

T.C.
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**FİNANSAL SİSTEM İÇERİSİNDE ARACILIK
FAALİYETLERİ VE ARACI KURUMLARIN YAPISAL
ÖZELLİKLERİ**

Danışman
Prof Dr. Şener DİLEK

Hazırlayan
Cemal KOYUNOĞLU

İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü
Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönergesinin **İŞLETME ANABİLİM DALI**
İçin Öngördüğü **DOKTORA TEZİ** Olarak Hazırlanmıştır.

Malatya
Aralık 1996


T.C.
İnönü Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü 'ne

Bu çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı' nda
DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan

Üye *Prof. Dr. Sener Dilek* Adı, Soyadı ve Ünvanı


Üye *Prof. Dr. Hasan Karamel* Adı, Soyadı ve Ünvanı


Onay *Doç. Dr. Mustafa Ulaş* Adı, Soyadı ve Ünvanı


Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu
onaylarım.

..... / / 1996

İmza

Adı, Soyadı ve Ünvanı

Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
TABLolar LİSTESİ	X
GRAFİKLER LİSTESİ	XII
GİRİŞ	XIV

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL KURUMLAR

1. Tasarruf ve Yatırım	1
1.1. Genel Olarak Tasarruf ve Yatırım	1
1.2. Tasarruf Yatırım İlişkisi	4
1.3. Yatırımcılar ve Amaçları	5
1.4. Yatırım ve Spekülasyon Arasındaki İlişki	7
1.5. Yatırım Türleri ve Finansal Yatırımlar	9
2. Finansal Piyasalar	11
2.1. Finansal Piyasaların Doğuşu ve Tanımı	11
2.2. Finansal Piyasaların Genel Yapısı	13
2.2.1. Finansal Araçlar	13
2.2.2. Finansal Kurumlar	15
2.3. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması	16
2.3.1. Fonların Vadelerine Göre Finansal Piyasalar	16
2.3.1.1. Para Piyasaları	17
2.3.1.2. Sermaye Piyasaları	18
2.3.1.3. Para ve Sermaye Piyasaları Arasındaki İlişki	19

2.3.2. Fonların Sağlanma Şekline Göre Finansal Piyasalar	21
2.3.2.1. Fonların Doğrudan Sağlandığı Piyasalar	22
2.3.2.2. Fonların Aracılar Vasıtasıyla Sağlandığı Piyasalar	23
2.3.3. Kurumsal Bir Pazar Yerinin Olup Olmamasına Göre Finansal Piyasalar	25
2.3.3.1. Örgütlenmiş Finansal Piyasalar	25
2.3.3.2. Örgütlenmemiş Finansal Piyasalar	26
2.4. Finansal Piyasaların Ekonomiye Etkileri	27
2.5. Finansal Piyasalarda İşlem Gören Yatırım Araçları (Menkul Kıymetler)	29
2.5.1. Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Özellikleri	29
2.5.2. Menkul Kıymetlerin Çeşitleri	31
2.5.2.1. Kamu Kesiminin İhraç Ettiği Menkul Kıymetler	32
2.5.2.1.1. Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonosu	32
2.5.2.1.2. Gelir Ortaklığı Senedi (G.O.S.)	35
2.5.2.2. Özel Kesimin İhraç Ettiği Menkul Kıymetler	37
2.5.2.2.1. Hisse Senetleri	37
2.5.2.2.2. Özel Sektör Tahvilleri	41
2.5.2.2.3. Kâr-Zarar Ortaklığı Belgesi (K.Z.O.B.)..	43
2.5.2.2.4. Katılma İntifa Senetleri (K.İ.S.)	46
2.5.2.2.5. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar	48
2.5.2.2.6. Finansman Bonoları	49
2.5.2.2.7. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	52
2.5.3. Menkul Kıymet Yatırımlarında Risk ve Kaynakları	52
2.5.3.1. Sistemik Riskler	55

2.5.3.1.1. Faiz Oranı Riski	56
2.5.3.1.2. Satın Alma Gücü (Enflasyon) Riski	57
2.5.3.1.3. Pazar Riski	58
2.5.3.2. Sistematik Olmayan Riskler	59
2.5.3.2.1. Finansal Risk	60
2.5.3.2.2. Yönetim Riski	62
2.5.3.2.3. İş ve Endüstri Riski	63
3. Finansal Kurumlar	63
3.1. Genel Olarak Finansal Kurumlar ve Nitelikleri	63
3.2. Finansal Kurumların Temel Fonksiyonları	65
3.2.1. Aracılık Hizmeti Sunmak	65
3.2.2. Küçük Tasarruflarla Büyük Yatırımları Finanse Etmek	67
3.2.3. Birikimlere Likidite İmkânı Sağlamak	68
3.2.4. Risk Ayarlaması Yapmak	68
3.2.5. Danışmanlık Hizmetleri Sunmak	69
3.3. Finansal Kurumların Türleri	69
3.3.1. Para Yaratan Finansal Kurumlar	71
3.3.1.1. T.C. Merkez Bankası	71
3.3.1.2. Ticaret Bankaları	72
3.3.2. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar	74
3.3.2.1. Tasarruf Kurumları	74
3.3.2.1.1. Tasarruf Sandıkları	74
3.3.2.1.2. Yardımlaşma Sandıkları	75
3.3.2.1.3. Tasarruf ve Kredi Birlikleri	75

3.3.2.2. Sözleşmeye Dayanan Finansal Kurumlar	75
3.3.2.2.1. Yatırım Bankaları	75
3.3.2.2.2. Sosyal Güvenlik Kurumları	78
3.3.2.2.3. Özel Sigorta Şirketleri	79
3.3.2.3. Diğer Finansal Kurumlar	80
3.3.2.3.1. Kalkınma Bankaları	80
3.3.2.3.2. Kollektif Yatırım Kurumları	81
3.3.3. Sermaye Piyasasına Hizmet Veren Kurumlar	82

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASINDA ARACILIK FAALİYETLERİ VE ARACI KURUMLARIN YERİ

4. Aracılık Faaliyetleri, Tanımı ve Türkiye’de Tarihsel Gelişimi	83
4.1. Tanımı	83
4.2. Tarihsel Gelişimi	85
4.2.1. Osmanlı Dönemi	85
4.2.2. Cumhuriyet Dönemi	87
4.2.2.1. 1923 -1980 Arası	87
4.2.2.2. 1980 Sonrası	88
5. Mali Piyasalarda Aracılık Faaliyetlerinin İktisadi Temelleri	90
5.1. Mali Piyasaların İşlevi ve Bu Piyasalarda Verilen Kararlar	90
5.2. Mali Piyasalarda Aracılık Faaliyetlerinin Fonksiyonları	94
5.2.1. Değişim Maliyetlerini Düşürmeleri	95
5.2.2. Piyasada Bilgi Üretimini ve Akımını Sağlamaları	96
5.2.3. Yatırım Sonrası İzleme Görevini ve Riski Üstlenmeleri	97

5.3. Mali Piyasalarda Aracılık Faaliyetlerinin İktisadi Temelleri Üzerine Değerlendirme	99
6. Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetleri	100
6.1. Birincil Piyasa Faaliyetleri	100
6.2. İkincil Piyasa Faaliyetleri	101
6.3. Kollektif Yatırımla İlgili Faaliyetler	102
6.4. Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi Faaliyetleri	103
6.5. Bilgi Toplama ve Yayma Hizmetleri	104
7. Sermaye Piyasası Kurumları	105
7.1. Genel Olarak Sermaye Piyasası Kurumları ve Sermaye Piyasasındaki Fonksiyonları	105
7.2. Aracı Kurumlar	106
7.2.1. Borsa Üyeliği Belgesi Alan Aracı Kurumlar	109
7.2.1.1. Türleri	109
7.2.1.2. Kuruluş ve Faaliyet Şartları	111
7.2.1.3. Aracılık Faaliyetlerinin Kapsamı	112
7.2.1.4. Aracı Kurumların Yapabileceği Diğer İşler	115
7.2.1.5. Aracı Kurumların Yapamayacağı İşler	117
7.2.1.6. Aracı Kurumların Denetimi	123
7.2.1.7. Aracı Kurumların Borsa İşlemleri	125
7.2.1.8. Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütleri	128
7.2.1.8.1. Şube	128
7.2.1.8.2. Acenta	129
7.2.1.8.3. İrtibat Bürosu	130
7.2.1.9. Aracı Kurumlarla İlgili Genel Değerlendirme	131

7.2.2.	Bankalar	133
7.2.2.1.	Bankalar ve Sermaye Piyasaları	135
7.2.2.2.	Bankaların Aracılık Faaliyetleri	137
7.2.2.2.1.	Bankaların Aracılık Faaliyetleri İle İlgili Son Düzenleme	139
7.2.2.3.	Bankaların Sermaye Piyasalarına Sunabilecekleri Hizmetler	141
7.2.2.4.	Sermaye Piyasalarının Bankacılık Sistemine Etkileri	143
7.2.2.5.	Bankalarla İlgili Genel Değerlendirme	145
7.3.	Kollektif Yatırım Kurumları	147
7.3.1.	Yatırım Ortaklıkları	148
7.3.1.1.	Tanımı ve Hukuki Yapısı	148
7.3.1.2.	Kuruluş ve Faaliyet Esasları	149
7.3.1.3.	Sermaye Piyasası Açısından Önemi	152
7.3.2.	Yatırım Fonları	154
7.3.2.1.	Tanımı ve Hukuki Yapısı	154
7.3.2.2.	Kuruluş ve Faaliyet Esasları	155
7.3.2.3.	Sermaye Piyasası Açısından Önemi	158
7.3.2.4.	A Tipi Yatırım Fonları ve Özellikleri	160
7.3.2.5.	A Tipi Yatırım Fonlarının Faydaları	161
7.3.2.6.	Yatırım Fonları İle İlgili Genel Değerlendirme	163
7.4.	Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar	166
7.4.1.	Genel Finans Ortaklıkları	167
7.4.1.1.	Tanımı ve Hukuki Yapısı	167
7.4.1.2.	Kuruluş ve Faaliyet Esasları	168

7.4.1.3. Sermaye Piyasası Açısından Önemi	170
7.4.2. Portföy Yönetim Şirketleri	172
7.4.2.1. Tanımı ve Hukuki Yapısı	172
7.4.2.2. Kuruluş ve Faaliyet Esasları	174
7.4.2.3. Sermaye Piyasası Açısından Önemi	177
7.4.3. Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti	178
7.4.3.1. Tanımı ve Hukuki Yapısı	178
7.4.3.2. Faaliyet İzni ve Esasları	179
7.4.3.3. Sermaye Piyasası Açısından Önemi	180
7.4.4. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı	182
7.4.4.1. Tanımı ve Hukuki Yapısı	182
7.4.4.2. Kuruluş ve Faaliyet Esasları	183
7.4.4.3. Sermaye Piyasası Açısından Önemi	185
7.4.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	188
7.4.5.1. Tanımı ve Hukuki Yapısı	188
7.4.5.2. Kuruluş ve Faaliyet Esasları	189
7.4.5.3. Sermaye Piyasası Açısından Önemi	191

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE FAALİYET GÖSTEREN ARACI KURUMLARIN YAPISAL ÖZELLİKLERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

8. İMKB ve Aracı Kurumlardaki Son Gelişmeler	193
8.1. İMKB'deki Gelişmeler	193
8.2. Aracı Kurumlardaki Gelişmeler	196
8.2.1. Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütleri	197

8.2.2. Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Coğrafi Yoğunluğu	200
8.2.3. Aracı Kurumların İşlem Hacimleri	203
8.2.4. Aracı Kurumların 1994 Yılı İşlem Hacimlerinin Gerçekleşme Şekillerine Göre Dağılımı	208
8.2.5. Aracı Kurumların 1994 Yılı İşlem Hacimlerinin İMKB İşlem Hacmine Oranları	213
9. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi Hakkında Açıklayıcı Bilgiler	226
9.1. Araştırmanın Amacı	226
9.2. Araştırmanın Yöntemi	229
9.2.1. Anket Sorularının Hazırlanması	229
9.2.2. Araştırma Alanının Belirlenmesi ve Anketin Yapılması	230
9.2.3. Anket Sorularının Değerlendirilmesi	231
10. İMKB'de Faaliyet Gösteren Aracı Kurumların Yapısal Özelliklerinin Değerlendirilmesi	231
10.1. Aracı Kurumların Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı	232
10.2. Aracı Kurumların Ortak Sayılarına Göre Dağılımı	233
10.3. Aracı Kurumların Personel Sayılarına Göre Dağılımı	235
10.4. Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı	237
10.5. Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Bitirdikleri Fakülte Yükseköğretim Türüne Göre Dağılımı	239
10.6. Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Yaş Gruplarına Göre Dağılımı	241
10.7. Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı	243
10.8. Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Dağılımı	245

10.9. Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinde Borsa Seanslarının İzlenip İzlenememesine Göre Dağılımı	247
10.10. Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Coğrafi Dağılımı	249
10.11. Aracı Kurumların İşlem Hacimlerine Göre Dağılımı	251
10.12. Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin İşlemlerin Gerçekleşme Şekline Göre Dağılımı	253
10.13. Aracı Kurumların Etkinliği Açısından Dağılımı	255
10.14. Aracı Kurumların Etkin Olmayışlarının Nedenleri Açısından Dağılımı	257
10.15. Aracı Kurumların Sayı ve Nitelik Olarak Yeterli Olup Olmadığına Göre Dağılımı	260
10.16. Aracı Kurumların Nitelik Yönünden Yetersizlik Nedenlerinin Dağılımı	262
10.17. Aracı Kurumların Yerine Getirdikleri Fonksiyonlar Bakımından Dağılımı	264
10.18. Aracı Kurumların Müşterilerine Verdikleri Hizmetlerin Yoğunluğuna Göre Dağılımı	266
10.19. Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin Arttığı Dönemlere Göre Dağılımı	269
10.20. Aracı Kurumların İşlem Hacimlerini Etkileyen Faktörlerin Önem Sırasına Göre Dağılımı	272
10.21. Aracı Kurumların İMKB'nin Sorunlarına Bakış Açıları Yönünden Dağılımı	274
SONUÇ	277
YARARLANILAN KAYNAKLAR	286
EK : ANKET FORMU	296

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo : 1.1.	Para ve Sermaye Piyasalarının Farkları	21
Tablo : 1.2.	Hisse Senedi Piyasası ile İlgili Bazı Rakamlar	41
Tablo : 2.1.	Türkiye'de Faaliyette Bulunan Bankalar	136
Tablo : 2.2.	Bazı Bankaların 1994-1995 Yılı Net Kârları	147
Tablo : 3.1.	İMKB'de Hisse Senedi İşlem Hacmi	194
Tablo : 3.2.	1994 yılında İkinci El Piyasarda İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Dağılımı	195
Tablo : 3.3.	1995 Yılında Gerçekleşen Hisse Senedi İşlem Hacmi	196
Tablo : 3.4.	Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Sayısında Yıllar İtibariyle Görülen Değişim	198
Tablo : 3.5.	Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Bölgesel Yoğunluğu	201
Tablo : 3.6.	Aracı Kurumların 1994 Yılı İMKB İşlem Hacimleri	204
Tablo : 3.7.	Aracı Kurumların 1994 Yılı İMKB İşlem Hacimlerinin Gerçekleşme Şekillerine Göre Dağılımı	209
Tablo : 3.8.	Aracı Kurumların 1994 Yılı Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacimlerinin İMKB İşlem Hacimlerine Oranları	213
Tablo : 3.9.	Aracı Kurumların 1994 Yılı Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacimlerinin İMKB İşlem Hacmine Oranları	221
Tablo : 3.10.	Aracı Kurumların Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı	232
Tablo : 3.11.	Aracı Kurumların Ortak Sayılarına göre Dağılımı	233
Tablo : 3.12.	Aracı Kurumların Personel Sayılarına Göre Dağılımı	235
Tablo : 3.13.	Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı	237
Tablo : 3.14.	Aracı kurumlarda Çalışan Personelin Bitirdikleri Fakülte- Yüksekokul Türüne Göre Dağılımı	240
Tablo : 3.15.	Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Yaş Gruplarına Göre Dağılımı	242

Tablo : 3.16. Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı	244
Tablo : 3.17. Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Dağılımı	246
Tablo : 3.18. Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinde Borsa Seanslarının İzlenip İzlenmemesine Göre Dağılımı	247
Tablo : 3.19. Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Coğrafi Dağılımı	249
Tablo : 3.20. Aracı Kurumların İşlem Hacimlerine Göre Dağılımı	251
Tablo : 3.21. Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin İşlemlerinin Gerçekleşme Şekiline Göre Dağılımı	254
Tablo : 3.22. Aracı Kurumların Etkinliği Açısından Dağılımı	255
Tablo : 3.23. Aracı Kurumların Etkin Olmayışların Nedenleri Açısından Dağılımı.....	258
Tablo : 3.24. Aracı Kurumların Sayı ve Nitelik Olarak Yeterli Olup Olmadığının Dağılımı	260
Tablo : 3.25. Aracı Kurumların Nitelik Yönünden Yetersizlik Nedenlerinin Dağılımı	263
Tablo : 3.26. Aracı Kurumların Yerine Getirdikleri Fonksiyonlar Bakımın Dağılımı	265
Tablo : 3.27. Aracı Kurumların Müşterilerine Verdikleri Hizmetlerin Yoğunluğuna Göre Dağılımı	267
Tablo : 3.28. Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin Arttığı Dönemlere Göre Dağılımı	270
Tablo : 3.29. Aracı Kurumların İşlem Hacimlerini Etkileyen Faktörlerin Önem Sırasına Göre Dağılımı	273
Tablo : 3.30. Aracı Kurumların İMKB'nin Sorunlarına Bakış Açıları Yönünden Dağılımı	275

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1.	Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Sayısında Yıllar İtibariyle Görülen Değişim	199
Grafik 3.2.	Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Bölgesel Yoğunluğu	203
Grafik 3.3.	1994 Yılı İMKB Hisse Senedi Piyasasında Gerçekleştirilen İşlem Hacminin Aracı Kurumlar Arasında Dağılımı	219
Grafik 3.4.	Aracı Kurumların 1994 Yılı İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında Gerçekleştirdikleri İşlem Hacimlerinin Dağılımı	225
Grafik 3.5.	Aracı Kurumların Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı	232
Grafik 3.6.	Aracı Kurumların Ortak Sayılarına Göre Dağılımı	234
Grafik 3.7.	Aracı Kurumların Personel Sayılarına Göre Dağılımı	236
Grafik 3.8.	Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı	238
Grafik 3.9.	Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Bitirdikleri Fakülte- Yükseköğretim Türlerine Göre Dağılımı	240
Grafik 3.10.	Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Yaş Gruplarına Göre Dağılımı	242
Grafik 3.11.	Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı	244
Grafik 3.12.	Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Dağılımı	246
Grafik 3.13.	Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinde Borsa Seanslarının İzlenip İzlenmemesine Göre Dağılımı	248
Grafik 3.14.	Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Coğrafi Dağılımı	250
Grafik 3.15.	Aracı Kurumların İşlem Hacimlerine Göre Dağılımı	252

Grafik 3.16.	Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin İşlemlerin Gerçekleşme Şekline Göre Dağılımı	254
Grafik 3.17.	Aracı Kurumların Etkinliği Açısından Dağılımı	256
Grafik 3.18.	Aracı Kurumların Sayı ve Nitelik Olarak Yeterli Olup Olmadıklarının Dağılımı	261



GİRİŞ

Ekonomik yönden kalkınma çabası içerisinde bulunan ülkelerin ihtiyaç duydukları en önemli faktörlerden birisi, yatırımcı için gerekli sermaye birikimidir. Sermaye faktörünün kit olması bu alanda karşılaşılan en büyük darboğazlardan biri sayılmaktadır. Ancak ekonomik kalkınma konusunda yapılan araştırmalar kalkınma çabası içerisinde bulunan ülkelerde yalnızca kaynakların kit olmadığını, aynı zamanda mevcut kaynakların da ekonomik kalkınmayı sağlayacak şekilde yatırıma dönüştürülemediğini ortaya koymaktadır.

