hisselerinin "öncelikle kurum çalışanlarına, yöre halkına, küçük tasarruf sahiplerine, yurt dışındaki işçilerimize ve halka satılması" ilkeleri yer alıyordu. Bu ilkelere uyulamaması, sonunda, yargı mercilerine intikal eden bazı anlaşmazlıkların doğmasına da yol açmıştır.

Özelleştirmelerin bir bölümü de, özellikle işlem çerçevesinde hisse senetlerinin İMKB'de satışa çıkarılması suretiyle gerçekleştirilmiştir. Satış tutarları bakımından bunların başında Ereğli Demir-Çelik Fabrikaları TAŞ, Arçelik A.Ş, Çukurova Elektrik A.Ş gelmektedir. Adana, Afyon, Bolu, Konya, Mardin, Ünye Çimento fabrikaları ile Petkim, Teletaş, Çelik Halat, Kepez, Hektaş, Migros, T.Sınai Kalkınma Bankası hisseleri de bunlar arasında yer almaktadır.

İMKB'nin, söz konusu özelleştirmelerdeki rolü doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde olmuştur. Direkt olarak oynadığı rol, söz konusu hisse senetlerinin halka satışının doğrudan doğruya borsada yapılışında sağladığı pazar olanağıdır. Burada, borsanın "ekonominin büyük supermarketi" olma niteliği ve İMKB'nin, yıllar içinde geliştirdiği işlem yoğunluğu, halka satışların güven duygusu ve kolaylık içinde cereyanını sağlamaktadır. Borsanın dolaylı rolüne gelince; Bu birincil piyasa ile ikincil piyasa arasındaki fonksiyonel ilişkiden kaynaklanmaktadır. Satışa çıkarılan senetlere gösterilen ilgi, her şeyden önce, özelleştirilen kurumun mali durumuna, önerilen fiyat seviyesine ve tanıtıma 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 imkân yoktu. Bu işlemlerin selamete sonuçlanması, büyük ölçüde, borsanın yarattığı pazar ve likidite olanaklarına bağlıdır.<sup>187</sup>

Söz konusu özelleştirme hareketlerinin de, şüphesiz sermaye piyasası ve borsa gelişmeleri üzerinde karşı etkileri olmuştur. Bu etki genellikle olumludur, özelleştirmeler, mal arzını artırmak suretiyle piyasanın ve borsa işlem hacminin genişlemesine yardımcı olmuştur. Ama zaman zaman ve özellikle söz konusu işlemlerin yeni başladığı ve borsada fiyatların diğer nedenlerle aşağıya doğru gittiği dönemlerde, arz ve talep dengesinin birdenbire bozulması veya bozulacağı korkusunun yayılması üzerine borsanın sarsıntılı günler geçirdiği olmuş, ama sonra toparlanmıştır. Tecrübeler göstermiştir ki, İMKB, başlangıçtan beri sürekli bir gelişme içinde olmakla birlikte, ardı ardına gelen özelleştirme ve bunlara eklenen halka açılmaları, her zaman rahatlıkla kaldıracak durumda olmamıştır. Aslında, gerek KOİ, gerek özel sektör kuruluşlarının, yüklü mal arzına girişirken

---

<sup>187</sup> SARAÇ. a.g.t. 1992. s. 133

piyasanın durumunu nazara alarak hareket etmeleri ve satışları birinci el piyasada gerçekleştirip sonra normal yollarla borsaya intikal ettirmeleri daha sağlıklı bir yoldur. Ama tecrübeler göre, kaliteli şirketlerin ve kuruluşların senetlerine borsada daha kolay yatırım yapıldığı da bir gerçektir.<sup>188</sup>

Borsaların kaynakların rasyonel dağılımını sağlama konusundaki işlevi, ekonomistler ve uzmanlar arasında, borsaya atfedilen tartışmalı bir fonksiyondur. Bununla birlikte, en azından, serbest piyasa koşulları içinde, sermayenin borsada, başarısını kanıtlayan ve bu sebeple çıkardığı hisse senetleri değerlendirilen şirketlere daha fazla aktığı, mevcut kaynaklardan öncelikle bunların yararlandığı genellikle kabul edilmektedir. Ama bunun geçerlik derecesi de ekonominin ve borsanın gelişme seviyesine bağlıdır.

Borsalara atfedilen diğer bir işlev de hisse senedi yatırımlarını enflasyonun etkilerinden korumasıdır. Genel olarak, borsanın, hisse senedi işlemleriyle ekonomide oynadığı rol anti enflasyonist bir niteliğe sahiptir. Fakat bu etki sınırlıdır. Geçmiş tecrübelerde, Türkiye’de hisse senedi fiyatlarının, genel fiyat hareketlerine paralellik göstermediği gözlenmektedir.<sup>189</sup>

#### **4.3.3. Özelleştirmede Borsanın Şansı**

Özelleştirmeyi gerçekleştirmek, siyasilerin en önemli hedeflerinden biri olmuştur. Bu hedef ancak sermaye piyasasının gelişmesiyle daha etkin ve hızlı yapılabilir. Bu da özelleştirmeyi hedefleyen siyasi otoritenin aynı zamanda sermaye piyasasının ve borsanın gelişmesini hedeflemesi anlamına geliyor. Böyle bir hedef, hükümetin, sermaye piyasasının sorunlarını gündemine almasını ve bu sorunlara el atmasını gerektiriyor. Bu, Türkiye gibi bir ülkede önemli bir avantajdır. Gelişmiş ve etkin bir borsa özelleştirmenin de önünü açacaktır.<sup>190</sup>

Özelleştirme programı çerçevesinde İMKB’nin 20 yıllık döneminde yapılan halka arzlar, piyasaya bir standart getirdi. Özel sektör şirketlerinin de halka açılmasına öncülük etti.

Üstelik özelleştirme çerçevesinde hisseleri halka arz edilen anonim ortaklıklar büyük ölçekteydi. Borsada iyi performans gösterdiler. Böylece özelleştirme, sermaye piyasasını arz yönünden destekledi. Zaman zaman patlayan talep karşısında kamu kesiminden yapılan halka arzlar, borsada arz-talep dengesizliğinin yol açacağı fiyat oynaklıklarını azalttı, piyasanın gelişmesini ve de-

<sup>188</sup> FERTEKLİGİL. a.g.e 1993. s.360

<sup>189</sup> FERTEKLİGİL. a.g.e 1993. s. 362

<sup>190</sup> KARAHAN, Hakan. "Menkul Kıymet Borsalarının Ekonomideki Yeri" **İktisadi AraştırmalarVakfı** Yayın No:88 Seminer İst. 1992 s.25

rinleşmesini sağladı.

Kamu hisselerini halka arz eden Özelleştirme İdaresi, İMKB'de zaman zaman, kendi hisselerinde sınırlı olmak üzere, piyasa düzenleyiciliği görevini üstlendi. Bu, piyasaya fiyat istikrar yönünden katkıda bulunurken, aynı zamanda "market-marker"lik işlevinin uygulanması imkânını getirdi. Aynı "market marker"liği, hisselerini piyasaya arz eden bazı özel sektör şirketleri de üstlendi.<sup>191</sup>

İlk kez 1988 yılında kamu tarafından halka arz edilen Teletaş hisseleri tüm halka açılmalara örnek oldu, bir standart oluşturdu. Türkiye piyasasında hisselerin halka arz edilebileceğini ve bu konuda bir standardın yerleştirilebileceğini yerli ve yabancı yatırımcılara gösterdi. Teletaş'ın halka arzındaki başarı ve gelen talep, doğru işler yapıldığında piyasanın potansiyelinin ne olduğunu kanıtladı. Yabancıların Türkiye piyasasına bakış açılarını değiştirdi.<sup>192</sup>

---

<sup>191</sup> YILDIRIM, Abdurrahman. **Borsada Dördüncü Perde**. Alfa Yayınları. İst. 1996. s. 28–29

<sup>192</sup> FERTEKLİGİL. **a.g.e** 1993. s.359

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### BORSALARDA SPEKÜLASYON VE MANİPÜLASYON

#### 5.1 SPEKÜLASYON VE YATIRIM

Yatırım, öngörülebilir makul bir gelirin (kâr payı, faiz, kira) uygun bir uzun dönemde kazanılması için, varlıkların satın alınması, edinilmesidir. Yatırım kavramı, getirinin kestirilebilirliği ile spekülasyondan farklılaşır. Bir binanın gelecekte sağlayacağı kira getirişi, hisse senedinin, kâr payı şeklinde sağlayacağı nakit akımları için edinilmesi yatırım olarak tanımlanırken, tekrar elden çıkarılmak ve aradan geçen sürede sermaye kazancı edinmek üzere bir varlığın satın alınması spekülasyon olarak değerlendirilmektedir.

Belirtilen anlamıyla yatırım kavramı, firma kuruluş teorisinde de yerini bulur. Teori ikinci bölümde belirtildiği üzere, her hisse senedinin gerçek bir değere sahip olduğunu, bu değer cari ve gelecekteki kestirimlerle (ki bu kestirimler hisse senetlerini ihraç etmiş bulunan firma kazançlarına ilişkindir), belirlenebileceğini, pazar fiyatı ile bu değer karşılaştırılmasıyla alım veya satım kararı alınacağından pazar değerinin anlık sapmalarda bulunsa da, uzun dönemde temel ilkeleri yansıtan gerçek değere eşit olacağını öngörmektedir.<sup>193</sup>

Spekülasyona vurgu ise ikinci bakış açısında, Keynes-1936 ile literatürde bir ölçüde yerini alan "düş dünyasında işlem" yaklaşımında yapılır. Yaklaşım, sadece gelecekteki nakit akımlarının değil pazardaki işlemci kitlenin gelecekte nasıl davranacağını, ne düşlerle işlem yapacağını da fiyatın oluşumunda önemli katkısı olduğunu, kitlenin iyimser veya kötümser psikolojisine bağlı olarak sürekli fiyat yükselişlerinin/düşüşlerinin olabileceğini, bazen sonlarının çöküşle noktalanacağını ve tüm bu unsurların temel ilkelerden bağımsız olarak fiyatları ve kaynak tahsisini şekillendireceği vurgulanır.

Böylece kitle tavırlarının tanınmasına, kitle psikolojisinin gelecekte alacağı şekle bağlı olarak alım satım kararı verilmesini önerir. Bu şekilde katılımcı, kendi doğrusunu değil, içinde yer aldığı kitlenin doğrusunu arayacaktır.<sup>194</sup>

Keynes - 1936 'da bu yaklaşım, yatırıma biçilecek fiyatın, istenilen değer değil, gelecekte

<sup>193</sup> ÖZBAY, Remzi. **Hisse Senedi Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler: Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon.** SPK Araştırma Raporu. İst. 1990. s. 38

<sup>194</sup> <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=manipulasyon>

başkasının ona biçeceği değer kestirilerek belirleneceği öngörülmekte, bu durum bir güzellik kraliçesi seçiminde jüri üyesinin takındığı tutumla örneklendirilmektedir. Örnekle, akıllı jüri üyesinin kendi ölçülerinin değil, ortak bakış açısının güzeli belirleyeceğini düşünerek ona göre oy vereceği varsayılır. Böylece her yatırımda, mevcut anlaşmanın gelecekte alacağı şekil kestirilerek karar verilecektir. Malkiel (1981)'de anılan "Daha Akılsızını Bulma Teorisi" (The Greather Foolish Theory) mantığıyla hareket eden bir katılımcının her alışı, gelecekte bu varlığa daha yüksek bir fiyat verecek birilerinin bulunacağı fikri esas teşkil edecektir. Diğer bir deyişle, yatırımdan farklı olarak spekülasyonda, sermaye kazancı esas alınır. Kazancın gerçekleşmesi olasılığı, isteklerde doğacak pozitif değişimlere değil, "yığın psikolojisi" ne ilişkin beklentilere dayandırılır.<sup>195</sup>

Spekülatif davranışların pazar performansı üzerindeki olumsuz etkisi ise, aşağıda detaylı olarak açıklanacağı üzere istikrarı bozmasında, genel/geleneksel modelde yer aldığı şekilde gerçekte bağın koparak, pazarın yığın psikolojisinin egemenliği altına girmesinde ve böylece sonu çöküşle sonuçlanacak sapmalara yol açma güçlerinde yatmaktadır.<sup>196</sup>

## 5.2. SPEKÜLASYON VE FİYATLAR

Yukarıda açıklandığı üzere spekülasyonda merkezi nokta, ağırlığın sermaye kazancına verilmesindedir. Sermaye kazancına ilişkin beklenti ise pazar katılımcılarının gelecekteki beklentilerine bağlı olmaktadır. Bu nedenle spekülasyon, temel ilkelere dayalı yatırım eyleminden farklı olarak, daha yüksek bir risk içermektedir.<sup>197</sup>

Geleceğe ilişkin sermaye kazancı pazara girişteki güdü olunca, bu durum bireysel bazda spekülâtörün kabul edeceği fiyatın, gerçeğe ilişkin bekleyişe göre belirlenmesi sonucunu doğuracaktır. Dolayısıyla yükseliş/düşüş trendine bakarak yükselme/düşüş bekleyen spekülâtör, sadece bu beklentisine dayanarak cari ve gelecekte olası fiyatın temel ilkelerine göre ne olması gerektiğine bakmaksızın alışı/satışı geçecektir. Spekülâtörün, bu şekilde yaratacağı ilave talep/arz pazar fiyatının bugünden yükselmesine/düşmesine neden olacaktır.