Mevcut kaynakların en yüksek mal veya hizmet üretimini sağlayacak şekilde etkin kullanımı için, bir ülkede girişim yeteneğine sahip ve yatırım için istekli olan ekonomik birimlere ihtiyaç vardır. Ancak söz konusu ekonomik birimler genellikle yatırımı gerçekleştirebilecek gerekli kaynaklara sahip değildirler. Günümüz ekonomilerinde birikim ve yatırım fonksiyonları çoğunlukla farklı ekonomik birimler tarafından üstlenilmektedir. Bu nedenle birikim sahiplerinde bulunan kaynakların reel yatırımlara dönüştürülebilmesi için bir takım kanallar, kurumlar ve araçlara ihtiyaç vardır. Söz konusu bu kanal, kurum

ve araçlar ekonomilerin finansal sistemlerini oluşturmaktadırlar. Tasarrufların yatırımcı girişimcilere kanalize edilmesinde etkin rol oynayan asıl unsur ise, finansal aracı kuruluşlardır.

Kalkınma çabasında başarılı olmak için mevcut kaynaklarını etkin bir şekilde değerlendirmek zorunda olan Türkiye'de finansal sistemin işleyişi ve kurumsal yapının çok büyük önemi vardır. Uzun yıllar geleneksel ticaret bankacılığının egemenliğinde varlığını sürdüren Türk finansal sistemi, 1985 yılı sonunda kurularak 1986 yılı başında faaliyete geçen İMKB ile yeni bir soluk almıştır. Henüz çok genç bir borsa olan İMKB'nin ilk yıllarında geçmişte yaşanan bankerlik olayının etkisiyle gerek tasarruf sahipleri gerekse yasal düzenleyiciler çekingen ve ihtiyatlı davranmışlardır. Yasal düzenleyiciler bir yandan tasarruf sahiplerinin borsaya olan güvenlerini yeniden kazanmak diğer taraftan aynı olayların tekrarlanmasını engellemek amacıyla çeşitli tedbirler almışlardır. Alınan tedbirler zamanla etkisini göstermiş ve 1990'lı yılların başlarından itibaren borsaya olan ilginin hızla arttığı gözlenmiştir.

Borsanın ilk kuruluş yıllarında çekingen davranan tasarruf sahiplerinin ilgisinin artması ve bu ilginin günümüzde de artarak devam etmesi borsanın içinde bulunduğu çevrenin de hızla gelişmesine ve genişlemesine neden olmuştur. Borsayla ilgilenen tasarruf sahibi ve yatırımcıların yanı sıra onların işlemlerini gerçekleştirecek olan finansal kurumlarında sayıları artmıştır. Bu genişleyen çevre içerisinde başta tasarruf sahipleri, yasal düzenleyiciler ve potansiyel yatırımcılar olmak üzere çeşitli kesimlerde bazı ihtiyaçlar ortaya çıkmıştır.

Söz konusu ihtiyaçların başında bilgi ihtiyacı gelmektedir. Yatırımcıların yeni tanıştıkları, kendileri için alternatif bir yatırım alanı olan menkul kıymet yatırımlarıyla ilgili bilgi ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik gerek teorik gerekse uygulamaya dönük araştırma ve yayınların sayısı sürekli bir artış içindedir.

Türkiye'de yatırımcılar, borsa işlemlerini kendi başlarına yapabilmeye, borsa seanslarını izleyebilme imkanlarının sınırlı olmasından dolayı işlemlerini

genellikle bankalar ve aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirmek zorunda kalmaktadırlar. Yatırımcıların borsa işlemlerinin çoğunluğunu gerçekleştiren aracı kurumların daha yakından tanınmasına ve özelliklerinin bilinmesine yardımcı olacak çalışma ve yayınların sınırlı kaldığı görülmektedir. Oysa piyasanın daha etkin işleyişi için gerekli yasal düzenlemelerin oluşturulabilmesi ve piyasanın daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması bu piyasa da faaliyet gösteren aracı kurumların da yakından tanınmasına bağlıdır.

İMKB 'de faaliyet gösteren aracı kurumların yapısal özelliklerinin belirlenmesine ve bu yolla hisse senedi piyasası ile ilgilenen kişi, kurum ve kuruluşların aracı kurumlarla ilgili bilgi ihtiyaçlarının karşılanmasına katkıda bulunmak bu çalışmanın amacı olmuştur.

Bu amaçla yapılan çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, öncelikle tasarruf ve yatırım kavramları üzerinde durulmuş ve Türkiye'de finansal piyasalar ve bu piyasalarda faaliyet gösteren finansal kurumlar incelenmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, sermaye piyasasına hizmet veren finansal kurumlar ele alınarak sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri ve aracı kurumların yeri detaylı olarak araştırılmaya çalışılmıştır. Bu bölümde öncelikle genel olarak aracılık faaliyetleri incelenmiş, mali piyasalarda ve sermaye piyasalarında aracılık faaliyetlerinin iktisadi temelleri ve fonksiyonları irdelenmeye çalışılmıştır. Daha sonra İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumlar detaylı olarak ele alınmıştır. Ayrıca bu bölümde, aracı kurum sayılmakla birlikte aracı kurumların tüm fonksiyonlarını yerine getirebilen bankalar da ele alınmış ve aracılık hizmetleri incelenmiştir. Yine bu bölümde sermaye piyasalarının uzman kuruluşları olan kolektif yatırım kurumları ve sermaye piyasasında faaliyet göstermelerine izin verilen diğer kurumlar da kısaca açıklanmıştır.

Üçüncü bölüm ise, İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumların yapısal özelliklerinin ortaya konulması amacıyla yapılan anket uygulamasına dayanmaktadır. Bu bölüm üç ana başlıktan oluşmaktadır. İlkinde İMKB ve aracı

kurumlardaki son gelişmeler elde edilen verilerle ortaya konulmaya çalışılmıştır. İkinci ana başlık ise "Araştırmanın Amacı ve Yöntemi Hakkında Açıklayıcı Bilgiler"den oluşmaktadır.

Üçüncü bölümün sonunda ise İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumların yapısal özelliklerinin belirlenmesi amacıyla yapılan anket çalışmasının değerlendirilmesi yer almaktadır. Anket sonucu elde edilen veriler ayrı ayrı ele alınarak incelenmiş ve sonuçlar tablo ve grafiklerle yorumlanmaya çalışılmıştır.

Çalışma elde edilen sonuçların özetlenerek sistematik bir biçimde değerlendirilmesi ile tamamlanmıştır.



I.BÖLÜM

FINANSAL PİYASALAR VE FINANSAL KURUMLAR

1- Tasarruf ve Yatırım

1.1 Genel Olarak Tasarruf ve Yatırım

Ekonomik yönden kalkınma çabası içerisinde bulunan ülkelerin ihtiyaç duydukları ve en önemli faktörlerden birisi yatırımcı için gerekli olan sermaye birikimidir. Bu tür ülkelerde fert başına düşen milli gelir oldukça düşüktür. Gelirleri ile ancak varlıklarını sürdürülebilir mücadelesi içinde bulunan tüketiciler, ister istemez kullanılabilir gelirlerinin büyük bir kısmını tüketime ayırmakta, dolayısı ile tasarruf edebilme imkanı bulamamaktadırlar. Yaptıkları tasarruf, miktar olarak mikro düzeyde çok küçük bir meblağ oluşturduğundan bu birikimle büyük yatırımlara girişmeleri mümkün olamamaktadır.

Tasarruf, ekonomide tüketilmeyen bir üretimi, diğer bir ifadeyle de gelirin harcanmayan kısmını ifade etmektedir. Bu davranışın altında iki farklı özellik bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; ihtiyatlı davranma, ikincisi ise; yatırımlara doğrudan kaynak teşkil etmedir. İhtiyat şeklinde yapılan tasarruflar, kısa vadeli ihtiyaçları karşılamak üzere para piyasasına yönelir. Yatırımlara doğrudan kaynak teşkil etmek şeklindeki tasarruflar ise, sermaye piyasasına kanalize olmaktadır. Bu yönü ile uzun vadeli kaynakların, yani istikrar arzeden

tasarrufların sermaye piyasasına, istikrar arzermeyen tasarrufların da kısa vadeli işlerin finansmanında kullanacağı sonucu çıkmaktadır¹.

Bir ekonomide tasarruflar çeşitli şekillerde yapılmaktadır. Hane halkı, işletmeler ve devlet gelirlerinin tümünü tüketim harcamalarına ayırmazlar. Bu gelirlerin bir bölümü tasarruf ve yatırıma ayrılır. Bugün ekmek yemektense gelecekte daha fazla ekmek üretimine imkan verecek yeni makineler üretmek veya ekmek stokunu artırmayı isteyebilirler². Kişi veya kurumları tasarrufa yöneltebilmek için, onlara gelecekte, bugün vazgeçtiklerinden daha fazla miktarda tüketim imkanı vadetmek gerekecektir. Bu sağlandığı takdirde; bireylerin gelirleri yükseldikçe şahsi tasarrufları da artacaktır. Bu tasarruflar genellikle direkt olarak sermaye piyasasına akmaz, çoğunlukla tasarruf sandıkları, bankalar, hayat sigortası gibi kurumlara akar ve oradan borç verme yolu ile yatırım fonları halinde sermaye piyasasına gelir.

Devlet de bazı yıllarda tasarruf fazlasına sahip olabilmektedir. Devlet, mal ve hizmet karşılığı cari harcamaları ile sübvansiyon ve transfer harcamalarından daha fazla vergi geliri sağladığı takdirde tasarrufta bulunmuş olur. Ayrıca, işletmeler de kârlarının bir kısmını veya tamamını ortaklarına dağıtmayarak, çeşitli karşılıklar ve fonlar ayırmak suretiyle tasarruf yapabilirler. Bu biriken kısım servete eklenir ve gelecekte daha uygun bir kullanım için korunur.

Yatırım ya da sermaye birikimi her yıl ülke sermaye stoğuna yapılan ilavedir. Sermaye birikiminin bir kısmı üretimin gerçekleşmesi sırasında aşınma ve eksilmelere ayrılır. Geriye kalan ise, net sermaye birikimi, yani net yatırımdır. Böylece bir ekonomide sermaye stoğunun büyümesini net yatırımlar sağlar. Ekonomide yatırım düzeyini belirleyen kaynak ise tasarruflardır. Ancak, yatırımı besleyen tek kaynak tasarruf değildir. Diğer kaynaklardan birincisi atıl para halinde iddihar edilmiş likit meblağların çözümlerinden doğan fonlar,

¹ KANYILMAZ, İbrahim ve Diğerleri, **İslam Ekonomisinde Finansman Meseleleri**, Ensar Neşriyat 39, İstanbul, 1992, s.26.

² ERTUNA, Özcan; **Finansal Kurumlar**, 2.baskı, Teori Yayınları, Ankara, 1986, s.4.

ikincisi enflasyon yolu ile uyarılıp yatırıma yönlendirilen kaynaklardır³. Biriktirme, (gömüleme) şeklinde de adlandırılan iddihar olayında yapılan tasarruflar yatırıma kanalize edilmeden alıkonmakla ve zamansal gelişmeye bağlı olarak ortaya çıkan yeni ihtiyaçların giderilmesi amacı ile saklanmaktadır. Bu tür birikimlerin yatırıma dönüştürülerek ekonomiye kazandırılmaları çeşitli şekillerde mümkün olabilir. Bunlardan birincisi; faiz hadlerinin yükseltilerek tasarruf sahiplerini likidite tercihinden vazgeçirmek ve ellerinde bulunan paranın hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlere akmasını sağlamaktır. Böylece gömüleme çözülmüş olur. Gömülemenin çözülmesiyle ilgili örnek bir olay ülkemizde yaşanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu, tasarrufları karşılığında faiz almak istemeyen ve bunu islam dinine göre haram sayan müslümanların tasarruflarını sermaye piyasasına çekerken onlarında dini inançlarına ters düşmeyecek, inanç ve ihtiyaçlarına cevap verebilecek bir menkul kıymet türü olan kâr ve zarar ortaklığı belgesini çıkarmıştır.

Bu inaçtaki tasarruf sahipleri, biriktirdikleri fonları sermaye piyasasının emrine sundukları zaman, bu tasarrufları karşılığında elde edecekleri gelirin faiz değil, kâr payı olmasını istemektedirler. Bu yönüyle Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi, sermaye piyasasındaki büyük bir eksikliği telafi etmek amacıyla çıkarılmış bulunan bir menkul kıymet türüdür. Tasarruflarını faiz gelirinden uzak tutmak için sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetlerden uzaklaşan tasarruf sahipleri, bu tasarruflarını ya cari harcamalara dönüştürerek eritmekte veya bilinçsiz bir şekilde şahıs veya aile işletmelerine kanalize ederek verimsiz bir şekilde kullanmaktaydılar. Ancak, Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi'nin sermaye piyasasına girmesiyle, bu tür tasarruf sahiplerinin ihtiyaçlarını karşılayacak ve geliriyle dini inançlarına ters düşmeyecek bir menkul kıymete sahip olmaları sağlanmıştır. Bunun neticesinde de sermaye piyasası,

³ ÜLGENER, F.Sabri; **Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme**, İstanbul, 1976, s.209.

kullanılmaya hazır yeni fonlar temin ederek bu fonları en iyi şekilde ülke kalkınmasının emrine sunulmasına aracılık etmiştir.

1.2 Tasarruf Yatırım İlişkisi

Tasarruf ile yatırım arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilmek için öncelikle yatırımın tanımını vermek gerekir. Yatırım, ülkede bir dönem içinde üretilen ve dış alımı yapılan mallardan tüketilmeyerek ve dış satımı yapılmayarak sonraki döneme aktarılan bölümdür⁴. Bu yönüyle yatırımı, ülkenin üretim gücüne yapılan ekleme şeklinde de tanımlayabiliriz. İşletme açısından ise, işletmenin üretim gücündeki (kapasitesindeki) artış yatırım olarak kabul edilebilir. Dolayısı ile, işletme açısından yatırım, ülke açısından her zaman yatırım sayılmayabilir. Bir üretim gücünün işletmeler arasında el değiştirmesi, bu üretim gücünü elde eden kuruluş açısından bir yatırım olarak kabul edilse bile, ülkenin üretim gücünde bir artış meydana getirmediğinden ülke açısından bir yatırım niteliği taşımamaktadır. Aynı şekilde, işletme açısından yatırım olarak kabul edilen bir fon, transferi yapan kişi açısından yatırım olarak kabul edilmeyebilir. Şöyleki, petrol şirketine 20 lira koyarak bir yıl sonra 30 lira geri alan bay C kendi açısından yatırım yapıyor gibi gözükmeyle birlikte, gerçekte ekonomik anlamda yatırımı yapan petrol şirkettir. Olaya mikro açıdan bakıldığında, bay C, bugünkü tüketiminden kısararak elde ettiği fonları yatırıma dönüştürmüş gelecek yıl kullanabileceği tüketim imkanlarını artırmıştır. Olay makro açıdan incelendiğinde ise bay C'nin petrol şirketine 20 lira vermesi yalnızca bir fon transferidir. Yatırım yaparak gelir artışı sağlayan ve bay C'nin 20 lirasını 30 lira haline getiren petrol şirkettir. Daha açık bir ifade ile, bay C'nin yaptığı "tasarruf" petrol şirketinin yaptığı ise "yatırım"dır⁵.

⁴ GÜVEMLİ, Oktay; **Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi ve Değerlendirilmesi**, Proje Danış Yayınları No:1, İstanbul, 1988, s.1.

⁵ BOLAK, Memet; **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basın Yayın Dağıtım A.Ş., 2.Baskı, İstanbul, 1994, s.16.

Genellikle tasarruflarla yatırımların birbirine eşit olması arzu edilen bir durum olmakla birlikte bunun gerçekleşmesi pek mümkün olamamaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yurt içi tasarrufların yeterli seviyede olmaması nedeniyle, gerekli yatırımların gerçekleştirilebilmesi de mümkün olamamaktadır. Tasarrufların yetersiz kalmasının belli başlı sebeplerini şöyle sıralamak mümkündür⁶.

- Genel gelir düzeyinin düşük olması nedeniyle, bir çok kişinin tasarruf etme gücü zaten ya çok kısıtlı yada hiç yoktur.
- Yüksek enflasyon kişilerin tasarruf arzusunu kırmaktadır. Kişiler, tasarruflarını enflasyon oranının üzerinde değerlendirebileceklerine güvenemediklerinden tüketime yönelmeyi tercih etmektedirler.
- Dağınık ellerde toplanmış tasarrufları toplayarak, yatırım yapmaya istekli birey veya kurumlara aktaracak, güven verici bir kurumsal düzen oluşmamıştır. Yani, finans kesimi yetersiz düzeydedir.

1.3 Yatırımcılar ve Amaçları

Yatırımcıları genel olarak “temkinli” (the defensive investor) ve “müteşebbis” (the enterprising investor) olarak ikiye ayırabiliriz:

— Temkinli yatırımcılar : Bu tür yatırımcı kişilerin eğitim düzeyleri ve deneyimleri menkul kıymet seçimine karar verebilecek yeterlilikte olmadığı için karar verme aşamasında yeterli cesareti kendilerinde bulamazlar. Bu tür yatırımcılar çoğunlukla riski çok az olan devlet tahvilleri ve hazine bonolarını tercih ederler.

— Müteşebbis yatırımcılar: Bu tür yatırımcılar zamanı, fırsatı iyi değerlendirirler ve avantajları önceden görebilirler. Özellikle kazanma ihtimalinin kaybetme ihtimalinden fazla olduğu durumlarda bir çok riski göze alarak bunu üstlenebilirler. Müteşebbis yatırımcılar riski en aza indirmek için bir

⁶ BOLAK, Mehmet; a.g.e. s.16.

çok yöntemi de kullanırlar. Ayrıca piyasadaki diğer analistlerin yapmış olduğu hesaplara, analizlere güvenirler ve son karar kendilerinin olmak üzere bu bilgileri kullanırlar.⁷

Kişilerin yatırım amaçları, gelecekteki gelirlerini artırmak için mali (finansal) imkanlarını yatırımlara yöneltmek olarak tanımlanabilir. Tasarruf sahipleri yatırımlara yönelirken, sermayeyi koruma isteği dışında, ayrıca değer artışı sağlama isteği ve devamlı gelir elde etme isteği ile hareket ederler.

— Sermayeyi koruma isteği: Günümüzde devamlılık gösteren yüksek oranlı enflasyon nedeniyle, paranın satın alma gücü gün geçtikçe düşmektedir. Yatırımdan sağlanan faiz veya kâr gelirleri çoğu kez enflasyonun altında kaldığından tasarruf sahipleri reel gelir kaybına uğramaktadırlar. Bu yüzden tasarruf sahipleri enflasyon oranının üstünde gelir getiren gayrimenkul veya menkul kıymetlere özellikle, hisse senetlerine yatırım yapmak isterler. Çünkü, enflasyon dönemlerinde gayrimenkuller ve verimliliği yüksek bazı şirketlerin hisse senetleri gerçek değerlerini koruyabilirler.

Tasarruf sahibi sermayesini koruma isteği ile yatırım araçlarını seçerken finansal durumuna, yatırım riskine, güvencesine, menkul kıymetin alım-satım kolaylığına ve menkul kıymeti saklama kolaylığı gibi faktörleri göz önüne almalıdır.⁸

— Değer artışı sağlama isteği : Tasarruf sahipleri devamlı gelir elde etmekten çok, yatırılan sermaye miktarında artış istiyorlarsa yatırım araçlarında hisse senetlerini seçebilecekleri gibi, basiretli davranarak ileride olabilecek gelişmeleri iyi tahmin edebilenler gayrimenkullere yatırım yaparak aynı şekilde değer artışından istifade edebilirler. Şöyle ki, yeni iskana açılacak veya turizm alanı olabilecek arsalara yatırım yapabilirler.

⁷ GRAHAM, Benjamin ve a.; **Securit Analysis Principles and Technique**, Mc.Graw Hill Book Co., New York, 1962, s.66.

⁸ AŞIKOĞLU, Rıza; "Tasarrufların Yatırıma Aktarılmasında Temel Güdüler", Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 2, sayı 1, Eskişehir, Ocak 1994, s.78.

— Devamlı gelir elde etme isteği : Devamlı gelir elde etme isteğine sahip tasarruular her yıl düzenli kâr payı ödeyen hisse senetlerine veya geliri sabit olan tahvil gibi menkul kıymetlere yatırım yaparlar. Genel olarak düzenli ve yeterli kâr sağlayan hisse senetleri, bankalar ile gıda endüstrisindeki Şirketlerin senetleridir.⁹ ülkemizde tasarruf sahipleri genellikle devamlı gelir elde etme isteği ile hareket etmektedirler. Bunun başlıca nedeni artan hayat pahalılığı karşısında aile btcesinin yeterli olmayıŐıdır. Aile btcelerine katkı sağlamak üzere devamlı bir gelire ihtiyaç duyan kişiler gayrimenkul gibi likit olmayan varlıklarını elden çıkararak , daha likit olan tahvil ve mevduat sertifikası gibi yatırım araçlarını semiŐilerdir.

1.4 Yatırım ve Spekülasyon Arasındaki İlişki

Spekülasyon, bir mal veya menkul kıymetin gelecekteki piyasa fiyatları konusunda tahminlerde bulunmak ve tahminler doğrultusunda tüm piyasa risklerini yüklenerek söz konusu ekonomik varlığı almak veya satmak Şeklinde tanımlanır.¹⁰

Yatırım ise yapılan analiz sonucunda tatminkar bir getiri sağlayan ve ana paranın emniyetini garanti ettiği anlaşılan bir faaliyettir¹¹. Yatırım ile ilgili bu tanımdaki "emniyet" kelimesi ile ifade edilmek istenen, hisse senedinin istisnai olaylar dışında kendisine ödenen para kadar bir fiyattan satılabilmesidir. Yapılan analizden anlatılmak istenen ise yatırımcı kişinin profesyonel danışmanlık hizmeti veren aracı kurumlardan yararlanmasıdır. Bunun sonucunda yatırımcı, hisse senetlerinin iyi bir analizi yapıldıktan sonra satın alma işine girer. Çünkü yatırımcı tutucudur.

⁹ BÜKER, Semih; **Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri**, Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, No: 156/98, Eskişehir, 1976, s.5.

¹⁰ SEYİDOğLU, Halil; **Ekonomik Terimler, Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, Ankara, 1992, s.990.

¹¹ GRAHAM, Benjamin ve diğerleri; a.g.e., s.

Spekülatör ise, yatırımcı ile ters karektere sahip olup, oldukça riskli işlemlere girer. Spekülatif yatırımcılar için gelişmiş mali piyasalarda, risk bakımından farklılıklar gösteren çeşitli mali araçlar mevcuttur. Böylece bu tür yatırımcılar risk tercihlerine göre istedikleri mali araca yatırım yapabilmektedirler. İyi çalışan bir mali piyasada risk ile getiri arasında doğru ilişki bulunmalı, daha yüksek riskin karşılığı daha yüksek getiri olmalıdır. Ancak yüksek kazanç için daha fazla risk göze alındığında, yüksek kazanç kadar yüksek zarara da uğranabileceği kabul edilmelidir¹². Spekülatörler riski göze aldıklarından fazla kazanç sağlayabilmektedirler. Yatırımcı ile spekülatör arasındaki önemli bir fark da, yatırımcı uzun bir dönem içinde yatırdığı parasından mütevazı bir gelir beklerken, spekülatör en kısa sürede en büyük kârı sağlamak amacındadır.

Spekülatif yatırımlara giren kişiler, yatırım kararlarına etki edecek hisse senedi analizlerine girmezler. Çünkü spekülasyon tamamen tahmine göre yapılan bir faaliyettir. Aldığı menkul kıymeti daha yüksek bir fiyatla satabileceğine inanan spekülatör o menkul kıymetin alımı anındaki durumu ile ilgilenmez. Kısacası yatırımcı gelir ile spekülatör ise sermaye kazancı ile ilgilenir¹³.

Genellikle spekülasyon, bir haftadan bir kaç aya kadar uzanan zaman periyodu içindir. Yatırım ise üç yıl veya daha fazla süren zaman periyodunu gözönüne alır. Böylece kısa vade sebebi ile spekülasyonda temettü veya faiz gelirin nazaran sadece değer artışı veya sermaye kazancı önem kazanır¹⁴. Ancak süre, yatırımla spekülasyon arasındaki farkı belirlemede kesin bir ölçü değildir. Bazen spekülatörün, kazancına maksimize etme girişimi özel bir zaman periyodunu içerebilir ve bu altı haftadan altı yıla kadar uzanabilir¹⁵.

¹² BOLAK, Mehmet, a.g.e., s.19.

¹³ BÜKER, Semih, a.g.e., s.7.

¹⁴ AMLING, Frederick; *Investments : An Introduction to Analysis and Management*, 5 th ed., New Jersey, 1984, s.27.

¹⁵ AMLING, Frederick; *Principles of Investments*, Illions Dow-Jones Irwin, 1983, s.2.

Hangi hisse senedini ne zaman ne kadar almaları ve satmaları gerektiği konusunda bilimsel analiz tekniklerini kullanan bilinçli yatırımcılar borsadaki spekülasyondan etkilenmemektedirler. Bu tür spekülasyonlardan en çok etkilenenler belli dönemlerde ve kısa sürede yüksek kazanç sağlama düşüncesinde olan amatör yatırımcılardır. Bu amatör kesim de zarara uğradıktan sonra uzun süre borsadan uzaklaşmaktadırlar.

1.5 Yatırım Türleri ve Finansal Yatırımlar

Yatırımları çeşitli şekillerde gruplara ayırmak mümkündür. Gruplara ayırma, çeşitli kriterlerden yararlanmak süretiyle yapılabilir. Ekonomik faaliyetlerin niteliğine uygun olarak yatırım türlerini sabit varlıklara yapılan yatırımlar, döner varlıklara yapılan yatırımlar şeklinde bir ayırma tabi tutmak mümkün olduğu gibi, süre yönünden de yatırımları kısa vadeli ve uzun vadeli yatırımlar olmak üzere ikiye ayırabiliriz. Bu çalışmanın amacına uygun olarak yapılacak bir ayırım ise, ekonomik yatırım, tüketici yatırımı ve finansal yatırım (menkul kıymet yatırımları) şeklinde olanıdır.

Ekonomik yatırım kavramı daha önce de ifade edildiği gibi, üretimin gerçekleşmesi sırasında ortaya çıkan aşınma ve eksilmelerden geriye kalan net sermaye birikimi yani net yatırımlardır.

Tüketici yatırımları ise, "bilinçli bir biçimde satın alınan, servet artırma yolunda fonların bağlandığı dayanıklı tüketim malları" şeklinde tanımlanmaktadır¹⁶.

Finansal yatırımlar ise, kaynakların, banka senetleri, yatırım iştirakleri, hisse senetleri, diğer iştirakler ve benzeri gibi kıymetli evrak niteliğindeki iktisadi değerlere bağlanmasıdır¹⁷. İşte tasarruf sahiplerini ellerindeki parasal

¹⁶ AKSOY, Ahmet; *Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi*, Ankara, 1988, s.9.

¹⁷ YILMAZ, Zekai; *Yatırım Projeleri Analizi ve Yönetimi*, Uludağ Üniversitesi Basımevi, Yayın No 35, Bursa, 1990, s.4.

fonları, çeşitli ihtiyaçları için fon talep edenlere aktararak paralarının yönetimini bir başkasına bırakmaları ve bunun karşılığında ise herhangi bir finansal varlığı satınalmaları durumunda finansal yatırımda bulunmuş olurlar.

Finansal varlıklar; ortaklık hakkını temsil eden ve alacak hakkını temsil eden finansal araçlar olmak üzere iki grupta toplanırlar. Ortaklık hakkını temsil eden araçlar hisse senedi vb. türleridir. Alacak hakkını temsil eden varlıklar ise; devlet veya özel işletmeler tarafından borçlanma yolu ile fon temin etmek amacıyla çıkarılıp tasarruf sahiplerine satılan finansal varlıklardır.

Her finansal işlem aynı zamanda, fon sunucusu için bir finansal varlık, ihraç eden için ise finansal borç niteliği taşıyan bir menkul kıymet yaratır ki bu menkul kıymet, ya gelir akışı şeklinde yada fiziki sermaye veya varlık şeklinde reel kaynaklara karşı bir hak taşır¹⁸. Menkul kıymet yatırımı; yatırımcısına uzun bir zaman periyodu içerisinde, hem sermaye kazancı hemde gelir içeren getiriyi sağlayan bir finansal varlığın satın alınmasıdır.

Menkul kıymetler, bölünebilirlik, likidite, işlem masrafı ve fiyat tahmin edilebilirliği bakımlarından birbirlerinden farklı olmaları nedeniyle tasarruf sahipleri ve fon talep edenler için çekicilikleri farklıdır¹⁹. Menkul kıymetler, küçük birimlere bölünebilir olduklarından alım-satımda düşük işlem masrafı gerektirdiklerinde ve likiditeleri yüksek olduğunda tasarruf sahipleri için caziptirler. Fon talep edenler de düşük işlem masrafı gerektiren menkul kıymetleri ihraç etmek isterler. Bununla birlikte tasarruf sahiplerinin isteklerinin aksine çoğunlukla likiditeleri ve bölünebilirlik dereceleri düşük varlıklar sunmayı tercih ederler. Menkul kıymetin gelecekteki fiyatının tahmin edilebilirliğindeki güçlük ve belirsizliklerin riski artırması nedeni ile, tasarruf sahipleri genellikle borç vermede kısa vadeyi tercih ederler. Oysa fon talep edenlerin tercihi uzun

¹⁸ BLAKE, David; *Financial Market Analysis*, London, Mc.Graw-Hill Co., 1990, s.4.

¹⁹ PIERCE, L.James; *Monetary and Financial Economics*, John Wiley-Sons, 1984, s.73.

vadeli borç kullanma yönündedir ²⁰ Uzun vadeli yatırımları finanse etmede kullanılan çok sayıda yöntem vardır.

İşletmeler reel varlık yatırımlarını finanse etmek için hisse senedi, tahvil vb. menkul kıymetleri ihraç ederler. Bu menkul kıymetlerin yatırımcılar tarafından satın alınması ile ekonomik ve finansal yatırım birarada gerçekleşmiş olur. Çünkü işletme menkul kıymet ihracından elde edeceği fonları mal ve hizmet üretiminde kullanmak üzere yeni ve verimli varlıklara yatırmaktadır. Finansal yatırımcı ise menkul kıymet satın almakla finansal yatırımda bulunmaktadır. Böylece ekonomik ve finansal yatırımlar birbirine yaklaşan ve birbirlerini tamamlayan kavramlar haline gelmektedirler ²¹.

2- Finansal Piyasalar

2.1 Finansal Piyasaların Doğuşu ve Tanımı

Finansal piyasalar, gelir fazlası bulunanların ihtiyaç duymadıkları fonları, ihtiyaç duyanlara kullandırmak için arzelmeleri sonucu ortaya çıkar²². Bu açıdan bakıldığında trampa sisteminin geçerli olduğu ekonomilerde çarşı, pazar, panayır ve fuar gibi meydanlarda bir araya gelen insanlar mallarını değiştirmekle beraber tasarruf yapan birimlerle yatırım yapan birimler aynı olduklarından bir finansal piyasa henüz oluşmamıştır. Bu tür ekonomilerde üretim aile işletmelerince gerçekleştirilmekte ve genellikle tasarruf ve yatırımlar birbirine eşit olmaktadır. Hiç bir ekonomik birimin, istese de, tasarruflarından daha fazla yatırım yada tasarruflarından daha az yatırım yapma imkanı yoktur. Bu tür aile işletmelerinde yapılan tasarruflar yine aile içerisinde yatırıma kanalize edilmekte, dolayısıyla fon ihtiyacı içerisinde bulunan yatırımcılara

²⁰ BLAKE, David; a.g.e., s.12.

²¹ ELÇİN, Feriştah; **Teknik Analiz Yöntemiyle Hisse Senedi Değerlemesi ve IMKB'de Bir Uygulama**, İzmir, 1990, s.14.

²² AKSOY, Ahmet; a.g.e., s.69.

ulaştırılmamaktadır. Bu yönü ile gerçek anlamda bir finansal piyasanın varlığından söz etmek mümkün değildir. Daha sonraki dönemlerde ise takasın bilinen güçlükleri nedeni ile ortak bir değişim aracı olarak para ortaya çıkmıştır. Ekonomideki gelişmeler paraya mübadele fonksiyonu yanında kıymet ölçüsü, ilerde yapılacak ödemelerde bir araç olması ve değerlerin birikim aracı olarak kullanılması gibi fonksiyonlarda yüklemiştir²³.

Ekonomik gelişmenin ilk evrelerinde fon transferleri genellikle ödünç alma ve verme veya yakınları ile biraraya gelerek sermaye oluşturmak şeklinde ortaya çıkmıştır. Ekonomideki gelişme arttıkça bir taraftan ölçek bakımından büyüyen firmaların fon talepleri artarken, diğer taraftan bireysel gelirlerde de artışlar olmuştur. Bu ise hem fon talebi, hemde fon arzında bir artışı ifade etmektedir. Ortaya çıkan bu gelişmenin doğal bir sonucu olarak finansal piyasalardaki ilişkilerde giderek karmaşık bir hal almıştır. Fon talep edenler, çok sayıdaki tasarruf sahibininin küçük miktarlardaki fonlarını bir araya getirme gibi bir zorlukla karşılaşırken; fon arz edenler pek tanımadıkları ekonomik birimlere fon devretmektedirler. Bu zorlukları ortadan kaldırmak için finansal piyasaların temel unsurları olan fon arzeden ve fon talep edenler yanında finansal varlıklar ve finansal kurumlar ortaya çıkmıştır. İşte fon arzedenlerle fon talep edenleri de içine alan ve fonların transferini sağlayan kurum ve araçlarla, bunlarla ilgili düzenleme ve kurallardan oluşan sisteme finansal sistem veya finansal piyasalar denmektedir²⁴.

Finansal sistem; fon arz ve talep fonksiyonunun var olduğu bir ekonomide finansal piyasalar finansal araçlar ve finansal kurumlar ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kaidelerden oluşan organik bir dokudur²⁵.

²³ HIÇ, Muharrem; **Para Teorisi**, İ.Ü. İktisat Fakültesi Yayını , İstanbul,1978, s.1.

²⁴ YILDIZ, Ekrem; **Sermaye Piyasası Ders Notları**, Erzurum, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.E. Araştırma Merkezi, 1986, s.1-2.

²⁵ TUNCER, Selahattin; **Türkiye'de Sermaye Piyasası**, Okan Yayınları, İstanbul, 1985, s.3.