Böylece spekülatif güdülü arz/talep mevcut fiyat hareketlerini şiddetlendirerek iç besleme süreci doğuracaktır. Spekülâtörün pazar fiyatı üzerinde bu şekilde yükseltici/düşürücü etkide

---

<sup>195</sup> ÖZBAY. a.g.r. 1990 s. 39

<sup>196</sup> SAYAR, F.Nihal. "Hisse Senedi Piyasalarında Spekülatif ve Manipülatif Faaliyetler". S.P.K. Yeterlilik Etüdü. Ank. 1993. s. 28

<sup>197</sup> ÖZBAY. a.g.r. 1990 s.40

bulunabilmesi, pazar iştirakçilerinden ağırlıklı kesimin benzer tavırla hareket etmelerine bağlı olacaktır. Diğer bir deyişle, pazarda spekulatörlerin sayısı ve payı arttıkça cari pazar fiyatı düzeyinin gelecekteki fiyat düzeyine ilişkin bekleyişe bağlı olarak şekillenme olasılığı artacaktır.

Bir kez, spekulasyon pazarın gidişatında etkili olunca, dışarıdaki kitlenin psikolojisine bağlı olarak, iyimserlik dönemi hakimse, yükseliş trendi şiddetlenecek, patlama yapacak; kötümserliğin hakim olduğu döneme tesadüf eden iniş trendinde ise, trendi şiddetlendirerek, panik doğmasına ve çöküşe neden olacaktır.<sup>198</sup>

Spekulatif işlem yapanların pazar fiyatları ve diğer yatırımcılar ile ilişkisi, spekulatif işlemlerin olağan işlemlerden ayırt edilebilmesi durumunda daha açık şekilde görölmektedir. Spekulatörlerin tipik örneğini ise kredili hisse senedi alışı yapan hisseler oluşturmaktadır. Kredili hisse senedi alışında, genellikle hisse senedi, ödünç para verene teminat olarak bırakılmakta, kredinin geri istendiği zaman kapatılacağı taahhüt edilmektedir. Krediyi alan kimse, ödeyeceği faiz giderinin üzerinde bir getiri elde edebileceğini umarak bu kararı vermektedir. Diğer bir deyişle, yatırımcı hisse senedinin fiyatının, faiz haddinin üzerinde bir getiri sağlayacağını ummaktadır. Böylece öz kaynak kullanılmaksızın veya kısmen kullanılarak, kaldıraç etkisinden yararlanılması düşünölmektedir.<sup>199</sup>

Kredili hisse senedi akışının spekulatif talebe yol açtığı, dolayısıyla sınırlandırılması gerektiği yönündeki yaygın kanı ve karşıt yasal düzenlemeler, aşağıda açıklanan işleyiş mekanizmasından kaynaklanmaktadır.

Sermaye kazancı beklentisiyle, sağladıkları kredileri hisse senedi alışında kullanan bu grubun efektif talebi, uzun dönemli bekleyişlere sahip alıcılar için mevcut arzın yetersiz kalmasına ve daha az iyimser yatırımcıların bekleyişlerini etkileyerek pazara yeni talep çekilmesine neden olmak suretiyle fiyat yükselişlerine yol açmaktadırlar. Fiyat artışının meydana getirdiği servet iyileşmesi, ilave talep imkânı yaratmaktadır. Bu mekanizmanın önüne geçilmez ise sürekli fiyat artışları olacaktır.

Kaldıraç etkisi ve spekulatör ile dışarıdaki katılımcı ilişkisi fiyat düşüşlerinin de keskin olmasına neden olmaktadır. Zira faiz giderine yüklenerek kredili senet alan kimse, fiyat düşüşüne karşı, diğer iştirakçilere nazaran daha yüksek bir riskle karşı karşıya kalmaktadır. Fiyat düşüşü bir

---

<sup>198</sup> SAYAR. **a.g.r.** Ank. 1993. s. 30

<sup>199</sup> ÖZBAY. **a.g.r.** 1990 s.40-41

yandan bazı yatırımcıların bekleyişlerinde kötümserleşmesine ve satışa yönelmelerine neden olurken, ciğer taraftan kendilerinden kredi teminatlarını artırmaları istenenler de zorunlu olarak satış emirleri geçerek fiyatların düşme trendinin şiddetlenerek yeni satış baskılarının doğmasına neden olmaktadır.

Pazarın trendinin oluşumunda spekülörlerin etkisi bir kez oluşunca, kitlenin durum ve bekleyişlerine bağlı olarak, yükseliş ve düşüşlerin denge fiyattan/sürekli uzaklaşan geri dönmeyişli ve derinlik kaybı gibi durumlarla karşılaşılabilir.<sup>200</sup>

Belirtilen nedenle spekülasyon, kitle psikolojisi ile çakıştığı dönemlerde, kendi kendini besleyen yükseliş ve/veya iniş süreçlerinin oluşumuna, böylece fiyatların temel ilkelerden saparak bilgisel etkinliklerini yitirmelerine, hatalı kaynak tahsislerine, diğer bir deyişle pazar başarısızlıklarına yol açabilmektedir. Bu nedenle pek çok borsada, kredi miktarına sınırlar konmak, alım satım sistemini spekülasyonu minimum düzeye indirecek şekilde dizayn etmek şeklinde önlemler alınmaktadır.<sup>201</sup>

Finans bilimine göre sermaye piyasalarının gelişmesi için dozunda bir spekülasyon yararlıdır. Çünkü spekülasyon piyasaları daha kesintisiz bir hale getirir ve likiditeyi artırır. Borsalar, şirketlerin toplumun tümü tarafından değerlendirildiği piyasalardır. Ancak aşırı spekülasyon bir borsada bu işlevin yerine getirilmesine engel olur. o halde spekülasyonun belli bir düzeyi olmalıdır.

Bir borsada spekülasyonun varlığı yüksek işlem hacminden anlaşılabilir. Daha sağlıklı bir gösterge ise piyasanın devir hızıdır. İşlem görme oranı da denilen bu oran, borsadaki hisselerin yüzde kaçının el değiştirdiğini göstermektedir.<sup>202</sup>

Borsada işlem hacminin devamlı arttığı görülmektedir. Bu artış yatırımcıların hisse senetlerini uzun süre ellerinde tutmayıp daha hızlı el değiştirmeye başladıklarını göstermektedir. Hisse senetlerini ellerinde kısa süre tutanlar genellikle spekülörler oldukları için, işlem hacminin ya da işlem görme oranının yükselmesi, bir yerde spekülatif aktivitenin artması demektir. Gelişmiş bir borsada normal işlem görme oranının % 25 olması gerektiği düşünüldüğünde, İMKB'deki spekülatif işlemlerin büyüklüğü ortaya çıkmaktadır.<sup>203</sup>

Borsada spekülasyon aşırı fiyat hareketlerini de beraberinde getirmektedir. Piyasaya kısa

---

<sup>200</sup> SAYAR. **a.g.r.** Ank. 1993. s. 33

<sup>201</sup> ÖZBAY. **a.g.r.** 1990 s.41-42

<sup>202</sup> ÖKTE. **a.g.t.**, 1994. s.116

<sup>203</sup> ÖKTE. **a.g.t.**, 1994. s.117

sürekli ani giriş ve çıkışlar şeklinde görülen spekülâtif işlemler, borsanın uzun vadeli ve istikrarlı gelişimini engellerler. İMKB’de bu sorunun çözüme kavuşması uzun zaman alacaktır.

### 5.3. BORSALARDA MANİPÜLASYON

En genel tanımıyla manipülasyon, sermaye piyasalarında aşırı kazanç elde etmek veya olası bir zarardan kaçınma amacıyla sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını yapay olarak yükseltmek, düşürmek veya belli bir seviyede tutmak için yapılan işlemler bütünüdür. Manipülasyon, arz ve talebin normal piyasa koşullarında oluşmasının kasıtlı olarak engellenerek yanıltıcı bir piyasa ve fiyat oluşumuna sebep olunması, piyasa koşullarının yapısının bilerek bozulmasını ifade etmektedir.<sup>204</sup>

Menkul kıymet borsalarına zaman zaman iyi gözle bakılmayışına neden olarak, spekülâtif hareketlerin yarattığı çöküşlerin yanında, belli hisse senetlerine veya pazarın yapısı ve hacmine bağlı olarak önemli bölümüne ilişkin fiyatların manipüle edilmesi, diğer bir deyişle yapay arz ve talep yaratılarak etkilenmesi, dışarıdakilerin kayba uğratılması olduğu söylenebilir.<sup>205</sup>

Manipulasyon ya da diğer bir deyişle yapay fiyat oluşturma genellikle pazarların, genişlik ve derinlikten yoksun, arz ve talebin sınırlı olduğu; katılımcıların önemli bir kısmının pazarın yapısı ve hisse senedi olgusu hakkında yeterince bilgi sahibi olmadığı, oyunun kurallarının konmadığı veya kullanmadığı dönemlerde kendini gösteren, gerçekte kriminal bir faaliyet olarak kabul edilen bir olgudur.

Yapay fiyat sorununun varlığı halinde, ikincil sermaye piyasalarının likidite sağlama ve kaynak tahsisinde sinyal işlevi görerek birincil pazarı sağlıklı şekilde yönlendirme imkânı büyük ölçüde ortadan kalkmakta; firmaların pazara karşı duyarsız kalmalarına, pazarla yeni tanışan yatırımcı kitlenin fonlarını hisse senedi piyasası dışına çekmesine, güven yitimine yol açmaktadır. Sorunun varlığının, sermaye pazarlarının işlevlerini sağlıklı şekilde yerine getirmelerine, başarılarına önemli şekilde set çekmesi nedeniyle, pek çok borsaca katı düzenlemeler ve ağır cezai yükümlülükler getirilerek önüne geçilmeye çalışılmıştır.<sup>206</sup>

#### 5.3.1 Manipülasyonun Niteliği ve Türleri

*Doğası:* Manipülasyon, menkul kıymet fiyatlarının yapay olarak kontrolü biçiminde

<sup>204</sup> TUNALI, Elif. “Manipülasyon”. SPK Araştırma Dairesi. **SPK Haftalık Raporu**. 2006. s. 43

<sup>205</sup> SPK, **Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon**, 2003 s. 5

<sup>206</sup> ÖZBAY. **a.g.r.** 1990 s. 51



tanımlanabilir. Manipülatif hareket, aksi halde, arz ve talebe ilişkin normal koşullar altında oluşacak fiyatın altında veya üstünde menkul kıymeti satmaya zorlama girişimidir. Manipülatör, diğer kimselerin aleyhine olacak kurmaca fiyatı yaratarak, bir kayıptan kaçınmayı veya kazanç sağlamayı umar. Bir faaliyet manipülatif karakter kazandıran öge, onun yasadışı oluşu değil, fiyatın yapay şekilde kontrolüdür, öyle ki bazı borsalarda yasal olan manipülatif uygulamalar bulunabilmektedir.