Ancak finansal sistem veya finansal piyasalar, kanuni düzenlemeler sonucu ortaya çıkan bir olgu değil, ekonomik gelişmenin belirli bir aşamasında ortaya çıkan ve ekonomik ilişkilerin oluşturduğu bir yapı kurumudur²⁶.

2.2 Finansal Piyasaların Genel Yapısı

Bir ekonominin finansal sektörü, finansal araçlar, finansal kurumlar ve finansal piyasalardan oluşur.

2.2.1 Finansal Araçlar

Fon arzedenerler, ellerindeki satın alma gücünü belirli veya belirsiz bir süre için fon talep edenlere transfer ederken karşılığında fonları kullandıktan bir belge almaktadır. Fon kullanıcısının reel varlıkları üzerinde alacak, hak veya sahipliği temsil eden bu belgeye finansal varlık veya finansal araç denmektedir. Finansal araçlar fon talep edenler tarafından düzenlenmekte ve birikimleri karşılığı fon sahiplerine satılmaktadır. Finansal araçları, sahipleri bir değer birikim aracı olarak ve gelecekte sağlayacağı getiriler için elde tutarlar. Finansal araçlar içinde sadece hisse senetleri ekonomi içindeki reel varlıkların doğrudan veya dolaylı olarak sahipliğini belgelemektedir.

Finansal araçlar, birikim fazlası olanlarla birikim açığı olan ekonomik birimlerin karşılaşmalarını sağlamak, birbirleri arasında fon akışını gerçekleştirmek amacıyla kurulan finansal kurumlar tarafından finansal piyasalarda alım ve satıma konu edilirler. Finansal araçlar bir ekonomide tasarrufların daha verimli kullanılacak olanlara aktarılmasına aracılık etmektedir.

Ekonomik birimler arasındaki fon transferinin, fon-finansal araç değişim şeklinde doğrudan gerçekleştirilmesi, fon sahibinin birikimlerini verdiği

²⁶ ERTUNA, Özcan; a.g.e. , s.4.

girişimciden doğrudan alacaklı (dönemsel gelir ve ana para) ya da ona ortak olması şeklindeki finansal ilişkiler, kuşkusuz ekonomik gelişmede çok önemli rol oynamıştır. Ancak dolaysız finansal işlem diyebileceğimiz bu ilişkiler, ekonomiler büyüdükçe aşağıdaki iki nedenle yetersiz kalmıştır ²⁷.

- Fon sahiplerinin fonlarını verecekleri girişimcilerle ilgili sağlıklı ve doğru değerlendirme yeteneğinden yoksun olması;
- Fon ihtiyacı içindeki ekonomik birimlerin kendi özel şartlarına uygun fon sahiplerini bir araya getirmede güçlük çekmesi ve tek tek bireysel tasarrufların yetersiz olması .

Bütün bu nedenlerden dolayı yeni bir finansal ilişkinin ve dolayısıyla da yeni bir finansal aracın ortaya çıkması sözkonusu olmuştur. Bu finansal ilişki sonucunda tasarruf sahipleri, finansal sistem içerisinde uzmanlaşmış bir kuruma fonlarını arz etmekte ve karşılığında bir finansal araç almaktadırlar. Tasarruf sahiplerinden toplanan bu fonlar, finansal kurumlar tarafından girişimcilere aktarılmakta ve sonuçta fon-finansal araç değişimi sağlanmış olmaktadır.

Finansal piyasalarda yapılan sözleşmelerin temel niteliği; süre veya pazarlanabilme, sahip olanın veya çıkaranın niteliği, garantisi, sağlanacak gelirin seviyesi gibi önemli özellikler açısından birbirinden farklı pek çok finansal araç vardır. Ekonomik birimlerin fon kullanmak gayesiyle çıkardıkları finansal araçlar dolaysız finansal araçları fon kullanıcıları ile fon sunucuları arasında yer alan banka, sigorta gibi finansal aracılarn fon toplamak için çıkardıkları araçlar dolaylı finansal araçları oluşturmaktadır. Finansal araçlar, elinde tutanlar için finansal aktifleri piyasaya sürenler için ise finansal borçları gösterir ²⁸.

²⁷ YILDIZ, Ekrem; a.g.e. s.3.

²⁸ AYDIN, Davut; **Finansal Aracılar açısından Finans Piyasaları Üzerine Bir Araştırma**, Eskişehir, 1980, s.15.

2.2.2 Finansal Kurumlar

Finansal kurumlar, temel aktiflere büyük ölçüde finansal araçlardan oluşan, faaliyetlere bunlar içerisinde yoğunlaşan ve böylece gelirlerini, esas olarak finansal araçlarla ilgili işlemlerden sağlayan kurumlardır ²⁹. Bir başka tanıma göre ise, birikim fazlası olan ekonomik birimlerle girişimciler arasında fon akışını gerçekleştirmek amacıyla kurulan kurumlara finansal kurumlar denir³⁰.

Finansal kurumların temel niteliği bilançosunun aktif ve pasif tarafının büyük ölçüde finansal araç ve borçlardan oluşmasıdır. Bu yönüyle finansal kurumlar ticari ve sınai alanda faaliyet gösteren diğer firmalardan ayrılmaktadır. Bilançonun pasifini oluşturan borçlar ve öz sermaye genel olarak finansal nitelikte olduğuna göre aktif tarafın hemen bütün olarak finansal araç ve haklardan oluşması, finansal kurumların temel niteliğini teşkil eder ³¹.

Daha sonra geniş olarak ele alacağımız finansal kurumların görevi fon arzı ile fon talebini karşı karşıya getirmektir. Daha önce denildiği gibi bireysel tasarrufların genellikle küçük miktarda oluşu ve tasarrufu yapan ekonomik birimin kendisinin girişim yetenek ve arzusundan yoksun oluşu, diğer taraftan fon talep eden girişimcilerin büyük miktarlarda fona ihtiyaç duyması ve kendi özel durumuna uygun fonları bir araya getirmesinin oldukça zor oluşu finansal kurumların ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Finansal kurumlar, fonların toplanması ve transfer edilmesinde maliyetleri azaltma fonksiyonunuda görürler. Bunu uzman kadroları ve ülke çapında yaygınlaşan merkez dışı örgütleri aracılığı ile sağlarlar.

²⁹ GOLDSMITH, Raymond; **Financial Structure and Development**, New Haven and London, 1969, s.3.

³⁰ ERTUNA, Özcan; a.g.e., s.9.

³¹ JACOBS, and others; **Financial Institutions**, Fifth Edition, Lillions, 1972, s.11.

Pazar ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde aracılık görevi gören finansal kurumlar ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ancak bütün ülkelerde ticaret bankaları, merkez bankaları, sigorta şirketleri, emeklilik ve yardımlaşma sandıkları, tasarruf banka ve sandıkları, kalkınma bankaları ve yatırım şirketleri bu aracılık fonksiyonunu üstlenmiş kurumlardır.

2.3 Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasalar, çeşitli dolaylı ve dolaysız finansal araçların alınıp satıldığı birbirine bağlı bir pazarlar grubudur. Bu bakımdan birçok şekilde sınıflandırılabilirler³². Ancak, finansal piyasalara, bu piyasalarda eldeğıştiren fonların işlemde bulunanlarda kalış sürelerine göre sınıflandırmak gelenekleşmiştir. Oysa günümüzde oldukça dinamik bir yapıya sahip olan finansal sistemde, finansal piyasaların bölümlendirilerek çeşitli sınıflandırmalara tabi tutmak pek anlamlı olmamaktadır. Buna rağmen bu piyasaları çeşitli alt bölümlere ayırarak incelemek konunun daha iyi anlaşılmasının sağlanması açısından önemlidir. Yapılan yatırımlarda genel olarak piyasada alım-satıma konu olan fon ve finansal araçların vadeleri, çeşitleri, yapılan işlemlerin niteliği ve piyasanın örgütlenme durumu dikkate alınmaktadır. Biz bu çalışma sırasında finansal piyasaları; fonların vadelerine göre, finansal araçlar üzerinde yapılan işlemlere göre ve kurumsal bir pazar yerinin olup olmasına göre finansal piyasalar şeklinde bir ayırıma tabi tutacağız.

2.3.1 Fonların Vadelerine Göre Finansal Piyasalar

Finansal piyasalarla ilgili olarak yapılan en yaygın ayırım, finansal işlemlere konu olan fon ve finansal araçların vadelerine göre yapılan ayırımdır.

³² THOMAS, B.Lloyd; *Money Banking and Economic Activity*, Prentice-Hall Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1980, s.51.

Bu katagoriye göre finansal piyasalara para piyasası ve sermaye piyasası şeklinde bir sınıflandırmaya tabi tutmak mümkündür.

2.3.1.1 Para Piyasaları

Genel kabul görmüş tanımıyla kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya para piyasası denilmektedir³³. İşletmelere, tüketiciye ve hatta devlete para bulma amacına dönük arz ve talebin karşılaştığı piyasa olarak da tanımlanmaktadır³⁴. Para piyasalarında işlem gören araçlar şunlardır³⁵.

- Hazine Bonosu
- Devlet Tahvili
- Mevduat Sertifikası
- Finansman Bonusu
- Banka Kabulü
- Repo

Para piyasalarında işlem gören finansal araçların vadesi kısa olduğundan ve yüksek derecede pazarlanabilirlik özelliği gösterdiğinden ve en önemlisi likiditeleri yüksek olduğundan ödenmeme riskleri nisbi olarak düşüktür. Bu piyasalarda fon arz ve talebinin vadesi bir yıldan kısadır. Bu piyasaların kurumları daha ziyade, ticaret bankaları ve devlet kurumlarıdır. İşletmeler genellikle bankalardan sağladıkları kısa vadeli kredilerle "işletme sermayesi" ihtiyaçlarını karşılarlar. Devlet de, hazine bonusu, devlet tahvil gibi kısa vadeli finansal araçlar ihraç ederek sağladığı fonlarla kısa vadeli ihtiyaçlarını gidermeye çalışır. İşletmelerin ya da bireylerin yazdıkları ticari senetler de bu piyasanın araçları arasında sayılabilir. Bu piyasalarda bankalar kanalıyla

³³ İŞGÜDEN, Tamer-TURANLI, Rana; **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1992, s.287.

³⁴ YÜKSEL, A.Sait- RODOPLU, Gültekin; **Sermaye Piyasası**, İstanbul, 1980, s.3.

³⁵ KEYDER, Nur; **Para Teori-Politika**, Genişletilmiş 2.Baskı, Bizim Büro Basımevi, Ankara, 1990, s.7.

oluşan işlemlerin örgütlenmiş para piyasasını, bankalar dışında, işletmelerin birbirleriyle ya da müşterileriyle olan kredi ilişkilerinin ise örgütlenmemiş para piyasasını oluşturduğunu söylemek mümkündür.

2.3.1.2 Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları ile ilgili çeşitli yazarlarca değişik tanımlar yapılmakla beraber genel olarak sermaye piyasaları, uzun vadeli fon ihtiyaçlarının karşılandığı ve bu ihtiyaçların karşılanması için çıkarılmış finansal araçların alınıp satıldığı piyasalar şeklinde tanımlanmaktadır³⁶. Bir başka tanıma göre ise, sermaye piyasaları; orta ve uzun vadeli fonların ekonomik birimlerin faydasına sunulduğu ve mevcut piyasada bulunan çeşitli araçların transfer edildiği karmaşık bir kurum ve mekanizmadır³⁷. Dar manada ise sermaye piyasasını; tasarrufların hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerlere dönüştürülmesine, menkul değerlerin de gerektiğinde paraya çevrilmesine imkan veren bir mekanizma olarak tarif etmek mümkündür³⁸. Sermaye piyasaları tasarrufları nihai fon kullanıcılarına aktararak fonların optimum dağılımını gerçekleştirmede önemli rol oynarlar³⁹.

Sermaye piyasalarında işlem gören finansal araçlar uzun vadeli olduklarından taşıdıkları risk de nisbi olarak daha yüksektir. Bunun sonucu olarak, bu piyasalardaki faiz ve getiri oranları da yüksek olmaktadır. Sermaye piyasaları, ekonomide kaynak dağılımının iyileşmesi, tasarrufların artması firma mülkiyetlerinin halk kitlelerine yaygınlaştırılması ve uzun vadede sanayinin ihtiyaç duyduğu fonların sağlanmasında önemli bir mekanizma olmaktadır. Bu

³⁶ GÖNENLİ, Atilla; *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İ.Ü. İşletme Fakültesi, No:3, İstanbul, 1988, s.508

³⁷ DOUGALL, Herbert-GAUMNITZ, Jack; *Capital Market Sand Institutions*, 5.edition, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986, s.4.

³⁸ AKGÜÇ, Öztin; *Finansal Yönetim*, 4.Baskı, İşletme Fakültesi, İstanbul, 1985, s.733.

³⁹ BUZLUPINAR, Elif; *Emeklilik Fonları Sermaye Piyasasına Kaynak Aktırımı*, S.P.Kur. Yayın No: 47, Ankara 1996, s.56.

piyasalar, tasarruf-yatırım ilişkisini ayarlamak, sermaye birikimini özendirmek ve sermayenin etkinliğini artırıp optimal kaynak dağıtımını sağlama fonksiyonlarına sahip olduklarından kalkınmanın önemli araçlarından biri durumundadırlar. Ülkemizde de özellikle 1980 sonrasında sermaye piyasasında meydana gelen gelişmeler bunun önemini açıkça ortaya koymaktadır.

Sermaye piyasalarında özellikle uzun vadeli özel pay senetleri ve tahvilleri işlem görmektedir. Uzun vadeli pay senedi ve tahvillerinin risk ve likidite dereceleri değişkendir. Sermaye piyasası araçları içerisinde uzun vadeli devlet ve özel sektörlerini ve şirketlerin hisse senetlerini sayabiliriz.

2.3.1.3 Para ve Sermaye Piyasaları Arasındaki İlişki

Yapılan bu ayrıma rağmen para ve sermaye piyasalarını kesin çizgilerle birbirinden ayırmak zordur. Çünkü fon arz ve talep edenler, beklentilere, yapacakları yatırım, gelir ve risk konusundaki tutumlarına göre her iki piyasaya da girebilirler. Geniş anlamda sermaye piyasası kavramına para piyasası da dahil olmaktadır. Ayrıca finansal kurumların çoğu pratikte her iki piyasada birden faaliyette bulunmaktadır. Örneğin, para piyasasının en önemli kurumu olan ticaret bankaları, ikinci bölümde daha detaylı anlatacağımız gibi sermaye piyasasında önemli fonksiyonlara sahiptir. Bu yönüyle para ve sermaye piyasaları arasındaki en önemli fark kredi arz ve talebindeki vade uzunluğudur.

Para ve sermaye piyasaları iki ayrı piyasa olarak ayrılmalarına rağmen, bu piyasalar aşağıdaki sebeplerle birbirlerine sıkı sıkıya bağlıdır⁴⁰.

- Fon arzedenerler, yatırım politikalarını ve gelir oranlarına bağlı olarak tasarruflarını bir piyasaya ya da her iki piyasaya yöneltmeyi tercih edebilirler.

⁴⁰ DOUGALL, Herbert-GAUMNITZ, Jack; a.g.e., s.5-6.

- Fon talep edenler de, fonlarını bir piyasadan ya da her iki piyasadan sağlayabilirler. Örneğin, hammadde stokları için fona ihtiyaç duyan bir işletme, ticari senetlerini bir bankaya iskonto ettirerek kısa vadeli fon sağlayabileceği gibi, hisse senedi veya tahvil ihraç etmek suretiyle uzun vadeli fonda sağlama yolunu da seçebilir.
- Para ve sermaye piyasaları arasında sürekli bir fon akışı vardır. Devlet, tahvil ihraç ederek sağladığı fonlarla kısa vadeli borçlarını ödediğinde sermaye piyasasında para piyasasına veya bir banka vadesi gelen kredilerin tahsili ile bir işletmeye orta veya uzun vadeli kredi sağladığında ise para piyasasından sermaye piyasasına fon akımı gerçekleşmiş olur.
- Bazı kurum ve kuruluşlar her iki piyasada da faaliyetlerini yürütürler. Örneğin; ticaret bankaları hem kısa vadeli kredi işlemleri ile para piyasasına, hem de orta ve uzun vadeli kredi işlemlerinde sermaye piyasasına yönelik olarak faaliyet gösterirler.
- Bütün uzun vadeli menkul kıymetler sonunda kısa vadeli araçlar haline gelir.
- Para ve sermaye piyasalarındaki gelirler birbirleri ile yakından ilişkilidir. Para piyasasında kısa vadeli faiz hadleri yükseldiğinde, sermaye piyasalarında da uzun vadeli faiz hadlerinde bir yükselme görülür. Diğer bir ifade ile; para piyasasında meydana gelen bir faiz artışı sermaye piyasasına da etki eder⁴¹.

Bütün bu açıklamalardan sonra para ve sermaye piyasalarının başlıca farkları aşağıdaki tablodaki gibi özetlenebilir⁴².

⁴¹ İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İ.M.K.B. Yayınları, Nisan 1993, s.3.

⁴² RODOPLU, Gültekin; **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, İstanbul, 1993, s.13.

TABLO : 1.1 Para ve Sermaye Piyasalarının Farkları

Ayrımları	Para Piyasası	Sermaye Piyasası
1- Süre Yönünden	Kısa Süreli	Uzun Süreli
2- Kullanma Yönünden	Döner Varlıkların Finansmanı	Sabit Varlıkların Finansmanı
3- Kaynak Yönünden	Tasarruf Sahipleri, vadesiz, resmi, ticari ve tasarruf mevduatı	Tasarruf sahipleri (bir yılı aşan), resmi, ticari ve tasarruf mevduatı
4- Araç Yönünden	Ticari senetler	Hisse senedi, Tahvil
5- Faiz Oranı Yönünden	Düşük	Yüksek

2.3.2 Fonların Sağlanma Şekline Göre Finansal Piyasalar

Tasarrufların doğrudan doğruya sahipleri tarafından yatırıma yönettirmeleri sermaye piyasasının konusunu oluşturmaz. Sermaye piyasaları uzun süreli ve devamlı fonların arz ve taleplerinin karşılaştığı piyasalardır⁴³. Bu piyasalarda finansal araçlar üzerinde yapılan işlemlerin niteliğine göre finansal piyasalar; birincil piyasa ve ikincil piyasa olmak üzere temelde ikiye ayrılır.

Birincil piyasa, menkul kıymetlerin ilk kez ihraç edildiği, böylece fonların doğrudan ihtiyaç duyanlara aktarıldığı piyasadır. İkincil piyasada ise, daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetler işlem görür. Dolayısı ile tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi birincil piyasada gerçekleşir. Aslında birincil ve ikincil piyasalardaki gelişmeler birbirine oldukça bağlıdır. Yani birincil piyasa olmadan ikincil piyasa gelişmez. Aynı şekilde oldukça sık yani, alım-satım işlemi çok seyrek olduğu ve hisse senedi fiyatlarında kısa zaman içinde çok büyük iniş ve çıkışların bulunduğu ikincil piyasalar da birincil piyasaların gelişmesine engel olurlar⁴⁴.

⁴³ DİLEK, Şener; **SPK'nun Sermaye Piyasamızın Gelişimi ve Etkinliği Açısından Değerlendirilmesi**, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Dergisi, 1985, c.6, sayı:1-2, s.63.

⁴⁴ **SPK Araştırma Raporu**, Aralık-1988, s.9.

2.3.2.1 Fonların Doğrudan Sağlandığı Piyasalar

Finansman literatüründe fon kavramı çeşitli anlamlarda kullanılmaktadır. Bazı işletmeler, tasarladıkları belirli bir amacı gerçekleştirebilmek için normal faaliyetlerinde kullanılmaktan vazgeçtikleri aktiflerin bir kısmına fon derken, bazı işletmelerde fonu, kullanılmaya hazır kasa ve bankadaki para olarak kabul ederler. Geniş anlamda fon kavramı, işletme sermayesini ifade etmektedir. Ancak sermaye piyasası açısından fon kavramı daha dar anlamdadır. Sermaye piyasası fonu işletmelerin hisse senedi ve tahvil ihraç ederek sağladıkları kaynakları uzun süre aktiflerinde bulundurdıkları varlıklar olarak kabul eder.

Fon arzı, ekonomik birimlerin tasarruflarını toplayan ve bu fonları yatırımcılara dağıtan finansman sistemin aracılığı ile fonları kullanıcılara yöneltmektir⁴⁵. Sermaye piyasasında fon arzı olabilmesi için kişilerin veya finansal kurumların ihraç edilen menkul kıymetlere bizzat yatırımları veya mevduat olarak yatırılan kurumların bu kıymetlere yatırım yapması gerekir. Kişilerin veya işletmelerin, bu şekilde finansal sisteme giren tasarrufları birincil piyasanın fon arzını oluşturur.

Tasarruflar genellikle; kişisel tasarruflar, işletme tasarrufları ve finansal kurumların tasarruflarından oluşur.

Sermaye piyasasına kaynak teşkil etmesi bakımından tasarruflar arasında en geniş fonları kişisel tasarruflar oluşturur. Kişilerin tüketimden alıkoydukları gelirlerini işletmelerin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillere yatırarak bunları satın almaları tasarrufların sermaye piyasasına arzı anlamına gelmektedir. Bu kaynak aktarımını kişiler doğrudan doğruya yapabilecekleri gibi finansal kurumlar aracılığı ile de yapabilirler.

Finansal kurumlardan; bankalar, sosyal güvenlik sistemine dahil kurumlar ve özel sigorta şirketleri de sermaye piyasasına fon arz edebilmektedirler.

⁴⁵ KEPEKÇİ, Celal; **Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü**, Anadolu Üniversitesi Basımevi, Eskişehir, 1983, s.11.

Fon talebi, uzun vadeli veya sürekli fon ihtiyacını karşılamak amacıyla sermaye piyasasından fon talebinde bulunmaktır. Bu talebin sermaye piyasasına uygun olabilmesi için menkul kıymet ihraç edilerek sağlanması gerekir.

Sermaye piyasasında fon talebinin önemli bir bölümünü; kişilerin, işletmelerin, kamu sektörünün ve finansal kurumların fon talebi oluşturur.

Bunlardan kişiler, genellikle toplu konut yatırımlarının finansmanı amacıyla uzun vadeli fon talebinde bulunurlar.

Devletin bir takım nedenlerle bazı kişi ve kurumlara borçlanması, kamu sektörünün fon talebini belirleyen kamu borçlarını oluşturur. Günümüzde kamu gelirlerinin sürekli ve önemli bir bölümünü kamu sektörünün fon talebi oluşturmaktadır.

Tasarruf sahipleri, yaptıkları tasarrufları satın alma gücünü belirli bir faiz karşılığında geri almak kaydıyla devlete vererek kamu sektörünün fon talebini karşılamaktadırlar.

Sermaye piyasasındaki fon talebinin önemli bir bölümünü, işletmelerin uzun vadeli ve devamlı fon sağlamak amacıyla menkul kıymet ihracında bulunmaları oluşturmaktadır. İşletmeler bu fon taleplerini, hisse senedi ve tahvil ihraç ederek temin ederler.

Bütün bunların dışında finansal kurumlar da uzun vadeli ve devamlı fon taleplerini sermaye piyasasından karşılamaktadırlar.

2.3.2.2 Fonların Aracılar Vasıtasıyla Sağlandığı Piyasalar

İkincil piyasalar da denilen bu piyasalarda, değişen şartlar karşısında daha önce satın almış olduğu menkul kıymeti elinden çıkarmak isteyen veya daha önce bir başkasını satılmış olan menkul kıymetleri edinmek isteyen yatırımcıların karşılaşmasına imkan sağlanmaktadır. İkincil piyasaların

yatırımcılara sağladığı bu esneklik birincil piyasaların gelişmesinin de ön şartlarından birisidir⁴⁶.

İkincil piyasa denildiğinde ilk akla gelen piyasa, tarihsel önemi nedeniyle menkul kıymetler borsasıdır. Menkul kıymetler borsası uzun vadeli yatırımlara konu olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı, düzenli örgütlenmiş pazarlardır. Borsalar, menkul kıymetleri elden çıkarmak isteyen kişilerle, yatırım yapan tasarruf sahiplerini karşı karşıya getiren pazarlar olduğundan ikincil piyasaların arz ve talebini karşılar. Menkul kıymetlerin arz ve talep edilmesi için menkul kıymetleri ihraç eden şirket tarafından borsaya kote edilmiş olması gerekir. Menkul kıymetler borsası dışında oluşan piyasalara borsa dışı piyasa, bu piyasada oluşan işlemlere ise borsa dışı işlemler denir.

Bunlardan borsa üyeleri, yatırımcılar adına veya kendi hesabına borsada işlem yapmaya yetkili kişilerdir. Yatırımcılar, borsada menkul kıymet alım ve satımını çeşitli nedenlerden dolayı kendileri yapamamaktadır. Dolayısıyla, borsada kendileri nam ve hesabına işlemlerini yapacak kişilere ihtiyaç duyarlar. Bunlar borsa üyeleridir. Borsa üyeleri, başkasının adına menkul kıymet alım-satımı yapabildikleri gibi bu işi kendi hesaplarına da yapabilmektedirler.

İkincil piyasada menkul kıymet arz ve talep edenlerden bir diğeri yatırımcı kişi ve kurumlardır. Sermaye piyasasına fon arzedan kişiler ve tasarruf sahiplerinden tasarruflarını talep eden yatırımcı kurumlar, ikincil piyasada menkul kıymetlerini arz edebilecekleri gibi, menkul kıymet talebinde de bulunabilirler. Bu bir kişi ve kurumlar borsa acentaları aracılığıyla işlemlerini yürütürler.

⁴⁶ Sermaye Piyasası Özel İhtisas Komisyonu Raporu, D.P.T. Yayın No:2191, Ö.İ.K. 346, Kasım-1989, s.56.

2.3.3 Kurumsal Bir Pazar Yerinin Olup Olmamasına Göre Finansal Piyasalar

Finansal piyasalarda alım ve satıma konu olan finansal araçlarla ilgili işlemler, organize edilmiş ve kuralları belirlenmiş belirli yerlerde yapılabileceği gibi, serbest olarak ve örgütlenmemiş bir piyasada da yapılabilir. Bu bakımdan finansal piyasaları;

- Örgütlenmiş Finansal Piyasalar
- Serbest veya Örgütlenmemiş (tezgah üstü-Over the counter) Finansal Piyasalar şeklinde ikiye ayırmak mümkündür⁴⁷.

2.3.3.1 Örgütlenmiş Finansal Piyasalar

Finansal piyasalarda alıcı ve satıcıların bir araya getirilmesi bakımından gerekli organizasyon ve kurumsallaşmanın mevcut olup olmaması piyasanın etkinliği bakımından şüphesiz çok önemlidir. İşte bu tür kurumlaşmanın mevcut olduğu piyasalara organize yani örgütlenmiş piyasalar denir⁴⁸.

Örgütlenmiş finansal piyasalar, devletin sıkı denetimi ve kontrolü altında çalışan piyasalar olup, bu piyasalarda yapılan işlemler, belirli kurallara uygun bir şekilde ve belirli kişi veya kurumlar tarafından yapılmaktadır.

Sermaye piyasalarının örgütlenmiş pazar yerleri menkul kıymet borsalarıdır. Menkul kıymet borsalarında firmaların finansal varlıkları kaydedilmekte, bu finansal varlıkların alım-satımı ise borsada faaliyet gösteren aracilar tarafından yapılmaktadır. Ülkemizde sadece İstanbul'da bu tür bir piyasanın bulunmasına karşılık gelişmiş ekonomilerde bu piyasalar da hisse senedi piyasası, tahvil piyasası, resmi piyasa gibi bir takım alt bölümlere ayrılmıştır.

⁴⁷ YILDIZ, Ekrem; a.g.e., s.10.

⁴⁸ ÇADANOĞLU, M.Birol; Türkiye'de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları, Beta Yayınları, İstanbul, 1993, s.1.

Para ve sermaye piyasalarının örgütlenmiş kesiminin en önemli kuruluşlarını ise ticaret bankaları ve borsalar oluşturmaktadır.

2.3.3.2 Örgütlenmemiş Finansal Piyasalar

Finansal piyasalarda herhangi bir kurumsallaşmanın bulunmadığı veya çok zayıf bulunduğu piyasalara örgütlenmemiş finansal piyasalar denir.

Finansal araçlarla ilgili işlemlerin merkezi bir yer ve teşkilat dışında ve pazarlık temeline bağlı olarak yapıldığı serbest finansal piyasalarda genellikle borsaya kaydedilmemiş menkul varlıklar alınıp satılmaktadır.

Önceden çıkarılmış menkul kıymetler ikincil piyasalarda işlem görürken, bu menkul kıymetlerin alınıp satılması, borsalarda veya "Over the Counter" denilen borsa dışı piyasalarda gerçekleşmektedir.⁴⁹

Finansal piyasaların örgütlenmemiş olması, kendisinden beklenen fonksiyonları tam olarak yerine getirmesini engeller. Bu nedenle finansal piyasaların örgütlenmesi ve kurumsallaşması şarttır. Örgütlü finansal piyasaların ortaya çıkması şüphesiz ki sadece yasal düzenlemelerin yapılması ile gerçekleşebilecek bir olgu değildir. Bunun için öncelikle ekonominin gelişmişlik düzeyinin belirli bir seviyeye ulaşmış olması gerekmektedir. Bu piyasaların örgütlenmesi ve kurumsallaşması ile ekonominin diğer alanlarındaki yapısal değişikliklerin ve gelişmelerin finansal piyasanın gelişmesi için gerekli zeminin oluşması şarttır. Ancak, ekonominin diğer alanlarındaki gelişmelerin istikrar içinde sağlanması bakımından finansal piyasalarında iyi örgütlenmiş olmaları gerekmektedir.⁵⁰

⁴⁹ THOMAS, B Llyod; a.g.e., s.52.

⁵⁰ ÖZER, M.Salih-TURAN, Cemalettin; **Sermaye Piyasasının Türkiye'deki Gelişimi**, Hesap Uz.Kur.Konf. II, Ankara, 1991, s.238.

2.4 Finansal Piyasaların Ekonomiye Etkileri

Bir ülkede küçük birikimlerin sermayeye dönüştürülmesi sürecindeki etkinlik büyük ölçüde o ülkedeki birikiminin yapısına ve örgütlenmesine bağlıdır. Özellikle gelişmekte olan bir ekonomide, finansal piyasaların ya da finans kesiminin gelişmesinin ekonomiye sağlayacağı yararları şöyle sıralayabiliriz⁵¹.

- Finansal piyasaların gelişmesi ve örgütlenmesi gelir ve refah artışına katkı sağlar. Gelişmiş bir finansal piyasa, kaynakların en verimli bir şekilde dağılımını sağlayabilir. Küçük tasarruf sahiplerinin kişisel tasarrufları ile düşük verimli yatırımlar yapması yerine, kaynakların kurumsal yatırımcılar tarafından yüksek verimli yatırımlara kanalize edilmesi milli gelir ve refah artışına katkı sağlayacaktır.
- Gelişmiş bir finansal ortamda, fon arz ve talep edenler için alternatif piyasalar ve kaynaklar ortaya çıkar. Şöyle ki; fon arzedenerler bu fonlarını kısa, orta veya uzun vadeli değerlendirme imkanı bulurlarken, fon ihtiyacı olan kişi veya kurumlar da bu fonları uygun vadelerle bulma imkanına kavuşurlar. Gelişmiş bir finansal piyasa, çeşitli kurumları ve finansal araçları ile, iki kesim arasındaki vade ayarlamalarına imkan sağlar.
- Finansal piyasalar atıl, dağınık ve küçük birikimlerin, güven sağlayan geniş tabanlı bir finans havuzunda bir araya getirilip biriktirilmesi ile ekonomide fon sunumunu bollaştırır. Böylece, tek başlarına yatırım yapmaya yeterli olmayacak boyutlardaki fonlar birleşerek büyük yatırımlara dönüşebilir.
- Finansal piyasalarda, risk bakımından farklılıklar gösteren çeşitli mali araçlar mevcuttur. Yatırımcılar risk tercihlerine göre diledikleri mali araca yatırım yapabilirler. Risk ile getiri arasında bir doğru orantı mevcuttur. Doğal olarak yüksek riskin karşılığı yüksek gelir olmalıdır. Ancak yüksek

⁵¹ BOLAK, Mehmet; a.g.e., s.18-19.

kazanç için yüksek risk göze alındığında, yüksek kazanç kadar yüksek zarara da uğranabileceği kabul edilmelidir.

- Fonlardan yararlananlar için alternatif kaynaklar sağlanmış olur. Bu durumda, hem fon arzedenerler, hem de fon talep edenler için piyasadan yararlanma imkanları artmaktadır. Finans kesiminin bu yöndeki gelişimi ile fon elde etme ve fon kullanma yarışı başlar.
- Finans kesimine akan birikimler ile sanayi kesimi arasında etkin işleyen kanalların kurulmasıyla, sanayi kesiminde büyük ölçekli firmaların (sermaye şirketlerinin) doğup büyümesine imkan verir⁵².
- Finansal piyasaların gelişmesi, mali kurumlar arasında, menkul kıymetler arasında, yatırım danışmanlığı, yönetim, değerlendirme gibi çeşitli fonksiyonlar arasında rekabeti artıracığından bu rekabet sonucu, piyasa faiz oranının reel büyüklüklere göre belirlenmesi şansı artarken, fon arzedenerlerin sağladığı kazanç oranıyla, fon kullanımının maliyeti arasındaki fark giderek kapanacaktır.
- Mülkiyetin tabana yaygınlaşmasıyla toplumda daha dengeli bir gelir dağılımı söz konusu olacaktır. Özellikle sermaye piyasasının gelişmesi ve küçük tasarruf sahiplerinin hisse senetlerine yatırım yaparak sınıai işletmelere ortak olması hem mülkiyetin yayılmasına imkan sağlayacak, hem de küçük tasarrufların kâr payı geliri elde etmesiyle gelir dağılımında nisbi bir düzelmeye sağlanabilmesi mümkün olacaktır. Ancak, tasarrufların sermaye piyasalarında yatırımların finansmanına imkan tanıyacak şekilde orta ve uzun vadeli fonlara dönüşmesi için tasarruf sahiplerinin bu piyasalara güvenle yaklaşmaları ve bu piyasada yatırımı kolaylaştıracak ve teşvik edecek araçların geliştirilmesiyle sıkı sıkıya ilişkilidir. Bu nedenle sermaye piyasasına gerek yatırımcıların, gerekse bu alanda faaliyet gösteren kurumların, son derece bilinçli yaklaşımlarını sağlamak gerekir.

⁵² ERTUNA, Özcan; a.g.e., s.12-13.

2.5 Finansal Piyasalarda İşlem Gören Yatırım Araçları (Menkul Kıymetler)

2.5.1 Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Özellikleri

Menkul kıymetler; kamu tüzel kişileri ya da anonim şirketler tarafından alacak veya ortaklık haklarını temsil etmek üzere, nakit veya ayın karşığında; belli şekil şartlarına haiz olarak, standart meblağ ve standart tipte, çok sayıda ve orta, uzun veya sonsuz vadeli olarak seri halinde ihraç edilen, devamlılık arzeden, dönemsel gelir sağlayan ve piyasada tedavül eden hukuken kıymetli evrak hükmünde belgelerdir⁵³.

Ticaret Kanunumuzda menkul kıymetlerin tanımı yapılmamıştır. Ancak, sermaye piyasasında, fonların arz ve talep edenler arasında el değiştirmesine aracılık eden menkul kıymetler "kıymetli evrak " ların bir alt bölümünü oluşturmaktadır. Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 557. maddesine göre kıymetli evrak; "içindeki hakkı senetten ayrı olarak ileri sürülemeyen ve bu haktan ayrı olarak başkalarına devredilemeyen senetler" olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım kapsamına giren ve Türk Ticaret Hukuku öğretisi ve uygulamasında kıymetli evrak kabul edilen belgelerin bir çoğu menkul kıymet kabul edilmekle birlikte, örneğin bir konşimentonun ya da bir banka tasarruf hesap cüzdanının menkul kıymet kabul edilmeyeceği açıktır.

Menkul kıymet terimi ilk olarak 1929 tarihinde çıkarılan 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ile hukuk literatürümüze girmiştir. Bu kanunda da menkul kıymetin tanımı verilmemekle birlikte, nelerin menkul kıymet olduğu açıklanmıştır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 3. maddesinde menkul kıymetleri şöyle tanımlamaktadır.; Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden, hisse senetleri, tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetlerdir. Bunlar dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali

⁵³ KARSLI, Muharrem; **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İstanbul, 1989, s.245.

yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arz ve bu yolla satışı da menkul kıymetler hükümlerine tabidir⁵⁴.