*Amacı:* Manipülasyonda üç amaç güdülür. İlkinde fiyat yükseltilerek, portföyün yükselen fiyattan elden çıkarılması amaçlanır. En yaygın şekil budur. İkinci amaç fiyatların sürekliliğinin istikrarının sağlanmasıdır. Burada net sonuç genellikle kendi düzeyini bulmasına izin verilmesi halinde alacağı değere göre daha iyi olmaktadır. Genellikle halka arza aracılıkta başvurulur. ABD'de, bu türden uygulamalara düşünüldüğü konusunda kamunun tam olarak aydınlatılmış olması koşuluyla, izin verilmektedir. Üçüncü hedef fiyatların aşağıya çekilmesi yönünde olmaktadır.

Kısa satışla (sahibi olunmayan, emanetten alınmış kıymetin ileride sahibine geri verilmek koşuluyla pazarda satılması faaliyeti; short sale) pazara giren kimselerce yapılabilmektedir. Sınıflandırmak güçtür. Zira değişik türden araçlar kullanılabilir. Ancak ABD'de karşılaşılan uygulamalardan hareketle belli tipler oluşturulabilmektedir.<sup>207</sup>

### **5.3.1.1. İşlem Bazlı Manipülasyon**

Manipülasyonun en eski ve ilkel şeklidir. Bir anlamda sahte satış olarak adlandırılabilir. Görünüşte işlem yapılmakla birlikte, mülkiyet aktarımı gerçekleşmemektedir. Bu sonucu veren değişik uygulamalar olabilmektedir. Bilgi Bazlı ve İşlem Bazlı olmak üzere iki çeşidi vardır.

*Bilgi bazlı manipülasyonlarda;* yatırımcılara şirketle ilgili yanlış ve yanıltıcı bilgiler verilmekte veya şirketle ilgili gerçek olmayan bir takım söylentiler çıkarılmakta ya da açıklanması gerekli bilgiler açıklanmamaktadır. Bu tür manipülasyonlar bilginin etkinliği sağlanmadığı, şirketle ilgili bilgilerin yatırımcılar tarafından kolaylıkla elde edilemediği ve asimetric bilgi dağılımının söz konusu olduğu piyasalarda daha sık görülmektedir.<sup>208</sup>

Menkul kıymet alım satımıyla fiyatları etkilemeye çalışmak ve piyasayı yanıltmaya çalışmaktır. Bu tür manipülasyon türü kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün olmadığı veya iyi işlemediği piyasalarda görüldüğü gibi, teknolojik tekniklerin de kullanılması nedeniyle gelişmiş ve

<sup>207</sup> ÖZBAY. a.g.r. 1990 s.53

<sup>208</sup> SPK. **Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon.** 2003 s. 7

sıkı denetim mekanizmaları olan piyasalarda da görülmektedir.

*İşlem bazlı manipülasyona ilişkin başlıca yöntemler:* Hisse senedi talebini artırmak amacıyla iki ya da daha fazla işlem ile fiyatı yükseltmek, satışı artırmak amacıyla iki ya da daha fazla işlem ile hisse senedi fiyatını düşürmek, alım-satım işlemlerinde yanıltıcı izlenim uyandırmaya yönelik hesaplamalar, fiyat üzerinde yapılan işlemler, hisse senetlerinin gerçekte el değiştirmedeği işlemler yaparak fiyat dalgalanmaları yaratmak, gerçekleşen işlemlerde emir karşılaştırmalarını amaca uygun olarak etkilemeye yönelik işlemler.<sup>209</sup>

Örneğin:

- İki borsa üyesinin görünüşte alım satım yapması, gerçekte menkul kıymet-para değişiminin olmayışı,
- Üçüncü bir şahsın, borsa üyelerinden birine alım, birine aynı miktar ve fiyattan satış emri vermesi,
- Borsa üyelerinden bağımsız olarak, iki kişinin anlaşıp borsa üyelerine muvazaalı alış ve satış emri vermeleri,

Muvazaalı veya sahte satışta birincil amaç kâr fırsatı yakalamak veya kayıptan kaçınmak için kurmaca fiyat oluşturmaktır. Bilânço makyajı veya vergi avantajı sağlamak gibi amaçlarla da başvurulabilmektedir.<sup>210</sup>

### **5.3.1.2. Baskı Oluşturmak**

Baskı oluşturmak tekniği, pazarda görece az miktarda olan senetlerin satın alınmak vs. sınırlı sayıda elde toplanmak suretiyle doğal olarak veya bilinçli şekilde fiyatın yükseltilmesidir. Fiyatların yükselmesi ile birlikte kâğıtları toplayanlar, başta evvelce yaptıkları kısa satışlar dolayısıyla hisse senetlerini edinmek zorunda olanlara olmak üzere, pazardakilere satmaya başlamaktadırlar.<sup>211</sup>

Belirli sayıdaki hisse senedinin fiyatlarını yükseltme amacıyla alınıp satılmasıdır. Fiyatlar yükselmeye başladığında, hisse senedi sahipleri ellerindeki hisse senetlerini satıp kar elde etmektedirler. Bu yöntem, bir şirketin hisse senetlerini satın almak suretiyle fiyatların artmasını sağlama ve söz konusu şirketin kontrolünü ele geçirme amacına yönelik piyasaya baskı yapmak

---

<sup>209</sup> TUNALI. **a.g.m.** 2006. s.43

<sup>210</sup> ÖZBAY. **a.g.r.** 1990 s. 53

<sup>211</sup> ÖZBAY. **a.g.r.** 1990 s.54

amacıyla da kullanılmaktadır. Buna göre hisse senetleri düşük fiyattan satın alınıp, fiyatların artmasıyla piyasaya yönlendirilmektedir. Bu durumdan en çok göreceli olarak düşük fiyattan satıp, yüksek fiyattan yerine hisse senetlerini yerine koyamayan açığa satış yapan yatırımcılar etkilenmektedir.<sup>212</sup>

Bu tür uygulamaların bir bölümü ise, şirketin kontrolünü ele geçirmek üzere alışı geçerek fiyatların yükselmesine ve pazarın incelmesine (kâğıt yetersizliğinin doğmasına) yol açan doğal spekülasyonlardan kaynaklanmaktadır.

Baskı oluşturma tekniğine dayalı uygulamalar daha çok kısa satışı işlem yapanlara yöneliktir. Zira manipülatif hareketle birlikte fiyatlar yükselirken, kısa satışların cazibesi artmakta, ancak, yoğunlaşma olunca, kâğıtları geri satın alıp iade etmek zorunda olan kısa satışı, yoğunlaşmayı sağlayan kesimin karşısında köşeye sıkışmakta önerdikleri yüksek fiyatları kabul etmek zorunda kalmaktadırlar.

Bu türden arz üzerinde baskı yaratarak, pazarı inceltme ve fiyatlarla oynama, işlem hacmi dar olan borsaların her zaman karşı karşıya oldukları risklerdendir.<sup>213</sup>

### **5.3.1.3. Geçici Birlik Oluşturmak**

Bu türden uygulamalarda, iki veya daha fazla sayıda kimse, kümülatif karakterli bir menkul kıymette, birlikte davranmayı kararlaştırmaktadır. Burada birden fazla kimse sermayelerini, becerilerini, deneyimlerini ve ortaklıklarla bağlantılarını bir araya getirmektedirler, özellikle genellikle borsa üyesi olan yönetici, net kazancın belli bir yüzdesi ve borsa işlemleri için komisyon olmak üzere iki yoldan kazanç sağlar.

#### *Birliğin Faaliyet Araçları*

Birliklerin işlem yöntemleri genellikle aşağıdaki şekillerde olurdu.

- Kısa satışla fiyatların düşürülerek, düşük fiyattan verilerek satılmak üzere toplanması,
- Basından, görsel-işitsel medyadan yararlanarak, senede ilişkin kötümser haber yayarak fiyatın, senedin toplanmasına ve tekrar gelecekte satılmasına imkân sağlayacak düzeye düşürülmesi,
- Şirketlerin büyük ortakları ile opsiyon (belki bir tarihe kadar belli bir fiyattan senedi

<sup>212</sup> TUNALI. a.g.m. 2006. s.43

<sup>213</sup> ÖZBAY. a.g.r. 1990 s.55

alma hakkı) sözleşmesi yaptıktan sonra pazar fiyatını yükseltme yönünde çabalara girişilmesi ve opsiyon hakkının kullanılması suretiyle pazar dışından getirilen senetlerin yüksek fiyatlardan elden çıkarılması.

- Özellikle yükselen işlem hacminin cazibesine ve verdiği güvene kapılarak pazara giren spekülörlere yönelik olarak, birlik üyelerinin kendi aralarında giderek artan miktarlarda işlem yapmaları ve böylece oluşacak yapay işlem yoğunluğuna kanacak kimselere satış yapılması; yapay aktivite evvelce açıklanan sahte satışlar veya yasal engellerin aşılması amacıyla grup üyelerinin birbirlerine geri alma/satma taahhüdünde bulunmaları yoluyla yapılmaktadır. Değişik borsa üyeleri aracılığıyla borsaya yansıtıldıkları ve farklı kimseler adına verildikleri için de tespit edilmeleri çok güçtür.<sup>214</sup>

#### *Birlik Faaliyetlerinin İşleyiş Süreci*

Tipik birlik faaliyeti, ilk adım olarak, işleme başlamak için en uygun zamanı seçer. Zaman olarak şirket kazançlarının arttığı, yeni gelişmelerin eşliğinde ve çekici bilânçolara sahip olduğu, dolayısıyla iyi lanse edilebileceği dönemler seçilir.

İkinci adım, hisse senedinden edinmektir. Evvelce belirtildiği üzere pazardan veya dışardan opsiyon sözleşmeleri yolu ile senetler sağlanabilmektedir. Senetler edinilince (biriktirilince) artık, yoğun birlik faaliyetine girişilebilmektedir.

Bu aşamada amaç, pazarda aktivite yaratmaktır. Bu ise, yapay pazar etkinliği ile sağlanmaktadır. İşlemler yapılırken dikkat edilen husus, muvazaalı da olsa, her işlemde kâğıdın mülkiyetinin değişmekte olduğu görüntüsünün sergilenmesidir.

Basın, dedikodu yayma v.b araçlar kullanılarak yapay aktiviteye ilave olarak yeni katılımcıları pazara çekecek başka unsurlar üretilmeye çalışılır. Fiyat azar azar artmaya başlar.

Son adım, dağıtımın sağlanmasıdır. Hisse senedi stokunu evvelce artıran birlik, portföyünü avantajlı fiyatlardan boşaltmaya başlar.

Birlik yöneticisinin fonksiyonu burada kendini gösterir. Sorun fiyat dağıtımın/ kırılmaksızın yapabilmesidir.

Pazarın güçlü olduğu zamanlarda satış, zayıf dönemlerinde alış yapılır. Birlik yöneticisi, pazar psikolojisindeki iyimserliğin çok güçlü olduğu bir gün, tüm portföyü elden çıkarır. Kısa satış için, yüklüce emanet hisse senedi alır. Sonrasında, fiyatlar tam anlamıyla çöker. Başarı birlik

---

<sup>214</sup> ÖZBAY. a.g.r. 1990 s.56

üyelerinin, felaket ise kısa zamanda yüksek kazanç umuduyla pazara gelmiş olan dışarıdakilerindir.<sup>215</sup>Türkiye sermaye piyasasının yeterli derinliğe ulaşmaması, hisse senetlerinin halka açıklık oranlarının azlığı, işlemlerin hamiline gerçekleştirilmesi, yapay fiyat oluşumuna elverişli bir ortam yarattı.

Özelikle piyasayı etkileyebilecek olayları da kullanan "manipülasyon çeteleri" fiyat eğilimlerini aşırılaştırdılar. Fiyatların aşırı oynak olması İMKB'de kişisel yatırımcılara en büyük kaybı verdirdi. Fiyatların manipüle edilerek aşın oynaklaştırılması yatırımcılar için İMKB'deki en yüksek riski oluşturdu. Aracı kurumların riskinden de şirketlerin riskinden de çok daha yüksek kayıplar verdirdi yatırımcılara. Fiyatların aşırılaştırılması, ya da nedensiz biçimde oynaklaştırılması piyasaya güveni de azalttı. Fiyat istikrarsızlığının aşırı boyutlara yükselmesi bir yandan geniş kitlelerin güvenini sarsarak borsaya gelmesini önlerken diğer yandan şirketlerin gözünü korkutarak halka açılmalarını önledi. Hem arz yönünden, hem talep yönünden borsanın önünü kesti.

Yanlışlığı bilindiği halde bazı olay ve açıklamaların broker tarafından manipülasyon amacıyla kullanılarak yatırımcıların alım ya da satıma razı edilmesinin örnekleri de verildi. Doğru olmadığı ya da yanıltıcı olduğu bilindiği halde, ya da çok kolaylıkla bilinebilecekken, gerçeğin saklanması ve doğru olarak kamuya açıklama yapılmaması geçmiş yıllarda görülen eğilimlerden.<sup>216</sup>

Piyasalar üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle, manipülasyona ilişkin olarak ceza hukukunda yer alan dolandırıcılık hükümlerinden ayrı bir suç olarak düzenleme yapılması ve bu konuda belirli işlem türlerine yasaklamalar getirilmesi ihtiyacı doğmuştur. Konuya ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kanununda düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler ( SPKn md. 45, 47/A-2, 47/A-3) de yer almış ve özetle 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve ağır para cezaları ile cezalandırılacağı hükme bağlanmıştır.<sup>217</sup>

---

<sup>215</sup> ÖZBAY. a.g.r., 1990 s.56

<sup>216</sup> YILDIRIM, a.g.e., 1996. s. 235

<sup>217</sup> SPK Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon.. 2003 s. 8–9

Aşağıdaki tabloda son 3 yıl içinde yapılan suç duyuruları ve açılan kamu davaları görülmektedir.

**Tablo 17: Son 3 Yıl İçinde SPK Tarafından Yapılan Suç Duyuruları ve Açılan Kamu Davaları.**

Yıllar	Suç Duyurusu Sayısı	Konularına Göre Dağılımı			Yargılama Aşamasına Göre Dağılımı		
		İçerden Öğrenenlerin Ticareti	Manipülasyon	Diğer	Savcılık İncelemesinde	Yargılaması Devam Eden	Karara Bağlanan
2003	160	1	95	64	3	127	30
2004	127	2	80	45	24	97	6
2005	65	1	38	26	40	23	2
TOPLAM	352	4	213	135	67	247	38

**Kaynak:** SPK 2005 Faaliyet Raporu (\*) İlk derece mahkemeleri tarafından verilen beraat kararları, kurulumuzca temyiz edilmiş olup, Yargıtay incelemeleri devam etmektedir.

#### 5.4. SPEKÜLASYON VE ÇÖKÜŞLERİN REEL ETKİSİ

Menkul kıymet pazarları sağladıkları mekân veya araçlarla yatırımcılara karşılaşma olanağı sağlamaktan öte işlevler taşırlar. Likidite ve sağlıklı fiyat oluşumu işlevleri ile ülkelerinin sermaye formasyonunu da yakından etkiler. Dolayısıyla pazarın başarısı veya başarısızlığı, işlem yapan kimselere kişisel yarar veya kayıp sağlamaktan öte dışsal etkiler de yaratırlar.

Ürettikleri fiyatların birincil pazar için kaynak tahsisinde sinyal işlevi görüyor olması, yatırım fonları gibi kurumların varlıklarının değerinin tespiti ve kazançlarının belirlenmesi, hisse senedi taşıyıcılarının varlıklarını değerlemelerine ve araçlarla karşılaştırılmalarına imkân sağlamak gibi işlevleri dolayısıyla, birincil görevleri fiyat oluşturma olmaktadır.<sup>218</sup>

Fiyatların önceki konularda açıklandığı şekilde spekülasyon şüphesizliklere konu olması, manipüle edilebilmesi ve çöküşlere sahne olması pazarında birincil işlevini yerine getirmede başarısız olması sonucunu verecektir. Bu ise firmalar arası kaynak tahsisinin sermayenin marjinal getirisi ölçütünden bağımsızlaşmasına ve etkin olmayan kaynak tahsisine; yatırımcıların ve ihraççı kuruluşların hisse senedi pazarına karşı duyarsız kalarak, karmaşık araçlar ve yöntemlerle kaynak sağlama yoluna gitmelerine, fon arz edenlerin pazara karşı güvenlerinin yitimine yol açmaktadır. Sonuç olarak etkin bir mekanizma olduğu kabul edilen hisse senedi pazar mekanizmasının

<sup>218</sup> ÖZBAY. a.g.r., 1990. s.57

başarısızlığı, kaynak tahsisinde rolünün azalmasına ve muhtemel işlevler yüklenmemesine neden olmaktadır.<sup>219</sup>

Aşağıda, önceki bölümlerde pazar başarısızlığı olarak tanımladığımız spekülâtif şişkinlikler ile çöküşlerin reel etkileri açıklanmaya çalışılacaktır.

#### **5.4.1. Spekülâtif Şişkinliklerin Etkileri**

Hisse senetlerinin pazar değerlerinin, temel ilke değerinin üzerinde sürekli olarak şişkinlikler taşımalarının ilk etkisi, ilgili firmanın sermaye maliyeti üzerinde olmaktadır. Artan pazar fiyatı, sermaye maliyetinin, sermayenin marjinal getirisinin altında kalmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla sermaye artırımını yönünde bir teşvik ortaya çıkmaktadır. Yatırımlar, sermayenin marjinal verimi ile sınırlanana değin bu süreçtir. Bu sınıra de ulaşıldığında, temel ilke değerde şişkinlik kadar azalma olmaktadır. Zira artan yatırımlar dolayısıyla sermayenin marjinal getirişi, dolayısıyla söz konusu getirilerin bugünkü değeri olan temel ilke değeri azalmaktadır. Böylece şişkinlik sermayenin marjinal veriminin mazur görmediği, dolayısıyla etkin olmayan bir yatırım yapılmasına yol açmakla kaynak tahsisinde etkisizlik doğurmuş olmaktadır.<sup>220</sup> Ancak firmaların bir şişkinliğe duyarsız mı kalacakları sermaye artırımına giderek mi karşılık verecekleri konusu açık değildir. Zira artan hisse senedi stoku, fiyat şişkinliklerinin kaybolmasına, hatta çöküşlerde olduğu gibi temel ilkeleri yansıtan ilk pazar değerinin altına inebilir. Bu durum da firmanın, gelecekte ihraç etmek zorunda kalacağı hisse senetleri dolayısıyla daha yüksek bir maliyete katlanmak zorunda kalması olasılığına yol açmaktadır. Firma yöneticilerinin, pazar hareketlerine karşı zaman zaman duyarsız kalmaları da, bu ilişkinin açık olmasından kaynaklanabilir.

#### **5.4.2. Çöküşlerin Etkileri**

Temel ilke değerinden sapmalar şeklinde oluşan bir fiyat şişkinliği ardından hisse senedi fiyatlarında meydana gelecek bir düşüşü, şişkinliğin giderildiği, dolayısıyla fiyatların tekrar etkin kaynak tahsisi sağlayacak düzeye geri gelmesi; bireylerin servetlerinde evvelce meydana gelen görünüşte artışın silinmesi veya pazardan çöküş öncesinde çıkanlardan, kalanlar servet transferine yol açması gibi ilk bakışta göze çarpan etkiler ile sınırlamak olanaklı değildir. Aşağıda sıralanacağı

---

<sup>219</sup> ÖZBAY. **a.g.r.**, 1990. s.57

<sup>220</sup> SAYAR. **a.g.r.**, 1993. s. 45

üzere hisse senedi stokunun ekonomide ve bireylerin servetleri içindeki payına bağlı olarak pek çok olumsuz etkiler doğurmaktadır. Doğal olarak aşağıda sıralanan mekanizmaların işleyiş tarzı, çöküş karşısı politikalara bağlı olarak değişik şekiller alabilecektir.<sup>221</sup>

*Bireyler Üzerindeki Etki:* Hisse senetleri bireylerin servetinin bir parçasını oluşturmaktadır. Dolayısıyla refah ve tüketim düzeylerini etkilemektedir. Fiyatlardaki düşüşün bu nedenle tüketim düzeyinde bir azalmaya yol açması beklenebilir. Tüketim düzeyindeki düşüş, dolayısıyla efektif toplam talepteki azalma ise, ekonomide durgunluğun yaşanmasına neden olabilecektir. Ancak bu etkinin doğması için hisse senetlerinin bireyler arasındaki dağılımının, genel tüketim düzeyini etkileyecek kadar yayılmış olması gerekir. Ayrıca toplam hisse senedi stokunun doğrudan bireyler veya kurumsal yatırımcılar (emeklilik-sigorta fonları v.b.) arasındaki dağılımı da bir diğer etkidir.

*Ortaklıklar Üzerindeki Etki:* Daha düşük hisse senedi fiyatı, kâr payı veri iken, firma açısından daha yüksek bir sermaye maliyeti anlamını taşımaktadır. ABD'ye ilişkin görgül bulgular, sermaye maliyetinde % 1'lik artışın, yatırımlarda % 4 oranında bir azalmaya yol açtığı şeklindedir. Ancak süren yatırım projeleri v.b. etkenler dolayısıyla, yatırım düzeyindeki azalma bir anda olmayacak, gecikmeli olarak ortaya çıkacaktır.

Asıl etken, ortaklıkların yeni ihraçlarla halka arzda bulunma oranlarına bağlıdır. Sermaye yapıları için bu türden finansın öneminin düşük olması, çöküşün firmalar üzerindeki olumsuz etkisini de zayıflatacaktır.

Bir diğer etken ise yeni yatırımlara gidilmek yerine düşen fiyatlardan yararlanarak eskilerine sahip olma yönünde doğacak güdünün, yatırım düzeyini olumsuz yönde etkilemesidir. Ayrıca, pazara karşı sarsılan güven, genişleme ve kapasite artırım kararlarını da olumsuz yönde etkileyebilecektir.

Pazardaki likidite yetersizliğinin giderilmesi için, merkez bankalarının para arzını artırmalarının yol açacağı faiz oranlarındaki düşüş, hisse senedi ile finansmanın neden olacağı maliyet artışı bu şekilde karşılanabilir.<sup>222</sup>

*Ekonomideki Genel Etkiler:* Durgunluk ihtimali gündeme gelmektedir. Dış açık ve bütçe açığının olduğu bir dönemde ortaya çıkacak bu yöndeki bir çöküşe karşı genişletici para politikası

---

<sup>221</sup> SAYAR. a.g.r., 1993. s. 48

<sup>222</sup> ÖZBAY. a.g.r., 1990. s.60



uygulanması halinde ise enflasyon oranında yükselme söz konusu olmaktadır.