Tanımda dikkati çeken en önemli husus; Sermaye Piyasası Kanunu'nun menkul kıymet tanımını çok esnek yapmış olmasıdır. Şöyle ki, klasik menkul kıymetlerin (hisse senedi, tahvil ve hazine bonosu) yanısıra mali değerleri temsil eden evrakın ve halka arz yoluyla satılması şartıyla menkul kıymet hükümlerine tabi olacağı belirtilmiştir. Bu tanımlamanın sonucu olarak, özellikle Sermaye Piyasası Kurulu (S.P.Kur.) oluşturulduktan sonra yeni yeni menkul kıymet türleri düzenlenmiş ve menkul kıymet piyasalarında işlem görmeye başlamıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu, çıkardığı Seri V - No:1 Tebliğle menkul kıymet sayılan ve sayılmayan kıymetli evrakı tesbit etmiştir. Böylece, menkul kıymetler dışında olup; menkul kıymet sayılmamakla beraber, sermaye piyasası aracı olarak kullanılan ve Ticaret Kanunu'muzdaki bono, poliçe, çek gibi genel anlamda kıymetli evraktan ayrılan özel bir kıymetli evrak kategorisi ihdas edilmiş olmaktadır. Tebliğe göre, bu tür kıymetli evrak kanunun uygulamasında menkul kıymet olarak işlem görür.

Tebliğde yer alan menkul kıymetler şunlardır; hisse senetleri ve geçici ilmuhaberleri, tahvil, intifa senedi, Kâr Zarar Ortaklığı Belgeleri, Hazine Bonoları, devlet ve diğer kamu tüzel kişilerinin tahvil ve bonoları, tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri.

Menkul kıymetler sınıfına dahil kıymetli evrakın her birinin kendi özellikleri bulunmakla beraber; bazı ortak niteliklere sahiptirler. Bunları şöyle özetlemek mümkündür⁵⁵.

— Menkul kıymetler hukuken kıymetli evrak niteliğindedir.

⁵⁴ TIKVEŞ, Özkan; **Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi**, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1992, s.262

⁵⁵ KARSLI, Muharrem; a.g.e., s.249

- Standart ve yuvarlak meblağlı, misli nitelikte, belli Şekil Şartlarına haiz kıymetlerdir.
- Çok sayıda ihraç edilip halka arz edilen kitle senetleridir. Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmezler.
- Az veya çok devamlılık arzeder, alacak ya da ortaklık haklarını temsil eder.
- Periyodik (dönemsel) gelir sağlarlar.
- Her birinin bir itibari (nominal-üzerinde yazılı) değeri, bir de piyasada arz talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır. Tahviller, ihraç eden tüzel kişi tarafından vade sonunda nominal değer üzerinden ödendikleri için piyasa değerleri genellikle nominal değer in fazla altında veya üstünde oluşmaz. Hisse senetlerinin ise zamanla nominal değerleriyle hiçbir ilgisi kalmayabilir. Bu nedenle A.B.D.'de pek çok hisse senedi nominal değer taşımaz. Bizde de Sermaye Piyasası Kanunu Yatırım Fonu Katılma Belgelerine nominal değer konulmaması hükmünü getirmiştir. Bu gibi kıymetler başlangıçta bir defa belli bir ihraç fiyatıyla ihraç edilir, bundan sonra adet-birim konarak piyasa değeri ile ifade edilirler.
- Menkul kıymetler nama ve hamiline yazılı olabilir.
- Kural olarak gerçek kişiler tarafından çıkarılamazlar.

Birbirlerinden az veya çok farklılık göstermekle birlikte bütün bu özellikler menkul kıymet türlerinin hepsinde görölmektedir. Bunun nedeni, menkul kıymetlerin hukuki düzenlemeleri yapılırken o zamanki ülkenin ekonomik, politik Şartlarının ve ihtiyaçlarının gözönüne alınmış olmasıdır.

2.5.2 Menkul Kıymetlerin Çeşitleri

Menkul kıymetleri çeşitlerine göre incelerken bunları, kamu kesimi menkul kıymetleri ve özel kesim menkul kıymetleri Şeklinde iki ana gruba ayırarak incelemek daha sistematik olacaktır.

2.5.2.1 Kamu Kesiminin İhraç Ettiği Menkul Kıymetler

Kamu kesiminin ihraç ettiği menkul kıymetlerin başlıcaları, devlet tahvili ve hazine bonoları, dövizle endeksli tahvil ile gelir ortaklığı senetleridir. Türkiye'ye özgü bir durum olarak gerek birincil gerekse ikincil menkul kıymet piyasalarında kamu kesimince ihraç edilen menkul kıymetlerin ağırlıkta olduğu görülür. Bunun başlıca iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi sermaye piyasasında fon arz eden tasarruf sahiplerinin tasarruflarını devlet güvencesi altında tutma istekleri ile kamu kesimi menkul kıymetlerinin genellikle vergiden muaf olmasından dolayı bu kesimin menkul kıymetlerine olan talebin yüksek olmasıdır. İkinci ve en önemli nedeni ise hükümetlerin uygulanan ekonomik politikalar çerçevesinde oluşan kamu kesimi finansman ihtiyaçlarının ve özellikle KİT'lerin finansmanını daha fazla kamu menkul kıymetleri ihraç ederek karşılama yoluna gitmesidir. Bu durum hisse senetleri piyasası açısından çok olumsuz sonuçlara yol açmaktadır. Hazine bonusu ile devlet tahvillerinin her türlü vergiden muaf olması, hisse senedi karşısında kamu menkul kıymetlerini çok avantajlı hale getirmektedir. 1989 tarihine kadar İMKB'nin gelişmemiş bir borsa görünümünde olmasının en önemli nedeni olarak bu durum gösterilmektedir.

2.5.2.1.1 Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonusu

Bilindiği gibi tahvil bir borç senedir. T.T.K'muz 420.maddesinde tahvili tanımlarken "Anonim Şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir. " diye tarif etmiştir. Bu tanımı biraz daha genişlettiğimizde, tahviller, kamu kuruluşları veya şirketlerin, halka borçlanarak sağlayacakları fonlar için seri halde çıkardıkları, eşit kıymette ve aynı ibareli, kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen borç senetleridir, şeklinde ifade edebiliriz.

Tahvil ihracı, anonim şirketlerin mevcut ortak sayısını artırmadan, uzun vadeli fon sağlamak amacıyla başvurdukları bir yoldur. Kamu kesimi ise tahvil

ihracına kamu finansman açıklarının giderilmesi amacıyla başvurmaktadır. Yukarıdaki kanuni tariften anlaşılan bir başka husus da, tahvil çıkarma etkisinin sadece anonim ortaklıklara tanınmış olmasıdır. Ancak daha sonra çıkarılan yasalarla bazı Kamu İktisadi Teşebbüslerine, anonim şirket statüsünde olmasalar bile tahvil çıkarma yetkisi tanınmıştır.

1976 yılına kadar tahvil ihraçları izne tabi tutulmamakta, sadece T.C. Merkez Bankası'na satıştan sonra bilgi verilmekteydi. Bu tarihten sonra tahvil ihracı izne tabi tutulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu kuruluncaya kadar izin mercii T.C. Merkez Bankası iken, Banka 5-10-1982 tarihli Tebliğ ile bu yetkiyi Sermaye Piyasası Kurulu'na devretmiştir. Bu tarihten itibaren kamu sektörü tahvilleri dışındaki bütün tahvil ihraçları Kurul iznine tabi tutulmuş ve daha sonra çıkartılan 3794 sayılı Kanun ile, Kurul'dan izin, Kurul'a kayıt şekline dönüşmüştür. Kamu kuruluşlarının tahvil ihraçları ise Kurul kaydına tabi olmayıp, sadece Kurula bilgi verilir.

Hazine'ce Devlet iç borçlanma senetleri iki tip olarak piyasaya sürülmektedir. Bunlar, üzerinde faiz kuponu taşımayan ve vadesi bir yıldan kısa olan (3,6,9 ay gibi) hazine bonoları ve üzerinde 6 ayda bir ödenecek şekilde düzenlenmiş faiz kuponu taşıyan veya iskontolu satılan ve vadesi asgari bir yıl veya daha fazla olan Devlet İç Borçlanma senetleridir. Ancak enflasyonun hızlandığı dönemlerde tüm tahviller 1-2 yıllık kısa vadeli ihraç edilir.

Devlet İç Borçlanma Senedi satışlarındaki artışın başlıca nedenlerini şu şekilde sıralamak mümkündür.

- 1984 yılı öncesinde Devlet İç Borçlanma senetlerinin faiz oranları çok düşük oranlarda tutulmuştur. Daha sonra bu senetlerin faiz oranları önemli ölçüde yükseltilmiştir. 1985 yılı mayıs ayından bu yana ise bu senetler ihale yöntemi ile satılmaktadır. T.C. Merkez Bankası tarafından düzenlenen bu ihalelerde oluşan ortalama faiz oranları vadeli mevduatın vergi sonrası net getirisinin genellikle üzerinde seyretmektedir.

- Devlet İç Borçlanma senetlerine çeşitli vergi avantajları sağlanmaktadır. 1988 yılı başına kadar her türlü vergiden muaf olan Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları 31 Aralık 1987 tarihi itibarıyla vergi kanunlarında yapılan değişikliklerle %5 oranında gelir vergisine tabi tutulmuşlardır.
- Bankalar, yürürlükteki mevzuat gereği Devlet İç Borçlanma Senedi almaya zorlanmaktadır. Çünkü bankalar mevduatlarının %30'u oranında tuttukları dispoziibl değerlerin %25'ini Devlet İç Borçlanma Senedi'ne yatırmak zorundadırlar.
- Belediyeler, Emlak Bankası gibi kamu kuruluşlarının çıkardığı tahvillerde Devlet tahvili sayılmaktadır⁵⁶.
- Bankalar sahip oldukları resmi mevduatın %65'i oranında Devlet İç Borçlanma Senedi almakla yükümlü kılınmışlardır.

Bankaların ellerinde bulunan hazine bonusu ve devlet tahvillerini, ilerideki belirli bir tarihte geri satın alma taahhüdüyle müşterilerine satmalarına dayanan ve repo diye adlandırılan işlemler yıllarca yasal dayanaktan yoksun olarak yapılmış ve çok yüksek hacimlere ulaşmıştır. Hatta bankaların, ellerinde mevcut olandan daha fazla hazine bonusu ve devlet tahvilini bu şekilde müşterilerine sattıkları rivayetleri ortaya çıkmıştır. Sonuçta ekonomik hayatın bir gerçeği haline haline gelen repo ve ters repo işlemleri Sermaye Piyasa Kurulu'nun 31 Temmuz 1992 tarih, Seri V, N:7 "Menkul Kıymetlerin Geri alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ" ile düzene kavuşmuştur. Menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satılması "repo", geri satma taahhüdü ile alınması ise "ters repo" olarak adlandırılmaktadır⁵⁷.

Devlet tahvilleri ve hazine bonolarının risksiz olmaları nedeniyle faiz oranları, özel kesim borçlanma araçlarınıninkinden biraz düşük düzeyde kalsa bile, bu faizin vergiden muaf olması, istenildiğinde birikmiş faiziyle birlikte paraya çevrilebilmeleri, devlet ihalelerinde güvence olarak gösterilebilmesi gibi

⁵⁶ KARSLI, Muharrem; a.g.e., s.253

⁵⁷ BOLAK, Memet, a.g.e., s.131

özellikleri olması, bu araçları bir takım birikim sahiplerinin gözünde çekici hale etirmektedir.

2.5.2.1.2 Gelir Ortaklığı Senedi (G.O.S.)

Gelir Ortaklığı senedi, köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ve benzerlerinden kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan senetlerdir⁵⁸.

Gelir ortaklığı senetleri belli bir kamu alt yapı tesisinin belli bir süre içindeki gelirinin belli bir orandaki bölümü karşılık gösterilerek çıkarılır. Bu sebeple belli bir gelir taahhüdü yoktur. Bu senetlerin getirilerinin zaman içinde değişme göstermesi hisse senedi ile benzerlik arz etmektedir. Ancak sermayeye değil, yalnızca gelire ortaklık sağlaması 3-5 yıl gibi belli bir vadeyle sınırlı olması bunları daha çok tahvil türüne yaklaştırmaktadır.

Gelir Ortaklığı Senetleri ile kamu altyapı tesislerinin gelirlerinin bir kısmının satışından sağlanan paralarla T.C.Merkez Bankası gözetiminde bir Kamu Ortaklığı Fonu oluşturulmuştur. Böylece altyapı tesislerinin her türlü bakım ve onarım giderleri bu fondan karşılanmıştır. Gelir Ortaklığı Senetlerinde ilk uygulama olarak 10 milyar TL. nominal değerli İstanbul Boğaziçi Köprüsü G.O.S.'leri, daha sonra da 40 milyar TL. nominal değerli Keban Barajı G.O.S.'leri satışa sunulmuştur. Bu iki örneği daha sonra büyük miktarda baraj senetleri ve diğerleri izlemiştir.

Gelir Ortaklığı Senetleri tüm özellikleri itibariyle bir sermaye piyasası aracı olarak piyasada kabul görmüş olmakla beraber, ne Sermaye Piyasası Kanunu'nda, ne de SPK mevzuatında yeri bulunmamaktadır. Bu senetler varlığını ve hukuki temelini sadece 2983 sayılı "Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun" dan almaktadır. Ancak şurası

⁵⁸ SAĞCAN, Mustafa; **Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri**, İzmir, 1987, s.39.

bir gerçek ki, ilk olarak 1984 yılı Aralık ayında ihracına başlanan Gelir Ortaklığı Senedi, o günden bu yana gelişmesini sürdürmüş ve kamu kesimi menkul kıymetleri içinde önemli bir yer almıştır. G.O.S. ile diğer menkul kıymetler arasında şu farklar vardır⁵⁹.

- Soyut nitelikte olan Devlet Tahvilii veya Hazine Bonosu yerine somut imajlı köprü ve baraj adlarıyla çıkarılan senetler daha kolay alıcı bulmaktadır.
- Yatırımlar için devlet bütçesi dışından kaynak sağlamaktadır.
- Faiz geliri elde etmekten çekinen ve haram sayan tasarruf sahiplerine Gelir Ortaklığı Senetleri aracılığı ile daha kolay ulaşılmakta ve bu kesimin tasarrufları değerlendirilmektedir.

İlk olarak 1987 yılı haziran ayından itibaren T.C. Hkmeti bir yandan artan kamu yatırımlarının gerektirdiği finansman ihtiyacını karşılayabilmek, diğer yandan kamu kaynaklı menkul kıymetleri enflasyona rağmen cazip hale getirebilmek amacıyla, dolar ve marka endeksli gelir ortaklığı senedi ile dövize endeksli tahvil ihraç etmiştir. Diğer menkul kıymetlere göre dövize endeksli menkul kıymetler bir takım avantajlara sahiptir. Bunlar;

- Türk Lirasının döviz karşısında reel değer kaybı olduğu dönemlerde bu menkul kıymetler önemli bir kur farkı avantajından yararlanırlar.
- Dövize endeksli menkul kıymetler istenildiği anda günlük efektif aliş kuru üzerinden paraya çevrilebilme imkanına sahiptir.

Bugüne kadar ihraç edilen dövize endeksli menkul kıymetler arasında Hasan Uğurlu Barajı (A) ve (B) tertibi G.O.S., GAP (A) tertibi G.O.S., Petkim ve PTT tahvilleri sayılabilir.

⁵⁹ SAĞCAN, Mustafa, a.g.e., s.41.

2.5.2.2 Özel Kesimin İhraç Ettiği Menkul Kıymetler

Özel kesimin ihraç ettiği menkul kıymetlerin başlıcaları, hisse senetleri, özel kesim tahvilleri, Kâr-Zarar Ortaklığı Belgesi, Katılma İntifa Senetleri ile Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolardır. Bu menkul kıymetler ayrı ayrı ve genel hatlarıyla aşağıda incelenerek Türk Sermaye Piyasası'ndaki etkinlikleri irdelenmeye çalışılmıştır.

2.5.2.2.1 Hisse Senetleri

İşletme ilmi ile uğraşanlar, hisse senetlerinin sermaye piyasasının önde gelen temel ürünlerinden biri olduğu konusunda tam bir uyum içerisinde oldukları. Bunun sonucu olarak, sermaye piyasasının varlığından söz edebilmek için bu piyasaya canlılık kazandıran hisse senetlerinin serbest piyasada fiyatlarının oluşması ve küçük tasarruf sahiplerine yaygınlaştırılması gerekmektedir.

Hisse senetlerinin temel niteliği, şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil etmesi nedeniyle ortakları açısından onlara sürekli gelir ve şirkete ortak olma imkanı sağlayan bir belge, şirket açısından ise, öz kaynak niteliğinde finansman temin eden bir araç olmasıdır⁶⁰. Bu nedenle hisse senetleri sermaye piyasasının diğer araçlarından farklıdır. Sermaye piyasasının diğer araçları, ait oldukları şirkete ortak olmayı değil, sadece bu şirketlerin gelirlerinden pay alma imkanı vermektedir. Oysa hisse senetleri sahibine şirkete ortak olma imkanı verdiği gibi aynı zamanda gelirden pay alma imkanı da vermektedir.

Doktrinde yaygın olan hisse senedi tanımı şöyledir. "hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarılabilen sermaye ortaklıklarının kanuni şekillere uygun olarak

⁶⁰ ULUSOY, Yılmaz; *Hisse Senetleri*, Tebliğ Metni, 20-21 Nisan 1984, bkz. Türkiye'de Sermaye Piyasası, Ankara, 1984, s.62.

düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belirli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir ve kıymetli evrak vasfına sahiptirler⁶¹.