*Pazar Kurumları Üzerindeki Etkisi:* Söz konusu etki pazarın yapısına ve katılımcılarına, iç ilişkilerine bağlıdır. Türevsel araçların olduğu, yatırım fonlarının hakim, önemli yer kapladığı, kısa vadeli kaynak yapılarına sahip ticari bankaların hisse senedi işlemleri ile ilgisine göre değişebilmektedir.<sup>223</sup>

Özellikle yatırım fonları üzerinde yayılma etkisi söz konusu olabilmektedir. Açık uçlu yatırım fonlarından, çöküşten önemli şekilde etkilenecekler doğru bir hücum, diğer yatırım fonlarına karşı da bir güvensizliğin doğması ve payların nakde dönüştürülme isteklerinin, panik havası içinde artması, söz konusu olabilmektedir. Bu ise, yatırım fonlarının satış emirleri ile pazar düşüşünü daha da şiddetlendirmelerine yol açabilmektedir.<sup>224</sup>

#### **5.4.3. Yatırımcıların Dikkat Etmesi Gereken Hususlar**

Yatırımcılar hisse senedi işlemleri yaparlarken hisse senedinde meydana gelen fiyat hareketlerinin, hisse senedini ihraç eden şirketle veya piyasayla ilgili olarak mevzuat gereği kamuya açıklanmış olan yahut basında yer alan yeni bir bilgidan kaynaklanıp kaynaklanmadığına dikkate etmelidirler. İMKB, olağanüstü fiyat hareketlerinin meydana geldiği dönemlerde, ihraççı şirketten fiyat hareketlerine neden olabilecek kamuya açıklanmamış bir bilgi olup olmadığı konusunda kamuya açıklama yapılmasını istemeye yetkili kılınmıştır. Dolayısıyla, olağanüstü fiyat hareketlerinin olduğu dönemlerde bu açıklamalar dikkatle takip edilmelidir. Eğer kamuya açıklanan bilgilerle izah edilemeyecek nitelikte fiyat ve miktar hareketleri bulunmakta ise, yatırımcılar ihtiyatla davranmalıdırlar.

Aynı şekilde, yatırımcıların halka arzlarda şirketle ilgili bilgilerin yer aldığı izahname ve duyuruları okuyarak, yatırım kararlarını buna göre vermeleri yerinde olacaktır. İzahname ve duyurular ile kamuya açıklanan bilgileri daha çabuk, kolay ve doğru şekilde değerlendirebilmek amacıyla, kurulumuzca yetkilendirilen kuruluşların hizmetlerinden yararlanılması da mümkündür.<sup>225</sup>

Hisse senedinde meydana gelen artışın belli bir manipülatör tarafından gerçekleştirildiği yolunda bilgi edinen yatırımcıların, fiyat artışlarından kazanç sağlamak için manipülatörün işlem yaptığı hisse senedini satın aldıkları ancak çoğunlukla bu hisse senetlerini zamanında satarak

<sup>223</sup> <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=manipulasyon>

<sup>224</sup> ÖZBAY. a.g.r, 1990. s.61

<sup>225</sup> SPK. **Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon.** 2003 s. 25

piyasadan çıkamadıkları için zarar ettikleri görülmektedir. Yatırımcıların bu yöndeki davranışları, aslında manipülatörün haksız menfaat elde etmesi için gereken talebi ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle, yatırımcıların işlem stratejilerini manipülatörden bağımsız olarak kendileri oluşturmaları önem arz etmektedir. Yine uygulamada manipülatörlerin satışta zorlukla karşılaşmaları halinde, hisseleri değişik aracı kurumlarda değişik yatırımcıların hesaplarına virman yaparak, çok sayıda hesaptan satış yapılmasını sağladıkları görülmektedir. Bu nedenle yatırımcıların kendi işlemleri dışında başka yatırımcılar için işlem yapmaması, bu tür işlemler için aracı olmaması gerekmektedir.

Müşteri hesaplarından, müşteri dışında sadece müşteri tarafından noter marifetiyle düzenlenmiş vekâletname ile yetkilendirilmiş kişilerce işlem yapılabilir. Yatırımcıların hesaplarında işlem gerçekleştirmek üzere başkalarına vekalet vermeleri durumunda, hesaplarının ileride manipülasyon amacıyla kullanılmaması bakımından vekil tayin edecekleri kişiyi iyi tanımaları, yatırım kararlarına itibar etmeleri ve güven duymaları büyük önem taşımaktadır.<sup>226</sup>

Diğer yandan, yatırımcıların hisse senetlerine yapılacak yatırımlar konusunda kendilerine yapılan telkinlerin ve yatırım tavsiyelerinin, belirli bir grup tarafından gerçekleştirilen manipülasyon işlemlerine hizmet etme amacını taşıyabileceğini göz önünde bulundurarak, bu bilgileri piyasa koşulları ve kendi yatırım kararları çerçevesinde değerlendirmeleri gerekmektedir. Aksi takdirde, yatırımcılar anılan yönlendirmeler üzerine gerçekleştirdikleri işlemlerle, manipülasyon amacıyla hareket eden bir gruba hizmet edebilirler. Bu nedenle, piyasa koşullarını değerlendirerek yatırımlarını yönlendirme konusunda yeterli bilgi ve tecrübesi olmayan yatırımcıların, SPK düzenlemeleri uyarınca yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği konusunda yetki belgesi almış kuruluşlarla sözleşme yaparak, yatırım kararlarını profesyonel kişilerin yardımı ile almalarında fayda görülmektedir.<sup>227</sup>

---

<sup>226</sup> SPK. **Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon.** . 2003 s. 26

<sup>227</sup> <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=manipulasyon>

## SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının uygulanan liberal ekonomik politikalar çerçevesinde düzenlenmesi, bu ülke borsalarının büyümesine ve gelişmesine neden olmuştur. Uygulanan ekonomik politikalar, yüksek getiri arayışı içindeki uluslararası fonların bu borsalara akışını hem kolaylaştırmış hem de hızlandırmıştır.

Devletin ekonomideki rolünü azaltmak amacıyla geniş kapsamlı bir şekilde yürütülen özelleştirme programları, yabancı yatırımcıların büyük ilgisini çekmiştir. Ayrıca dış ticaretin liberalleşmesi çerçevesinde ticari engeller ve döviz kuru kontrolleri kaldırılmış, işlemler üzerinden alınan ücret ve vergilerde indirim gidilmiştir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin hızla dışa açılması, finans kesiminde de önemli değişikliklere yol açmıştır. Sermaye piyasalarını büyük ölçüde liberalleştiren bu ülkeler, yabancı yatırımcıların doğrudan hisse senedi satın almalarına izin vermeye başlamışlar ve portföy yatırımları üzerindeki kısıtlamaları kaldırmışlardır. Bu ülkeler sermaye piyasalarının geliştirilmesi yönünde çeşitli kurumsal ve finansal reform çabaları içine de girmişlerdir. Bütün bunlar gelişen borsaların büyümelerini teşvik eden faktörlerdir. Ancak az gelişmiş ülke borsalarının kurumsal altyapısını düzenlemeyi amaçlayan bu politikalar, gelişen borsalardaki büyümenin tek belirleyici unsuru değildir.

Gelişen borsalarda likidite de yüksek değildir ve az sayıda hisse senedi lehine yoğunlaşmalar görülmektedir. Bazı gelişen borsalarda yabancı yatırım üzerindeki kısıtlamalar devam etmekte ve bilgi sağlama konusunda eksiklikler bulunmaktadır. Ayrıca gelişen borsalara yönelen portföy akımları içinde kısa vadeli araçların payının yüksek olduğu da bilinmektedir. Bütün bu olumsuzluklar dikkate alındığında, gelişen borsalardaki büyüme ve yükselmelerin uzun vadeli olmaktan çok, konjonktürel olarak kalacağı söylenebilir.

Menkul değerler borsası genel kanının aksine, liberal ekonomilerde de iş ahlakının önemli olduğunun canlı kanıtıdır, çünkü bu pazarların başarısı bir güven ve açıklık ortamında işlemelerine bağlıdır. Ticaret borsaları alım satımcıların birbirlerinden takas odası aracılığıyla ayrı tutulduğu anonim yerlerdir. (İşlem borsa tezgâhında tamamlandıktan sonra, alıcı ve satıcı gerekli sözleşmeyi birbirleriyle değil, takas odasıyla yapar.) Ticaret borsaları yabancılar arasında alışverişini kolaylaştırmak üzere oluşturulmuşlardır.

Temel ekonomik göstergeleri göreceli olarak olabildiğince daha olumlu ve istikrarlı olan.

Ekonomide liberalleşme politikalarını ve özelleştirme uygulamalarını başarılı bir şekilde yürüten. Sermaye piyasalarında kurumsal ve hukuksal düzenlemeleri uluslararası standartlara daha önce yaklaştırmayı başarmış ülkelerin piyasaları, diğer piyasalara göre daha yüksek bir rekabet gücüne sahip olacağı ve uluslararası fonlardan daha çok pay alacağı öngörülmektedir.

Öte yandan, İMKB'nin kurumsal ve hukuksal alt yapısının hala yetersiz oluşu gelişmenin önünü tıkayan bir faktör olarak kabul edilmektedir. Yine bu piyasalarla ilgili bir diğer yetersizlik olarak sağlıklı yatırım kararı alabilmek için gerekli olan bilgi akışının bulunmayışı gösterilebilir.

Kurumsal yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerde belki de aradığı en önemli unsurlardan biri ekonomik istikrardır. Ekonomik istikrarın sağlanamayacağına veya bozulacağına ilişkin beklentiler, kurumsal yatırımcıları bu piyasalardan uzak tutmaktadır. Çünkü tanımı gereği, gelişmekte olan ülkeler, sanayileşmiş ve gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla ekonomik soruna ve dolayısıyla istikrarsızlık unsuruna sahiptirler.

İMKB'nin 25 yıl gibi kısa geçmişinde ülke ekonomisi, dünya ekonomisi ve diğer borsalarla entegrasyonu açısından önemli kazanımlar sağlanmıştır. Çalışma içinde verilen tablo 16 incelendiğinde daha önce faaliyetlerine başlayan borsalara oranla daha iyi bir konuma geldiği söylenebilir. İMKB, son yıllardaki hızlı gelişmelere rağmen ülke ekonomisine Meksika ve Arjantin gibi ülkelerin borsalarından daha az bütünleşmiştir. Değerlendirmeler, İMKB'nin riski yüksek, buna karşılık getirisi düşük gelişmekte olan bir borsa görünümü kazandırmıştır.

İMKB ile özelleştirme arasındaki ilişkiler incelendiğinde şu sonuçlara varılmıştır. Özelleştirme uygulamalarında en uygun yöntemlerden birinin borsa aracılığı ile yapılan özelleştirmeler olduğu görülmüştür. Ekonomilerde sermayeyi tabana yayma işlevi en iyi borsalar aracılığı ile gerçekleşmektedir. Yine özelleştirmelerin borsaya etkilerine bakıldığında şirketlerin borsa aracılığı ile özelleştirme girişimleri borsaya ekonomi içindeki rolünü oynaması açısından olumlu etkiler yapmaktadır. Bununla birlikte borsa aracılığı ile yapılan özelleştirme uygulamalarının her zaman başarılı sonuçlar vermediğini ilgili bölümler incelendiğinde görülmektedir. Ayrıca buradan elde edilen ucuz maliyetli fonların yatırım, istihdam gibi reel ekonomik faaliyetlere dönüşmesini engelleyen yanlış şirket kararları hem özelleştirmenin, hem de borsanın özelleştirmedeki rolünü olumsuz yönde etkilediği görülmüştür. İMKB verilerine göre 1986–1999 döneminde halka açılan şirketlere borsa yolu ile yaklaşık 18 milyar dolarlık bir kaynak sağlanmıştır. Bu konu ile ilgili sonraki yıllara ait verilere ulaşılamamıştır.

İMKB'nin ekonomi üzerindeki etkileri bakımından incelendiğinde bu etkileri somutlaştıracak bazı verilerin değerlendirilmesi gerekmektedir.

Bu verilerin en önemlilerinden birisi borsanın piyasa kapitilizasyonu ile GSMH arasındaki oransal ilişkinin değerlendirilmesidir. Bu oran hem borsanın derinliği hem de borsanın ekonomi ile entegrasyonu ile ilgili ipuçları veren önemli bir veridir. 1989 yılındaki Piyasa kapitilizasyonu 6,8 milyar USD, GSMH 80,3 milyar USD Piy. Kap./ GSMH oranı ise % 8,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2005 yılı sonu itibariyle piyasa kapitilizasyonu 167 milyar USD civarında, Piy. Kap./ GSMH oranı ise % 50'ler düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu oran gelişmiş ülkelerde % 60-65 civarındadır. Tabii burada oran değerlendirilirken GSMH büyüklüğü ile piyasa kapitilizasyonunun parasal büyüklüğü önemlidir.

Ülke ekonomisinin temel göstergelerinin hisse senetleri ile olan ilişkileri farklı yönlerden etkilenmektedir. Hisse senetlerinin genellikle ekonomik faktörler ile aynı yönde hareket etmesi beklense de bu her zaman böyle olmayabilir. Bu durum ekonomik faktörlerin hisse senetleri üzerindeki etkileri ölçmeyi zorlaştıran bir durumdur. Çünkü ekonomik faktörlerdeki değişimin nedeni çok çeşitli olabilir.

İMKB, 1993 yılında dünyanın en iyi performans gösteren ikinci borsası olmuştur. 1993 yılı başında diğer gelişen borsalar arasında en ucuz hisse senetlerine sahip olan İMKB, piyasa kapitalizasyonu küçük ancak işlem hacmi nispeten büyük bir borsadır. 1994 yılında ise en çok kaybettiren borsalardan biri olmuştur. Bu durum, İMKB'deki spekülasyonun fazlalığını ifade etmektedir.

İMKB düşük piyasa kapitalizasyonu, yüksek işlem hacmi ve işlem görme oranı ile spekülasyon ve manipülasyonun yüksek olduğu bir borsadır. Talep yönündeki teşviklerin arz yönündeki teşviklerden oldukça fazla olması piyasadaki volatilitenin artmasına sebep olmaktadır. Yüksek volatilitenin beraberinde artan spekülasyonun getirdiği spekülasyon ve volatilitenin sebep-sonuç ilişkisi şeklinde bir arada görülmesi, volatilitenin piyasada kalıcı olmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan İMKB etkin bir piyasa olma sürecinin de kat etmesi gereken önemli mesafeler vardır.

Spekülasyonun yoğunluğu nedeniyle İMKB kısmen likiditesi yüksek bir piyasadır. Yurt dışında yerleşik kişilerin ülkemizde yapmış olduğu portföy yatırımları ise yıllar itibariyle artış kaydetmektedir. Ülkemizde sermaye piyasaları ile ilgili kurumsal ve hukuksal düzenlemelerde kısa sürede önemli ilerlemeler kaydedilmiştir. Süratli bir şekilde yapılan ve hala yapılmakta olan

düzenlemeler ile piyasamız bu alanda uluslararası standartları yakalamıştır. Daha yapılacak önemli kurumsal ve hukuksal düzenlemeler (türev piyasalar, derecelendirme, emtia borsaları v.b.) olmakla birlikte. İMKB'nin önünde başlıca engel olarak temel ekonomik göstergelerdeki olumsuz gelişmeler ve bundan kaynaklanan yapısal sorunların yanı sıra siyasi istikrarsızlıklar durmaktadır. İMKB'nin uluslararası yatırımcılardan portföy yatırımı çekebilir hale gelmesi için devletin finans sistemindeki ağırlıklı payını azaltması da gerekmektedir.

Tüm kusurlarına rağmen açık, dürüst ve şeffaf bir menkul değerler borsası, ekonomide uzun vadede karar sahiplerine hükümet istatistiklerinden ya da akademik araştırmacıların raporlarından çok daha iyi yol gösterir. Özellikle karşılaştırmalı fiyat/kazanç oranları hangi sektörlerin (ve bu sektörlerin içindeki kuruluşların) başarılı olduğunu ortaya koyacaktır. Fiyat/kazanç katsayılarının yüksek olduğu (halkın gelecekteki kardan pay alabilmek için bugünkü karın kat kat üzerinde para ödeyerek hisse almaya çalıştığı) bir sektör yeni yatırımlar için hızlı ve ucuz bir biçimde sermaye bulabilir.

İMKB uzun vadeli bir yaklaşımla ele alındığında, yasal düzenlemeleri büyük ölçüde tamamlanmış ve önünde başlıca engel olarak makro ekonomik dengesizliklerle bazı yapısal sorunlar kalmış gelişen bir borsa görünümü vermektedir. İMKB, gelişen borsalar arasında avantajlı bir konuma sahiptir. Ancak bu durumun devamı, Türkiye'de kamu maliyesinin düzenlenmesi ve devletin ekonomideki payının azaltılarak özel sektöre yeni kaynaklar aktarılması ile mümkündür. İMKB ile ilgili diğer teknik alt yapı sorunlarının zaman içinde çözüme kavuşması beklenmektedir.

## ÖNERİLER

Bu bulgulardan yola çıkarak, İMKB'nin gösterdiği volatilitenin kabul edilebilir bir düzeye indirilebilmesi için, çeşitli çözüm önerileri getirilebilir. Volatilitenin, aslında likidite yaratmada olumlu etkileri bulunmakla beraber, OECD ülkelerinde gözlenen volatilitenin ortalamasının bir- kaç katına ulaşan İMKB'nin getiri volatilitelerini olumlu görmek abartılı olacaktır. Bu nedenle alınacak tüm önlemler İMKB'nin genel olarak oynak yapısına istikrar getirmeyi amaçlamalıdır. Alınacak tedbirler üç bölümde incelenebilir. Birincisi, doğrudan talep üzerinde etki yapan önlemler. İkincisi, arz yönlü düzenlemeler ve üçüncüsü de bunların dışında kalan ve ekonomik olmayan önlemler.

Talep yönünde alınabilecek önlemlerin birçoğunun başarı şansı, ne yazık ki yıllardır uygulana gelen yüksek iç borçlanma politikaları nedeniyle bir hayli düşüktür. Bilindiği gibi hazine bonosu getirisi risksiz olarak kabul edilir. Çünkü kontrat üzerinde bu enstrümanın getirisi yazılıdır ve devlet borçlarını geri ödeme konusunda tam bir güvenilirliğe sahiptir. Diğer bir deyimle, getiri riski çok yüksek bir yatırım alanı olan borsa, risksiz ve yüksek bir reel getiriye sahip olan hazine bonosu alternatifine karşı önemli bir dezavantaja sahiptir. Repo ve hazine bonosu işlem hacimleri İMKB işlem hacmine oranla bir hayli yüksektir. Kaldı ki, bu yüksek getiri alternatifi (faizlerin yüksekliği nedeniyle) İMKB'ye olan talebi düşürmekle kalmamakta, piyasadaki spekülasyonlar hisse senetlerinin fiyatlarını artırarak Piyasayı daha da güvensiz bir duruma getirmektedir. Bir diğer önemli husus döviz piyasasının istikrara kavuşturulmasıdır.

Reel faizlerin yüksek olması, ilk bakışta yatırımcıları finans piyasaları yerine, tercihlerini sermaye piyasalarında sermaye satışı yoluyla sermaye elde etme yönüne itse de Türkiye örneğinde bu olanak birkaç nedenle gerçekleşmemektedir.

Tasarruf sahipleri hızlı bir getiri arzusu içinde olduklarından, ortaya çıkacak getiriye

kadar olan süreci uzun bulmakta ve şirketler gereksinim duydukları kadar sermaye elde edememe durumu ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Şirketlerin hala büyük bir kısmı aile şirketi niteliğindedir ve ortaklar halka açıldıkları takdirde yönetim üzerinde güç kaybına uğrayacakları kaygısını taşımaktadır. Bununla beraber, mali serbestlik sonrası özel sektörde sabit sermaye yatırımları zaten bir hayli düşmüştür. Borsada kote olan ve ülke ortalamasına göre oldukça büyük ölçekli firmalar ise iki nedenle sermaye artırımlarına gitmemektedir.

a)Yüksek enflasyon karşısında sermaye yeterliliğini koruyabilmek.

b) Büyüme stratejilerini sürdürebilmek ancak piyasaya kote olmayan firmalar bu sürecin dışında kalmaktadırlar.

Özetle, talep yönünde alternatif yatırım araçlarının yüksek ve risksiz getirileri borsayı olumsuz etkilerken, arz yönünden de özellikle volatilitenin getirdiği dezavantajlar nedeniyle İMKB avantajlı bir yatırım finansmanı aracı olma özelliğini yitirmektedir.

Bu bulgular ışığında, İMKB'nin gerek reel yatırımcı gerekse finansal yatırımcının güvenini kazanması için bazı önlemler önerilebilir:

Öncelikle günlük ve gün-içi alım-satımlarla yaratılan yapay volatilitenin önüne geçilmelidir. Bunun bir aracı da, alım-satım maliyetlerinin her türlü işlem için değil, fakat özellikle çok kısa vadeli işlemler için yüksek tutulması olabilir. Bu teknik mali değişiklik bilgisayar sisteminin biraz daha geliştirilmesini ve her yatırımcıya özgü bir numara verilmesini zorunlu kılacaktır. Burada amaç çok kısa dönemli alım-satımlarla bazı senetlerin volatilitelerini yapay olarak yükselten spekülörleri ekonomik olarak cezalandırmak, fakat uzun dönemli yatırımcıya ise ek bir yük getirmemektir.

Hatta son günlerde Sermaye Piyasası Kurulu'nun da egemen bir tezi haline gelen biçimde hisse senetlerini bir yıldan uzun tutan yatırımcılar her türlü gelir vergisinden muaf tutuldukları gibi İMKB'de bir yıldan fazla elde tutulduğu tescil edilmiş olan hisselerin satışında kurtajdan (satış komisyonlardan) muaf olması hisse senedini daha uzun vadelerde tutmayı özendircektir. Bunun Maliye Bakanlığı ile koordineli bir biçimde yürütülmesi son derece yararlı olacaktır.

Alım-satım üzerinden alınan komisyonlar artırıldığı takdirde kısa vadeli spekülasyonlar azalabilir. Burada bir tartışma olduğu ve aksine spekülörlerin bu komisyonları aşan spekülasyonlar yapabileceği savunulmuş olsa da bu tez literatürde pek geçerlilik kazanamamıştır. Bununla beraber, bu komisyonlar yukarıda da belirtildiği gibi satıcının hisse senedini ne kadar uzun tuttuğuna bağlı olarak azaltılırsa hem spekülörü cezalandıracak, hem de yatırımcıyı teşvik edecektir. Hiç şüphesiz burada spekülasyon olgusu ortadan tamamen kalkmasa da önemli bir biçimde azalacaktır.

İMKB-30 ya da benzeri bir endeks geliştirilmeli ve bunun üzerinde alım-satım ve vadeli alım-satım olanaklarının sağlanması gereklidir. İMKB'nin böyle bir girişim içinde olduğu bilinmektedir. Ancak, bu tür bir enstrümanın biran önce yürürlüğe sokulması gerekmektedir. Böylece spekülörlerin alım-satımlarla fiyatını etkilemesi güç bir "yapay senet" oluşturulabilecek ve bu da İMKB'nin çok yüksek getiri volatilitesi nedeniyle piyasaya girmeyen bazı bireysel ve



kurumsal yatırımcıları alım-satım yapmaya özendirilecektir. Bu İMKB'ye olan güvensizliği belli bir düzeyde azaltacak ve hem talep yapısını ve hem de miktarını daha olumlu etkileyecektir.