Türk hukukuna göre hisse senetlerini sadece sermaye şirketleri türünden olan anonim şirketler ve anonim şirket statüsünde kurulan diğer şirketler çıkartabilir. Hisse senedinin çıkarılış şekline göre anonim şirketleri üç ayrı grup halinde tasnif etmek mümkündür.

i- Sadece Ticaret Kanunu hükümlerine tabi anonim şirketler : 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesinden itibaren anonim şirketler, uyacakları ticari hükümler yönünden başlıca iki kısma ayrılmıştır. İlki Ticaret Kanunu'nun hükümlerine tabi aile (kapalı anonim şirketler), ikincisi ise, Ticaret Kanunu'nun yanında Sermaye Piyasası Kanunu'nun da hükümlerine tabi olan "menkul kıymetlerini halka arzetmiş veya halka arzetmiş sayılan" anonim şirketlerdir.

Yalnızca Ticaret Kanunu hükümlerine tabi olan anonim şirketler, ortak sayısı 100'den fazla olmayan, veya menkul kıymetlerini halka arzetmediği için sermaye piyasası mevzuatının dışında kalan kapalı anonim şirketlerdir. Sermaye piyasası Kanunu'nun ilgilendiği bu tür şirketler, halkın küçük tasarruflarını toplayıp, bu yolla öz sermaye birikimi yolunu benimsemediklerinden, sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmayan veya bu piyasada etkinliği bulunmayan şirketler durumundadırlar⁶².

ii-Ticaret ve Sermaye Piyasası Kanunları hükümlerine tabi, kayıtlı sermaye dışında hisse senetlerini halka arzetmiş veya arzetmiş sayılan anonim şirketler : Kapalı bir anonim şirket hisse senetlerini halka arzetmeye karar verebilir. Bu durumda menkul kıymetlerini halka arzeden bu aile şirketi Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına girer veya anonim şirketin ortak sayısı 100'den fazla olabilir. Bu şirketler menkul kıymetlerini halka satmadıkları halde,

⁶¹ TUNCER, Selahattin, a.g.e., s.205.

⁶² ULUSOY, Yılmaz; a.g.e., s.64.

ortak sayıları 100'den fazla olduğu için menkul kıymetlerini halka arzetmiş sayılmakta ve dolayısı ile Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olmaktadır. Böylece Kanununun 1.maddesinde belirtilen ; tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılması amacı gerçekleştirilmek istenmiştir.

iii- Sermaye artırımını yönünden sadece Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi olan anonim şirketler : Kuruluşta ve sermaye artırımında hisse senetlerini halka arzeden kayıtlı sermayeli anonim şirketler, sermaye artırımına giderken Ticaret Kanunu'nun bu konudaki hükümlerine tabi tutulmamışlardır. Bu tür anonim şirketler çıkardıkları payları, kısa sürede ortaklarına ve üçüncü kişilere intikal ettirebilmektedirler.

Hisse senetlerini, tedavül kabiliyetlerine, şirket kârına iştiraklerine ve sermayeyi temsil edip etmediklerine göre üç ayrı gruba ayırmak mümkündür.

Tedavül kabiliyetleri bakımından hisse senetleri, hamiline yazılı ve nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılır. Hisse senedi ihraç edecek anonim şirketin ana sözleşmesinde ihraç edilecek hisse senetlerinin hamiline veya nama yazılı olacağı belirlidir. T.T.K. hükmüne göre (md. 409/3) hamiline yazılı hisse senedi çıkarabilmesi için bedellerinin tamamen ödenmiş olması şartı vardır.

Şirket kârına iştiraklerine göre hisse senetleri, adi ve imtiyazlı hisse senetleri olmak üzere ikiye ayrılır. Ek hakları olmayan hisse senetleri adi hisse senedi, buna karşılık kâra iştirak ya da oy hakkı ile ilgili imtiyaz tanınan hisseler de imtiyazlı hisse senetleri denmektedir.

Sermayeyi temsil edip etmediklerine göre hisse senetleri kurucu ve intifa hisse senetleri olarak ikiye ayrılır. Adı geçen her iki senet belli bir sermaye payını temsil etmemektedir. Kurucu hisse senetleri şirket kârının bir kısmına iştirak hakkı temin etmek ve kuruluş hizmetleri karşılığı olmak üzere bedelsiz olarak kuruculara ihraç edilir. (TTK md.402). İntifa hisse senetleri ise, bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir.

Sermaye piyasalarının temel araçlarından biri olan hisse senetlerinin ülkemizdeki ihraç hacmi ve işlem hacmi önemli bir yer tutmamaktadır. Oysa sanayileşmiş ülkelerde hisse senedi ihracı yolu ile finansman sağlanması çok yaygındır. Türk sermaye piyasasında göze çarpan bu eksikliğin başlıca nedenlerini şöyle sıralayabiliriz.

- Hisse senetleri uzun vadeli ve riski yüksek menkul kıymetlerdir.
- İMKB.'nin açılışından önceki yıllarda hisse senetlerine yatırım yapan tasarruf sahiplerinin elde ettikleri getiriler genellikle enflasyonun altında kalmıştır.
- Genellikle büyük holdinglerin bankalarla çok yakın ilişkilerinin olması ve finansman ihtiyaçlarının büyük kısmını hisse senedi ihraç etmek suretiyle öz kaynak şeklinde karşılama yerine banka kredilerini seçmiş olmaları.
- Tahvil ihracı ve kredi alma yoluyla finansman sağlanması halinde ödenen faizlerin vergiye tabi gelirden indirilebilmesi.
- Mevcut ortakların şirket üzerindeki etkinliklerini yeni ortaklarla paylaşmak istemeyişleri .

İMKB.'nin hizmete başlamasından sonra hisse senedi piyasası canlanmaya başlamış, 1987-1988-1989 yıllarında ortaya çıkan dalgalanmalardan sonra 1989 yılı Eylül ayından sonra faizlerin düşmesi ve alternatif yatırım araçları olan altın ve dövizdeki durgunluk hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Ancak, 1990 yılı Ağustos ayında ortaya çıkan Körfez krizi hisse senedi piyasasını da olumsuz yönde etkilemiş ve durgunluk 1993 yılına kadar sürmüştür. Bu tarihten sonra borsa tekrar yükselmeye başlamıştır. İMKB.'da hisse senetleri piyasasıyla ilgili bazı rakamlar Tablo 1.2'de gösterilmiştir.

TABLO 1.2

Hisse Senedi Piyasasıyla İlgili Bazı Rakamlar

	<u>1986</u>	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993(*)</u>
İşlem Miktarı (milyon adet)	3	15	32	238	1.537	4.537	10.285	24.244
İşlem Hacmi (milyar TL.)	9	105	149	1.736	15.313	35.487	56.339	160.825
Hisse Senetleri Borsa Kotundaki								
Şirket Sayısı	350	414	556	730	916	1092	1238	1304
İşlem Gören Şirket Sayısı	80	82	79	76	110	134	145	156
Yıl Sonu Piyasa Değ.(milyar TL.)	709	3.182	2.048	15.553	55.238	78.907	84.809	368.963
Ortalama Hisse Senedi Verimi(%)	86.51	295.80	-37.32	511.24	55.60	41.59	1.67	262.14

(*) 1993 yılı rakamları Ekim ayı sonuna kadar gerçekleşen rakamlardır.

KAYNAK: İMKB 1992 yılı faaliyet raporu ve Ekim 1993 Aylık Bülteni'nden derlenmiştir.

Yukarıdaki tabloya genel olarak bakıldığında ve özellikle 1993 yılı içindeki hızlı gelişme de dikkate alındığında 1986 yılından bu yana hisse senetlerinin, yatırımcılarına yüksek kazançlar sağlamış olduğu söylenebilir.

2.5.2.2.2 Özel Sektör Tahvilleri

Bilindiği gibi tahvil bir borç senedir. Türk Ticaret Kanunu'muz (TTK. md.420) tahvili tanımlarken "Anonim ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit, ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir. " diye tarif etmiştir.

Yukarıdaki tarifte dikkat çeken iki önemli husus vardır. Bunlardan birincisi; tahvil çıkarma yetkisinin sadece anonim ortaklıklara verilmiş olmasıdır. Ancak daha sonra çıkarılan yasalarla bazı Kamu İktisadi Teşebbüslerine, anonim şirket statüsünde olmadıkları halde tahvil çıkarma yetkisi tanınmıştır.

İkinci husus ise, tahvillerin anonim şirketler tarafından borç para bulmak için çıkardıkları para borcu senetleridir. Bu bakımdan paradan başka borç için tahvil ihraç edilemez.

Tahvil ihracı, anonim şirketlerin, mevcut ortak sayısını artırmadan, uzun vadeli fon sağlamak amacıyla baş vurdukları bir yoldur. Özel sektör tahvillerinin vadesi iki yıldan az yedi yıldan fazla olamaz. İhraç edilecek tahviller bir yıllık dönemi kapsıyorsa bir yıl içerisinde ihraç işleminin gerçekleşmesi gerekir. Tahviller, tertipler veya tertibe bağlı seriler halinde satılacaksa bu durumda satışın 120 günde tamamlanması zorunludur⁶³. Bu sürenin bitimi aynı zamanda tahvil vadesinin başlangıç tarihi olmaktadır. Kurulun verdiği satış süresi içinde satılmayan tahviller en geç 6 gün içinde noter huzurunda iptal edilir. Çıkarılan tahvillerin hepsi satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe yeni tahvil çıkartılamaz.

Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil tutarları Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13.maddesinde şöyle belirtilmiştir. "Hisse senetleri halka satılan anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri toplam tahvil tutarı genel kurulca onaylanan son bilançodaki çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile bilançoda gözüken yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez."

Son olarak 27 Ocak 1993 tarih ve 21478 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan "Tahvil ve Sermaye Piyasası Aracı Niteliğindeki Diğer Borçlanma Senetleri İhraç Limitlerine Dair Karar" ile tahvil ihraç limitleri yükseltilmiştir. Buna göre anonim şirketler son üç yıla ait bilançolarını zararsız kapattıkları takdirde mevcut tahvil çıkarma sınırlarının 6 katına kadar tahvil ihraç edebileceklerdir. Net dönem kârı elde etmemiş olan halka açık anonim şirketler ise tahvil çıkarma sınırlarının 3 katına kadar tahvil çıkarabileceklerdir. Bununla şirketler yeni finansman kaynakları elde etmişlerdir.

⁶³ Sermaye Piyasası Kurulu'nun 14 Temmuz 1992 tarih ve Seri II, No:13 "Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esasları Tebliği "

Tahvil ihraç eden kuruluşlar, tasarruf sahiplerinin ilgisini çekebilmek, sundukları tahvillerin satışında başarılı olabilmek için bu menkul kıymeti daha çekici kılma yönünde çabalar harcamakta ve tahvil türlerini artırmaktadırlar. Bu amaçla geliştirilen başlıca tahvil türleri; Garantili Tahviller, Değişken Faizli Tahviller, İndeksli Tahviller, Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller sayılabilir⁶⁴.

Tahvil ihraç etmek suretiyle finansman ihtiyacını karşılamak isteyen şirketlerin, halka arz ettikleri tahvillerin küçük tasarruf sahiplerinin eline geçmesini sağlamak amacıyla ihraç edilecek tahvil toplam tutarının %20'sini 500.000 TL. veya daha küçük, bunun yarısını da 100.000 TL. veya daha küçük kúpürler halinde çıkarmaları zorunluluğu vardır.

Tahvillerin belirli bir faiz oranı ve belirli bir vade sonunda ana parayı ödemeyi taahhüt eden borç senetleri almaları dolayısıyla, diğer menkul kıymetlere göre getireceği gelir daha belirlidir. Tahvile yatırım yapan kişiler sınırlı bir gelir imkanına kavuşurlar. Böylece, tahvil ihraç eden şirketin kârları beklenenin çok üstünde artsa bile, tahvil sahibi sadece daha önce belirlenen miktarda bir faiz geliri elde eder. Bu durum tahvil yatırımlarının dezavantajlarından birisidir. Buna rağmen özel kesimin ihraç ettiği menkul kıymetler içerisinde tahvil ihracı önemli bir yer tutmaktadır. Özellikle banka kredilerinin maliyetinin çok yüksek olduğu ülkemizde şirketler tahvil ihracına artan bir rağmet göstermektedirler.

2.5.2.2.3 Kâr Zarar Ortaklığı Belgesi (K.Z.O.B.)

Türk sermaye piyasasına 15.1.1982 tarih ve 17575 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanana T.C. Merkez Bankası'nın (1) nolu tebliği ile Kâr Ortaklığı Belgesi (K.O.B.) adı altında yeni bir menkul kıymet kazandırılmıştır. Ancak bu tarihten 6 ay sonra 15.6.1982 tarih ve 17725 sayılı Resmi Gazete'de

⁶⁴ Tahvil türleri hakkında bilgi almak için bkz. Mehmet Bolak, a.g.e., s.111-113.

yayınlanan aynı bankanın (2) nolu tebliği ile bu belge Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesine dönüştürülmüştür. Bu konudaki son düzenleme ise 14.7.1992 tarih ve Seri III No:11 tebliğiyle yapılmıştır. Söz konusu tebliğin 3. maddesine göre, "Ortaklıklar, kâr ve zarara ortak olmak üzere iştiğal sahalarına giren tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için, yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere," kâr ve zarar ortaklığı belgesi" adı altında menkul kıymetler ihraç edebilirler ve halka arz yoluyla satabilirler."

Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi "faiz" kavramı yerine "kâr ve zarara ortak olma" kavramını ikame etmek isteyen bir anlayışın ve anonim ortaklıklara belli fonlar yatırarak karşılığında " Kâr " elde etme arzusunun ortaya çıkardığı bir menkul kıymettir⁶⁵.

K.Z.O.B. konusunu incelerken konunun kronolojik gelişiminden ziyade, daha çok bu belgelerin çıkarılma nedenleri, sermaye piyasamızın gelişmesi ve etkinliği açısından sağladığı faydalar ve nasıl bir uygulama alanı bulmuştur? sorularına cevap bulmaya çalışılacaktır.

İslamiyette kâr ne kadar helal sayılmışsa, faiz de o nisbette haram sayılmıştır. Nüfusunun %98'i müslüman olan ülkemizde, faiz yasağına uyan tasarruf sahiplerinin sayısı küçümsenmeyecek kadar çoktur. Bu kişiler tasarruflarını ya spekülatif veya bilinçsiz bir şekilde iktisadi kalkınmaya yeterli hizmette bulunmayan yatırımlara yöneltmektedirler.

Özellikle Sermaye Piyasası Kurulu, tasarrufları karşılığında İslam Dini'nin haram saydığı faizi almak istemeyen müslümanların, tasarruflarını sermaye piyasasına çekerken onların da dini inaançlarına ters düşmeyecek, inanç ve ihtiyaçlarına cevap verebilecek yeni menkul değerler piyasaya çıkarmak istenmiştir. İşte K.Z.O.B. bu kişilerin tasarruflarını islami esaslara uygun olarak, tasarruf sahibine, yatırdığı paralar karşılığında varsa kâra, aksi halde zarara katılmayı sağlayan yeni menkul kıymet türü olmaktadır.

⁶⁵ GÜNAL, Vural; **Sermaye Piyasası Hukuku** , SPK Yayın No:5, 2.Baskı, Ankara , 1987, s.107

K.Z.O.B., sermaye piyasasındaki büyük bir eksikliği gidermek amacıyla çıkarılmış bir menkul kıymettir. Bu belgelerle sermaye piyasası kullanılmaya hazır yeni fonlar temin ederek bu fonları en iyi şekilde ülke kalkınmasının emrine sunulmasına aracılık etmektedir.

Resmi Gazete'nin 25 Temmuz 1981 tarih ve 17411 sayılı nüshasında yayınlanan (22) numaralı Kurumlar Vergisi Genel Tebliği'ne göre, "faizsiz olarak kredi verenlere ödenen kâr paylarının kurum kazancının tesbitinde gider olarak kârdan indirilebilmesi esası getirilmiştir. Böylece K.Z.O.B. ihraç eden şirketler, bu belgeler karşılığında belge sahiplerine ödedikleri kâr paylarını kurum kazancının tesbitinde gider olarak indirebileceklerdir. Bu düzenleme ile, K.Z.B.O. ihracı özendirilmek istenirken aynı zamanda vergi mevzuatı ile bu tür belgelerin iracını yapan ortaklıklar desteklenmiştir.

K.Z.O.B. yarı hisse senedi, yarı tahvil niteliğinde menkul kıymetlerdir⁶⁶. Belli bir vadeye sahip olan bu menkul kıymetler, sahiplerine şirket yönetiminde oy hakkı sağlamaz. Bu nedenlerle hisse senetlerinden ayrılır. Buna karşılık, bu belgelere ödenen kâr paylarının faiz gideri gibi vergi matrahından indirilebilmesi K.Z.O.B.'leri tahvile benzetmektedir. Ancak K.Z.O.B.'leri tahvilden ayıran en önemli fark kârın yanında zarara da iştirakin söz konusu olmasıdır. Şirket mali yılı zararlı kapatmışsa, her bir K.Z.O.B. 'nin payına düşen zarar hesaplanarak nominal değerinden düşülür. Sonraki yıllarda kâr edilmesi halinde öncelikle bu açık kapatılır ve kârın, nominal değeri tamamlandıktan sonra kalan kısmı belge sahiplerine dağıtılır. Ancak, şirketin sürekli zarar etmesi halinde K.Z.O.B. sahiplerinin itfa tarihinde yatırdıkları paranın bile bir kısmını geri alamamaları mümkündür.

Menkul kıymet alım-satım ile iştirak eden ortaklıkların K.Z.O.B. ihraç etmeleri yasaklanmıştır. Hamiline ve nama yazılı olarak iraç edilebilen bu belgelerin üzerinde sahibinin kâr ve zarara katılacağı ve bu belgelere kâr garantisi verilmeyeceği açıkça yazılır. Kuponsuz olarak çıkarılan bu belgelerin

⁶⁶ BOLAK, Mehmet; a.g.e., s.120.

nominal değerleri 1.000.000. TL.veya katları tutarında olacaktır. Kâr-Zarar Ortaklığı belgelerinde en kısa vade 3 ay, en uzun vade 7 yıl olabilir.

2.5.2.2.4 Katılma İntifa Senetleri (K.İ.S.)

İntifa senetleri ticaret hukukumuzda ve anonim şirket uygulamasında eskiden beri varolan bir menkul kıymet türüdür. T.T.K.'nun 402. maddesine göre, anonim şirketleri;

- Bedeli itfa olunan payların sahipleri,
- Alacaklılar,
- Kurucular
- Veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine genel kurul intifa senedi çıkarılmasına karar verebilmektedir.