Hisse senetlerinin piyasa arz payı belli bir düzeye ulaşmadan İMKB üzerinde alım-satımlarının gerçekleştirilmesi sınırlandırılabilir. Özellikle ödenmiş sermaye ya da halka açılma oranları belli bir düzeyin altında şirketlerin senetlerinin işlem görmeleri, bu tür senetler üzerinde spekülasyon hareketlerin daha kolay gerçekleştirilebilmeleri nedeniyle sınırlandırılmalıdır. Piyasa arz düzeyi düşük olan senetler çok daha fazla volatilité göstermektedir. Bu tür bir sınırlama belki arz yönünden olumsuz etkiler yaratsa bile, uzun dönemde İMKB'nin daha güvenilir bir borsaya dönüşmesinde etkili olacaktır. Bu sınırlandırma da yöntem olarak, gerek alım-satımlarda miktar sınırlandırılması, gerekse kurtajların yükseltilmesi biçiminde olabilir. Belli bir yatırımcı adına piyasa arz düzeyinin belli bir oranını aşan alımlara miktar sınırı getirilirken, bu sınırın altında çeşitli alım-satım düzeylerine de artan oranlı kurtajlar belirlenebilir. Bu dinamik yapı oldukça büyük bir bilgisayar donanımı ve yazılımı gerektirse de borsada zaman içinde yapısal istikrar sağlanmasıyla maliyetini kolaylıkla çıkaracaktır.

Borsanın gerek yurt içi gerekse yurt dışında oluşabilecek çeşitli siyasî, ekonomik, toplumsal olaylar ve felaketler (vb.) ani gelişmeler karşısında vereceği olumsuz tepkileri azaltarak borsanın çöküşlerden korunması amacıyla 15 veya 30 dakikalık "açılış seansı" uygulanabilir. Bu seansın sonunda borsa yönetimi gelişmeler ışığında normal seansa geçilmesine veya işlemlerin durdurulmasına karar vererek özellikle küçük yatırımcıları korunmasını sağlayabilir. Böylelikle borsa için önemli olan güven duygusunun sarsılmaması sağlanabilir.

Borsanın gelişimi, Türkiye'nin diğer bölgelerinde yaratılacak arz ve taleple daha da hızlandırılabilir. İMKB'nin bu konuda da çalışmaları bulunmaktadır ve bu çalışmaların hızlandırılması da yine borsanın gelişimine olumlu katkıları olacaktır. Özellikle hala atıl olarak elde tutulan değerli maden ve yabancı paraların İMKB'ye çekilebilmesi oldukça yararlı olacaktır.

Enformasyon kanallarının gelişmesi için alınan tüm önlemler ve olanakların artırılması çabaları sürdürülmelidir. Bilgi akışları spekülasyonların başarılı olmalarını engelleyecek en önemli olgudur. Çünkü spekülasyon belli bir süre için bilginin yaygın olmamasını arzular ve kendisinde bulunan bilgi ile önceden pozisyon almak ister.

Ekonomik önlemlerin yanısıra hukuki cezalar artırılarak. "içerden ticaret" (insider trading) ve manipülasyon caydırıcı cezalara çarptırılmalıdır. Çünkü zaman zaman ekonomik cezalar yeterli

caydırıcılıktan yoksun kalmakta veya olumsuz yan etkileri nedeniyle yeğlenmemektedir. Sonuç olarak; Türkiye ekonomisinin gelişimine son derece önemli katkıları olabilecek potansiyelleri taşıyan İMKB yapısal sorunları nedeniyle işlevsel olarak bu özellikleri sergileyememektedir. Bu sorunların başında da makroekonomik istikrarsızlık bulunmaktadır ancak piyasa yapısının biçimi de yine önemli sorunlar yaratmaktadır. Bu yapı da daha cesur ekonomi politikaları ve bazı finansal düzenlemeler gündeme getirilerek uygulamaya alınmasını zorunlu kılmaktadır.

## KAYNAKÇA

### A. KİTAPLAR

- BOZKURT, Ünal. "Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Menkul Değer Borsalarının Rolü (Gelişmeler ve Sorunlar)" **Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsalarının Rolü** seminer, İktisadi Araştırmalar Vakfı ve İMKB Yayını, İstanbul, 1995
- ÇAPANOĞLU, B. Mustafa **TürkiyedeTürkiye’de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Yayıncılık, İstanbul, 1993
- ÇEKİNMEZ, Mehmet, Sezai Bekgöz, Abdullah Akyüz "Ekonomik Açından Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymetler" **İMKB ve Türk Hukukçular Derneği Panelininin Kitap Haline Getirilmiş Baskısı**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1996
- DAĞLI, Hüseyin. "Türkiye’nin Risk ve Geliri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasalarındaki Yeri" **Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar**, İşletme ve Finans Yayınları Yayın. No:4, Ankara, Kasım 1996.
- DOĞU, Murat. **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, S.P.K Yayını. Yayın No:27, Ankara, 1996.
- EROL, Ümit. **Futures Piyasalar Teori ve Pratik**, Türkiye Bankalar Birliği Yayın Yayın. No: 190. Ankara, 1994
- FERTEKLİGİL, Azmi. **Türkiyede Borsa'nın Tarihçesi**, Borsa Tarihi Araştırmalar Vakfı, İMKB Yayını. Yayın No:3, İstanbul, 1993
- GÜNÇAVDI, Ömer. LEVENT, Haluk. ÜLEGİN, Burçin. **İMKB'ye Kayıtlı Firmaların Finansal Yayınlarını Bekleyen Faktörler**, Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Tebliğleri Serisi Sayı:3 Ankara, Ağustos 1998.
- GÜNEŞ, Hurşit. SALTOĞLU, Burak. İMKB'nin **Getiri Volatilitésinin Makro Ekonomik Konjektür Bağlamında İrdelenmesi** İst. İMKB Yayınları Eylül 1998. x
- \_\_\_\_\_, **İMKB'nin Sorunları ve Gelişmesi İçin Önlemler**, İTO Yayını, Yayın No: 23 İstanbul, 1993.
- İMKB Yayınları Yatırım Danışma Merkezi. **Hisse Senedi Alım Satım Kılavuzu** İstanbul, 1999.

- İMKB Yayınları. **Güneydoğu Asya Krizi Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri** İst. İMKB Araştırma Müdürlüğü Nisan 1998.
- İMKB Yayınları. **Hisse Senedi Alım Satım Kılavuzu** Yatırım Danışma Merkezi, İst. 1999.
- İMKB Yayınları. **Halka Açılan Şirketler** Kotasyon Müdürlüğü İstanbul, Ekim 1998.
- İMKB Yayınları. **Sabit Getirilen Menkul Kıymetler**, İstanbul, 1999.
- İMKB Yayınları. **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu** İst. 19. Baskı Mayıs. 2006.
- İMKB Yayınları. **Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası** Yardımcı Danışma Merkezi İst. 1995.
- İMKB Yayınları. **Vadeli İşlemler Tanıtım Kılavuzu**, İst. 1998.
- İMKB Yayınları. **Vadeli İşlemler Tanıtım Kılavuzu**, İstanbul, 1998.
- İMKB Yayınları. **Sabit Getirilen Menkul Kıymetler**. İstanbul, 1999.
- İMKB Yayınları. **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu**Kılavuzu, 19. Baskı, İstanbul, Mayıs. 2006.
- İMKB Yayınları. **Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası**, İMKB Yardımcı Danışma Merkezi, İstanbul, 1995.
- İMKB Yayınları. **Halka Açılan Şirketler** Kotasyon Müdürlüğü Ekim 1998
- İ.T.O Yayınları. **İMKB'nin Sorunları ve Gelişmesi İçin Önlemler**, Yayın No: 23 İstanbul, 1993.
- KARAN, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**. Hacettepe Üniversitesi Finansal Yayınları No: 1. Gazi Kitapevi. Ekim 2001.
- KARAHAN, Hakan. "Menkul Kıymet Borsalarının Ekonomideki Yeri" **İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayın No:88** Seminer İst. 1992
- KARASAR, Niyazi. **Araştırmalarda Rapor Hazırlama**. Beşinci basım Ankara. Bahçelievler P.K. 33.1991.
- \_\_\_\_\_, **Bilimsel Araştırma Yöntemi Kavramları İlkeler Teknikler** 3. Baskı Bilim Yayınları 1982.
- KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler**, İkinci Basım.

İst. 1994.

- KILIÇ, Saim. **Sermaye Piyasasında Yatırmanın Korunma Güvence Fonları**. Ank. S.P.K Yayını Yayın No: 95 Ekim. 1997.
- KILINÇ, Kazım. **200 Soruda A'dan Z'ye Borsa**, İstanbul, Ekim 1991.
- KIYILAR, Murat. **Etkin Pazar Kavramı ve Etkin Pazar Kavramının İMKB'de İncelenmesi, Test Edilmesi**. Ank. S.P.K Yayını Yayın No: 86 Ağustos 1997.
- KOCAMAN, Ç. Berna **Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İMKB Sonrasında Bazı Değerlendirmeler ve Gözlemler**. İst. İMKB. Araştırma Yayınları, Yayın. No:5. Haziran 1995.
- KOÇ, Özlem. **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama** S.P.K Yayını. Yayın. No: 118, Mayıs. 1998.
- LEFEVNE, Eduin. **Bir Borsa Spekülatörünün Anıları** Çevireni Şehnaz, Tahir. İst. Scala Yayıncılık Aralık. 1997.
- MAYER, Markin. **Borsayı Çalmak**. Çeviren; Şehnaz. Tahir İst. Scala Yayıncılık. 1998.
- İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları. **İMKB'nin Türk Ekonomisindeki Yeri**, Seminer, İst. 1992
- ÖCAL, Nurcan. **Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması Etkileri Sorunları Çözüm Önerileri**. Ank. S.P.K. Yayını. Yayın No: 106. 1997.
- SARI, Yusuf. **Borsada Sistemli Teknik Analiz** Birinci basım. İst. Alfa Basım. Yayın Eylül. 1996.
- SEYİTOĞLU, Halil. **Ekonomik Tanımlar Ansiklopedik Sözlük**. Ankara Gizem Yayınları.1992
- TEZCANLI, VARIŞ, Meral. ORAL, Erdoğan. **Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İMKB**, İMKB. Araştırma Yayınları. Yayın No: 5, İstanbul, Mayıs. 1996.
- UZUNOĞLU, Sadi. ALKİN, Kerem. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları. Yayın No: 6, İstanbul, Haziran 1995.
- ÜNAL, Targan. **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği**

**Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İMKB Araştırma Yayınları Yayın No:7, İstanbul, Temmuz 1995.

- \_\_\_\_\_ **Dünyada ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları**. İTO Yayınları, İstanbul, 1991.
- ÜREKEN, Naile. ÖZÇAM, Ferhat. "Finansal Piyasalarda Yatırımcı Davranışları Teknik Analiz ve Türk Hisse Senedi Yatırımcıları" **Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar**. İşletme ve Finans V. ve İMKB Yayın, Yayın No: 4 Ankara, Kasım 1996.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği Yayını, **Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Risk Yönetimi**, Yayın No: 24, İstanbul, 2005.
- YALÇINER, Barbaros. **Tezgah Üstü Hisse Senedi Piyasaları A.B.D ve Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi**. Birinci Basım Ankara Sermaye Piyasası Kurumlar Yayını. Yayın No: 34 Mayıs. 1996.
- YILDIRIM, Abdurrahman. **Borsada Dördüncü Perde** Birinci Basım. Alfa Basım, Yayın, İstanbul, Eylül 1996.
- \_\_\_\_\_ **Tophanede Büyük Oyun**. 13. Baskı. Güncel Yayıncılık, İstanbul, Ekim 1995.

## **B.TEZLER**

- AĞIR, Hüseyin. **İMKB’nin Ekonomik Büyümeye Katkısının Ekonometrik Analizi**. K.S.Ü.S.B.E.İ.A.B.D.Yük. Lis. Tezi. Kahramanmaraş. 2003
- ALTINTAŞ, Berra. **Menkul Kıymet Borsaları ve Türkiye Uygulaması**. Ankara Üniv. Sos. Bil Enst. İşletme Bölümü, Ankara, 1986.
- BENGİN, Hatice. **Türkiye’de Menkul Kıymetler Borsası**. U.Ü.İ.İ.B.F İktisat Bölümü. Bursa, 1993.
- ÇOTEL, A. **Menkul Değerlere Yatırım Vadeleri, İşlevleri ve Sonuçları**. İnönü Üniv. Sos. Bil. Enst. Malatya, 1996.
- ERDEM, Eylem. **Makroekonomik Değişkenlerin İMKB Endeksi Üzerindeki Etkilerin İstatistiksel ve Ekonometrik Açından İrdelenmesi**. M.Ü. Ban. Ve Sig. Ens. Ser. Piy. ve Bor. Anabilim Dalı. İstanbul, 2002.
- GERŞİL, Aydın. **Ekonomik Faktörlerin Hisse Senetleri Fiyatları Üzerindeki Etkileri**

Celal Bayar Üniv. İşletme Fakültesi, Manisa, 1998.

- KARSLI, Muharrem. **Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasalarındaki İşlevi.** İ.Ü. Sosyal Bil. Enstitüsü Para ve Banka Bilim Dalı. Doktora Tezi, İstanbul, 1989.
- KIRMIZI, Abdulkadir. **İMKB'nin Türkiye Ekonomisindeki Yeri ve Önemi.** M.Ü. S.B.E.İ.A.B.D. İstanbul, 1998
- ÖKTE, M.K.Savaş. **Gelişen Borsalar** İst. Univ. Sos. Bil. Enst. Sermaye Piyasası ve Borsa Bilim Dalı. İstanbul, 1994.
- ÖCAL, Yasemin. **Hisse Senetleri İMKB İşlem Gören Üretim İşlemelerinin, Uzun Süreli Finansal Borçlanma Kararını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi Üzerine Araştırma.** İst. Üniv. Sos. Bil. Enst. İşletme Finansman. İstanbul, 1993.
- ÖZER, Bengi. **Price Performance of Intialipublic Offer İngs in Turkey.** (Türkiye'de İlk Defa Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Fiyat Performansı Celal Bayar Üniv. Doktora Tezi. Manisa, 1995.
- PARMAKSIZ, Yasemin. **Türkiye Sermaye Piyasası İçinde İMKB'nin Gelişimi, Sorunları ve Türk Ekonomisindeki Önemi,** Anadolu Üniv. Sosyal Bil. Enst. Y.L.T. Eskişehir, 1994.
- SARAÇ, Kenan **Özelleştirme ve İMKB,** İ.Ü. İşletme Finans. Bölümü Yüks. Lis. Tezi İstanbul, 1992.
- TANRIYAKUL, M. Ertan Diğerleri **Menkul Kıymet Borsaları ve Türkiye İçin Önemi.** O.D.T.Ü Ekonomi Bölümü. Y. L. T. Ankara, 1985.
- TOKATLI, A. Seçkin. **Tasarrufların Yatırıma Dönüşmesinde Borsanın Rolü: İMKB Üzerine Bir İnceleme.** M.Ü.S.B.E.İ.A.B.D. Yük. Lİs Tezi. İstanbul, 1998.
- UYAN, Birgül. **Hisse Senetlerinin Makro Ekonomik Değişkenler İle Analizi: İMKB'de Bir Uygulama.** K S Ü.S.B.E.İ.A.D., Kahramanmaraş, 1999.
- YÜZBAŞ, Fatih. **Makro Ekonomik Göstergelerin Borsa Endeksi Volatilitesi Üzerine Etkileri.** G.Ü.S.B.E.E.A.B.D. Ankara, 2002

### C. ARAŞTIRMA RAPORLARI VE YETERLİLİK ETÜTLERİ

- AKYÜZ, Abdullah. Selen Derin. "1982–89 Döneminde Sermaye Piyasasında Yaratılan Kaynakların Kullanımı Üzerine Gözlemler **Araştırma Raporu**. S.P.K. Ankara, Nisan. 1990.
- ARIKAN, İlkyay "Gelecek Borsaları ve Türkiye Olabilirliği" **Yeterlilik Etüdü S.P.K;** Denetleme Dairesi Ankara, Aralık. 1992.
- BİLDİK, Recep. "Dünya Menkul Kıymet Piyasalarında Gözlenen Gelişmeler" **İMKB Hisse Senedi Müd. Araştırma Raporu** İstanbul, 1998.
- DODA, Melda. "Sermaye Piyasası ve Genelde Türk Ekonomisine Etkileri Açısından Yabancıların Menkul Kıymet Alım-Satım Faaliyetleri" **S.P.K Denetleme Dairesi**. Ankara, 1989
- DOĞU, Murat. "Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye". **Yeterlilik Etüdü. S.P.K.** Ortaklıklar Finansmanı Dairesi. Ankara, 1995.
- ERKUT, Ergin. "İMKB'nin İşleyişi" **İMKB Araştırma Raporu**. İstanbul, 1996
- GÜZELHAN, Hayal. Mediha Ager. "İlk Halka Araştırmada Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arzların Piyasa Performansları. "**S.P.K. Araştırma Raporu** Ankara, 1991.
- KANALICI, Hülya. "Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler **S.P.K Araştırma Raporu**. Ankara, Temmuz 1997.
- KILIÇOĞLU, S. Esen. "Menkul Kıymetlere Yatırım" **İMKB Araştırma Raporu**. Araştırma Yayım ve Eğitim Müd. İstanbul, 1992.
- Özbay, Remzi. "Hisse Senedi Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon" **S.P.K. Araştırma Raporu**. Ankara, 1990
- ÖZCAN, Mustafa. "Hisse Senedi Fiyatlarını Belirleyen Unsurları ve Türkiye "**S.P.K Yeterlilik Etüdü**. Ankara. 1990.
- ÖZÇAM, Ferhat "Finansal Piyasalarda Yatırıma Davranışları, Teknik Analiz ve Türk Hisse Senedi Yatırımcıları" **S.P.K Araştırma Raporu**. Ankara, 1995.
- ÖZÇAM, Mustafa. "Hisse Senedi Fiyatlarını Belirleyen Unsurları ve Türkiye "**S.P.K Yeterlilik Etüdü**. Ankara, 1990.
- ÖZMEN, Tahsin. "Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkileri. **S.P.K Araştırma Raporu** Ankara, 1990.



- S.P.K. Yayınları, "İMKB'de Oluşan Fiyat Hareketleri ve Diğer Yatırım Araçlarının Getirilerindeki Gelişmeler ve İlişkiler". **S.P.K. Araştırma Raporu** No: 3400 Ankara, S.P.K. 1997.
- SAYAR, F. Nihal, "Hisse Senedi Piyasalarında Süpekülatif ve Manipülatif. Faaliyetler". **S.P.K. Yeterlilik Etüdü.** Ankara, 1993.
- \_\_\_\_\_ "Türkiye'de Halka Açık Şirketlerin Ortaklık Yapıları" S.P.K.Ar. Ge. Dairesi **Araştırma Raporu** Ankara, 1983.
- TAŞKIRAN, Sevtap. "Makro Ekonomik Gelişmelerin Mali Piyasalar ve Şirketler Kesimince Etkileri" **S.P.K. Araştırma Raporu.** A.G.D. Ankara, 1991.

**NOT:** Yukarıda Verilen Kaynaklar (Araştırma Raporları ve Yeterlilik Etütleri Yayınlanmamış Teksir Halindedir.

#### **D. SÜRELİ YAYINLAR**

- ARTUN, Tuncay. "Biz Varsak S.P.K Var." **Ekonomik Trend** Söyleşi. Yıl 5. Say. 12. Mart. 1997.
- \_\_\_\_\_ " Enflasyon. Canavarının Hakkından Borsa Gelir." Yeni Yüzyıl. (29. Kasım 1996.) 3-Durukan, Banu. "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı. Üzerine Bir Araştırma 1990–1995." **İMKB Dergisi** Yıl 1 Sayı.3 Temmuz. Ağustos, Eylül. 1997.
- Dünya Dergisi. "Finans Piyasalarının Darboğazları ve Öneriler", Finans Kulüp Ekim Ayı Konferansı. 1 Kasım 1996.
- ERGEÇ, Fulya. "İMKB'de Sermaye Arttırma Yapan Firmaların Rüçhan Haklarının Opsiyon Olarak Kontiatif Maddeler İle Fiyatlandırılması" **Dünya** (1 Kasım 1996) Finans Kulüp; Özel Ek.
- ERTUNAN, Caner. "Şirketlerde Halka Açılma Salgını" **Uzman Gözüyle Bankacılık Yıl 2.** Sayı. 7 Eylül 1994.
- "Gözlem" **Ekonomist** (26 Ocak. 1997)
- İMKB "Global. Sermaye Piyasaları." **İMKB Dergisi.** Yıl.1 Sayı 1. Ocak .Şubat. Mart. 1997.
- \_\_\_\_\_ "Sermaye Piyasaları" **İMKB Dergisi.**Yıl. 1. Sayı. 3. Temmuz. Ağustos. Eylül. 1997.

- \_\_\_\_\_ "Sermaye Piyasaları" **İMKB Dergisi**. Yıl.2. Sayı .6. Nisan. Mayıs. Haziran. 1998.
- \_\_\_\_\_ "Sermaye Piyasaları" **İMKB Dergisi**. Yıl.3. Sayı.9 Ocak. Şubat. Mart. 1999
- "İMKB "Piyasa İstatistikleri" **İMKB Dergisi** Yıl 2. Sayı 6 Nisan, Mayıs, Haziran 1999.
- "İMKB "Piyasa İstatistikleri" **İMKB Dergisi**. Yıl.3. Sayı 9 Ocak, Şubat, Mart.1999
- KIYMAZ, Halil "İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler. İmalat Sektörü 1990–1995 Uygulaması" **İMKB Dergisi** Yıl. 1, Sayı. 3. Temmuz-Ağustos-Eylül. 1997.
- ÖZKURAL, M. Akşit. "Cityorof. İstanbul'a Doğru" **Dünya** (1 Kasım 1996) Finans Kulübü
- ÖZMEN, Tahsin. "Menkul Kıymetleştirmenin (V.D.M.K) Avantaj ve Dezavantajları" **Dünya** (Ocak. 1993)
- TUNALI, Elif. "Manipülasyon" SPK Araştırmalar Dairesi Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler. **Haftalık Rapor**. Yıl 2, sayı 34. 26 Ağustos-1 Eylül 2006

#### E. İNTERAKTİF KAYNAKLAR

- <http://ekutup.dpt.gov.tr/tg/index.asp?yayin=mpg&yil=0&ay=0> (Haziran 2006)
- <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hissealsat.html>
- <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar.html>
- <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.html>
- <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hspkilavuz.zip>
- <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>
- <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/faaliyetrporu.htm>
- <http://www.imkb.gov.tr/veri/veriset1.zip>
- <http://www.imkb.gov.tr/veri/veriset2.zip>
- <http://www.imkb.gov.tr/veri/veriset3.zip>
- [http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat\\_getiri.htm](http://www.imkb.gov.tr/sirket/fiyat_getiri.htm)
- <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetrporu>
- <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=manipulasyon>
- [http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten\\_files/2006/2006\\_9.pdf](http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten_files/2006/2006_9.pdf)
- <http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/haberduyuru.htm?tur=aylikbulten>