T.T.K'nun 403. maddesi ise, intifa senetlerinin birarada veya ayrı ayrı olmak üzere ancak,

- Ortaklık safi kazancına katılma
- Tasfiye neticesine iştirak
- Yeni çıkarılacak hisse senetlerini öncelikle almak gibi bazı haklardan yararlanabilmektedirler. Kanunun saydığı mali hakların bir veya bir kaçının yahut tamamının birlikte tanınması mümkündür, ancak kâr teşekkül etmez, tasfiyede yeterli bakiye kalmaz veya yeni hisse senedi çıkarılmaz ise talep hakkı da doğmaz⁶⁷.

Uygulamada intifa senetleri daha çok kuruculara verilmektedir. Ancak, alacaklılara verilen, aynı sermaye karşılığı ortaklara verilen veya çeşitli hizmetleri nedeni ile üçüncü kişilere verilen intifa senetleri de görülmektedir. TTK.'na göre intifa senetlerinin nakit karşılığı çıkarılma zorunluluğu da yoktur.

⁶⁷ ÜNAL, Oğuz Kürşat; *Menkul Kıymetler*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, T.İş Bankası Vakfı, Hukuk Fak., Ankara, 1988, s.127.

Borsada, "kurucu" hisse senetleri diye bilinen senetler, şirket kurucularına kuruluş esnasındaki hizmetleri karşılığında bedelsiz olarak verilen kurucu intifa senetleridir. Bunlar nama yazılı olarak çıkarılır, tasfiye neticesinden pay almazlar ve oy hakları yoktur. Bazı şirketlerde kurucu intifa senetleri adı hisselerle nazaran çok yüksek değer kazanabilmektedir. Zira bunların sayısı ve tümüne tahsis edilen kâr oranı sabit olduğu için, şirket büyüdükçe ve kârı arttıkça, kurucu intifa senetlerine isabet eden temettü devamlı yükselir.

T.T.K.'da düzenlenen intifa senetleri Türk Sermaye piyasasının gelişim ve etkinliği açısından gerekli işlevi yerine getirebilecek niteliklere sahip değildir. Bunun sonucu olarak, Sermaye Piyasası Kurulu, ilk kez 13 Kasım 1983 tarih ve 18220 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri III No:1 Tebliği ile Katılma İntifa Senetleri adı altında yeni bir menkul kıymet türü düzenlemiştir. Son olarak 14 Temmuz 1992 tarih ve Seri III No:10 Tebliği ile de bu, menkul kıymetlerin ihracına ilişkin yeni düzenlemeler geliştirilmiştir. S.P. Kurulu tebliğine göre K.İ.S. belli bir nominal değere sahip ve nakit karşılığı çıkarılması gereken bir menkul kıymet türüdür. Son tebliğin 4.maddesi K.İ.S'i şöyle tanımlamaktadır."Ortaklıklar, nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın kârdan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma ve bu tebliğde belirlenen imkanların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını sağlayan K.İ.S. çıkarabilirler."

Yapılan düzenlemeye göre beli ayınlar karşılığı ortaklıkça K.İ.S. verilmesi mümkün değildir. Katılma İntifa Senedi demek, para karşılığı satılan ve ortaklık kasasına nakit olarak giren meblağları temsil eden menkul kıymet anlamına gelmektedir⁶⁸.

S.P.Kur. Seri III No:10 Tebliği ile, anonim şirketlerin çıkarabilecekleri K.İ.S.'in toplam tavan ve taban tutarlarını belirlemiştir. Buna göre, anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri toplam K.İ.S. tutarı ödenmiş sermaye ve yedek

⁶⁸ GÜNAL, Vural; **Katılma İntifa Senetleri**, Türkiye'de Sermaye Piyasası, Seminer Tebliği, 20-21 Nisan 1984, İstanbul,s.124.

akçeleri toplamından çok, bu toplamın altıda birinden az olamayacaktır. (Tebliğ, md. 5)

K.İ.S.'ler S.P. Kurulu'nun fon sağlama açısından sıkıntı içerisinde bulunan anonim şirketlere bu ihtiyaçlarını karşılamalarına yardımcı olmak amacıyla çıkarılmıştır. Özellikle yönetimi paylaşmadan halka açılmak ve öz sermaye temin etmek isteyen anonim şirketlerin yararlanabileceği bir menkul kıymet türüdür.

2.5.2.2.5 Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar

Banka bonoları ve banka garantili bonolar, yatırım ve kalkınma bankaları, (mevduat toplamayan bankalar) ile anonim şirketlerin ihtiyaç duydukları zaman, ihtiyaç duydukları miktarda bono ihdas etmek suretiyle direkt finansman sağlamlarına imkan veren sermaye piyasası araçlarıdır. Bunlar seri halinde ve kitle olarak ihraç edilmezler, dönemsel gelir getirmezler. Uygulamada halka arzedildikleri de söylenemez. Halka arzedildikleri farzedilerek S.P.K. izni ile ihraç edilirlerse de, ilan ve toplu satıştan ziyade ikili ilişkiler içinde büyük miktarlarda belli yerlere plase edilen senetlerdir. Bunların tahvil ihracından farkı, tahvil ihracındaki formalitelere tabi bulunmaması, tahvil ihracı gibi masraflı ve zaman kaybettirici olmaması ve en önemlisi, çeşitli prosedüre ve güçlüğü katlanmışken büyük miktarda çıkarılan tahvillerin aksine, lazım olduğu kadar çıkarılması, vade bakımından da tahvilden daha esnek bulunmasıdır⁶⁹.

15 Mart 1986 tarihli S.P.Kur.'nun Seri III No:3 Tebliği ile, sermaye piyasasında işlem görecek araçlar arasında banka bonusu ve banka garantili bono adları ile iki yeni menkul kıymet düzenlenmiş ve bu kıymetlerin hukuki durumları tam açıklığa kavuşturulmuştur. Bu tebliğe göre, banka bonoları bankaların borçlu sıfatı ile düzenledikleri emre yazılı senetlerdir. S.P.Kur.'nca

⁶⁹ KARSLI, Muharrem; a.g.e., s.311.

verileri izin çerçevesinde halka arz yoluyla satılmaktadır. Banka Garantili Bono ise, bankalardan kredi kullanan ortaklıkların bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatı ile düzenleyip alacaklı bankaya verdikleri emre yazılı senetlerdir. Bankanın kendi garantisi altında ve S.P.Kur.'nca verilen izin çerçevesinde halka arz yoluyla satılmaktadır.

S.P.Kur.'nun 14 Temmuz 1992 tarihli Seri III, No:12 Tebliği ile her iki finansal araç türüne açıklama getirilmiştir. Tebliğe göre Kalkınma ve Yatırım Bankalarının satabileceği bonoların azami tutarı, bankanın yetkili organlarıncay onaylanmış son bilançosunda görülen ödenmiş sermayesi ve yeniden değerlendirme değer artışı fonu toplamından, varsa zararların düşülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. Halka açık anonim şirket niteliğindeki bankalarda bu limite yedek akçeler de eklenir. Bu tebliğe göre söz konusu menkul kıymetlerin vadesi en az 90 en çok 360 gün olabilir. Yine tebliğ hükümlerine göre halka arz yoluyla satılacak bonoların nominal değerleri 5.000.000.TL.'den az olmamalıdır. Bu bonoların satışında iskonto esası uygulanır.

Bonoların ikinci el piyasada alım satımı serbesttir. Bonoların borsaya kote edilmeleri söz konusu olmayıp, yalnızca yapılan işlemler tescil edilmektedir.

2.5.2.2.6 Finansman Bonoları

İlk kez 24.12.1986 tarihinde S.P.Kur.'nun Seri III No:4 Tebliği ile Türk Sermaye Piyasası'na kazandırılan finansman bonoları, son olarak 31.07.1992 tarih ve 21301 sayılı mükerrer Resmi Gazete'de yayınlanan S.P.Kur.'nun "Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği", Seri III, No:13 ile yeniden düzenlenmiştir.

Söz konusu Tebliğ'in 3.maddesinde finansman bonoları "İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatı ile düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır." şeklinde tanımlanmaktadır.

İhraç edilecek finansman bonolarında bulunması gereken zorunlu unsurlar şunlardır. (Tebliğ, md.4).

- Finansman bonusu ibaresi,
- İhraççının ticaret ünvanı ve adresi,
- İhraç edilecek finansman bonusu için ihraççı tarafından imza yetkisi verilen temsilcilerin adları ve imzaları,
- Belirli bir meblağı kayıtsız şartsız ödeme vaadi,
- Tanzim yeri,
- Tanzim tarihi,
- Vade,
- Ödeme yeri,
- Tertip ve seri numarası,
- Finansman bonusu emre yazılı ise ödeme yapılacak kişinin adı veya ünvanı, hamiline yazılı ise hamiline yazılı olduğu ibaresi.

Bu şekil şartlarına uygun olarak ihraç edilen finansman bonolarının vadesi 30 günden az 360 günden çok olmamak üzere 30 gün ve katları şeklinde belirlenir. Finansman bonoları, vadenin 1/4'ünü geçmeyecek satış süresi içinde her gün, iskonto esasına göre aşağıdaki formülle hesaplanan değer üzerinden satılır ve finansman bonolarının değeri, ana para ile faizi içerir.

$$SF = \frac{ND}{(1+r)^{a/b}}$$

Bu formülde;

SF : Satış fiyatını, **ND**: Nominal değeri, **r** : İskonto oranını, **a** : Vadeye kalan gün sayısını, **b** : Gün olarak vadeyi, ifade etmektedir.

Finansman bonoları hazine garantili olarak ihraç edilebilecekleri gibi, halka açık anonim şirketler ve halka açık olmayan anonim şirketler tarafından da ihraç edilebilir.

Halka açık anonim şirketlerin ihraç edebilecekleri azami finansman bonusu tutarı, genel kurulca onaylanmış son bilançoda görülen çıkarılmış veya ödenmiş sermaye ve yedek akçeleri ile yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların düşülmesinden sonra kalan miktarı geçemez.

Halka açık olmayan anonim şirketlerin ihraç edebilecekleri azami finansman bonusu tutarı da yukarıdaki esaslara göre hesaplanır. Ancak bu hesaplamada yedek akçeler dikkate alınmaz.

Hazine garantisi taşıyan finansman bonolarında ihraç tavan limiti uygulanmaz.

Ihraç edilecek finansman bonolarının kúpür büyüklüğü; beş milyon lirada az olamaz (Tebliğ, md.7).

Finansman bonusu ihraç etmek isteyen Anonim Şirketler almış oldukları Genel Kurul kararıyla bir yıl içinde, Anonim Şirket niteliğinde olmayan ihraççılar ise ilgili organ kararının alındığı tarihten itibaren bir ay içinde Kurul kaydına alınmak üzere S.P.Kur.'na başvururlar. Kurul başvuruyu inceleyerek uygun bulduğu finansman bonolarını kayda alır ve ihraççıya ihraç izni verir.

Satış süresinde satılmayan finansman bonoları, satış süresi bitiminden itibaren 6 iş günü içinde noter huzurunda tesbit edilerek iptal olur. Çıkarılan finansman bonolarından satılmayanlar iptal edilmedikçe ihraççı tarafından yeni finansman bonusu çıkarılamaz.

Finansman bonolarının halka arzının aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunludur (Tebliğ, md.16).

Finansman bonoları teminatlarına göre;

— Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları: A tipi,

- İhraççıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları: B tipi,
- Banka garantisi taşımayan finansman bonoları: C tipi,
- Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları : E tipi,
- Bir anonim ortaklığın müşterek borçu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonoları: F tipi,

adları altında düzenlenir.

Bunlardan banka destek kredisi, ihraççının finansman bonusu bedellerinin ödenmesi için bankanın kısmen veya tamamen kullandırmayı taahhüt ettiği krediyi ifade eder.

Kefalet, banka, anonim ortaklık veya hazine garantisi ile çıkartılacak finansman bonolarının ön yüzüne vadesinde ödeneceğinin müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla garanti edildiğinin yazılarak imzalanması ifade eder.

Söz konusu kefalet bir anonim ortaklık tarafından veriliyorsa kefaletin toplam tutarı; Genel Kurul'ca onaylı son bilançodaki ödenmiş sermaye ve yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutarı aşamaz (Tebliğ, md.9).

2.5.2.2.7 Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetlerle ilgili detaylı bilgi bu çalışmanın ikinci bölümünde "Genel Finans Ortaklıkları" başlığı altında verileceğinden tekrardan kaçınmak amacıyla burda ele alınmamıştır.

2.5.3 Menkul Kıymet Yatırımlarında Risk ve Kaynakları

Bilindiği gibi sermaye piyasasının en önemli iki aracı hisse senetleri ve tahvillerdir. Yatırımcılar bu tür menkul kıymetlere yatırım yaparken gelirlerinin

ne olacağını tam olarak bilemezler. Ancak gerçek olan bir şey var ki, o da tahvillerin hisse senetlerine göre daha az risk taşıdıklarıdır. Çünkü tahvil geliri işletmenin kârlılık durumuna bağlı değildir. Oysa işletmenin kâr elde etmesi veya kârını dağıtmaması durumunda hisse senedi sahibi gelir elde edemeyecektir. Bu yönü ile hisse senedine yatırım yapanlar tahvile yatırım yapanlara göre daha fazla risk yüklenmektedirler. Sonuçta bekledikleri getiri de katlandıkları risk ile orantılı olarak yüksek olacaktır. Çünkü herhangi bir yatırımda risk arttığında getiri de artar. Diğer bir ifade ile; getiriye artırmak isteyen, çoğalan riske de katlanmak zorundadır.

Bir hisse senedinin riski, o hisse senedine yapılan yatırımın gelecekte sağlayacağı getirinin kesin olarak bilinmemesi nedeni ile ortaya çıkar. Yatırımcılar objektif veya subjektif nakit girişleri olasılık dağılımı ile doğru tahminler yapmaya çalışırlar. Bir hisse senedinin geçmiş yıl verimliliklerini dikkate alarak tahminde bulunmak objektif olasılık dağılımını, gelecek hakkında tahminde bulunmak ise, subjektif olasılık dağılımını verir⁷⁰. Risk ise, gelecekteki bu getirinin olasılık dağılımı ile ölçülür. Beklenen gelirlerin değişkenliği ne kadar fazla ise menkul kıymetin riski de o kadar yüksek olacaktır. Kısacası risk, kazanma ya da kaybetmedeki belirsizlik derecesi olarak tanımlanabileceği gibi bir subjektif olasılık dağılımındaki yayılma ya da değişkenliktir⁷¹ şeklinde de tanımlanabilir.

Herhangi bir hisse senedine yatırım yaparken gözönünde tutulacak önemli nokta o hisse senedine ait risk ve getiri oranı arasındaki ilişkidir⁷². Çünkü, yatırım araçlarının seçiminde bilinçli yatırım kararları alınabilmesi için bu iki kavramın karşılaştırmasının yapılması ve amaca uygun bir karar verilmesi gerekir.

⁷⁰ ELÇİN, Feriştah, a.g.e., s.38.

⁷¹ BAŞ, İ.Melih; **Menkul Kıymet Yatırımlarında Verimlilik Açısından Risk Faktörünün Kalitatif Analizi**, Verimlilik Dergisi, c.17, s.1, Ocak 1988, s.71.

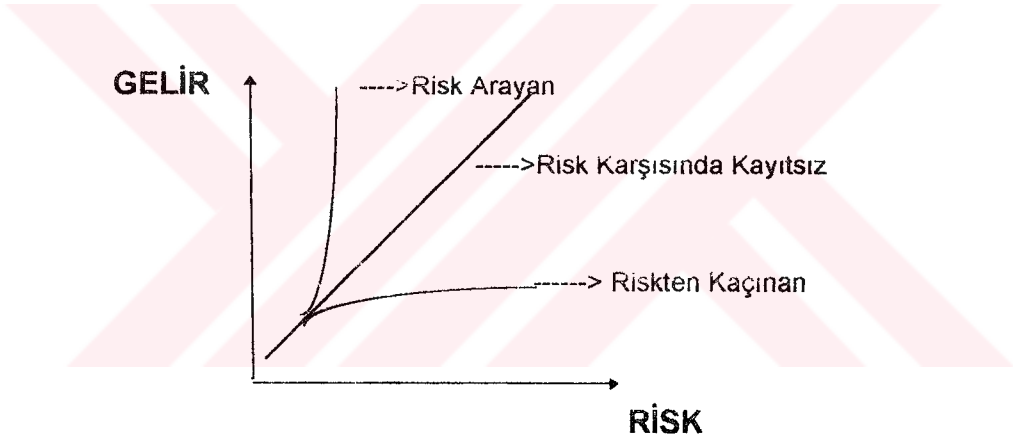
⁷² BEKÇİOĞLU, Selim; **Bazı Hisse Senetlerinin Riskliliği: Türk Firmalarına Ait Hisse Senetleri Üzerinde Bir Deneme**, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Y.10, Ağustos-1984, s.37, s.59.

Yatırımcılar risk karşısında tutumlarına göre üçe ayrılır. Bunlardan birinci tür yatırımcılar; risk arayan yatırımcılardır. Bunlar getirileri belli olan iki tür yatırımdan daha riskli olanını tercih ederler. Çünkü riskle getiri doğru orantılıdır.

İkinci tür yatırımcılar, riskten kaçan veya hoşlanmayanlardır. Bu yatırımcılar her zaman getirileri belli olan iki yatırımdan daha az riskli olanını tercih ederler. Onlar için az, ancak güvenilir gelir daha önemlidir.

Üçüncü tür yatırımcılar ise risk konusunda kayıtsızlardır. Bunlar için hangi menkul kıymetin seçildiği veya yatırım yapıldığı önemli değildir.

Her üç yatırımcının tercihlerini aşağıdaki şekil 1.1.'de görmek mümkündür.



ŞEKİL 1.1 : Riske Karşı Tutum

Yatırımcıların tercihi hangisi olursa olsun, sonuçta hepsinin de beklentisi hisse senedinin gelecekteki kâr payının ne olacağı ve satıldığında satış fiyatının ne kadar olacağıdır. Bilindiği gibi risk, gelecekle ilgili yapılan tahminlerin gerçekleşmeme ihtimalidir⁷³. Bütün yatırım kararları gelecekte elde edilecek gelirler gözönüne alınarak yapılır. Bu nedenle hisse senetlerine

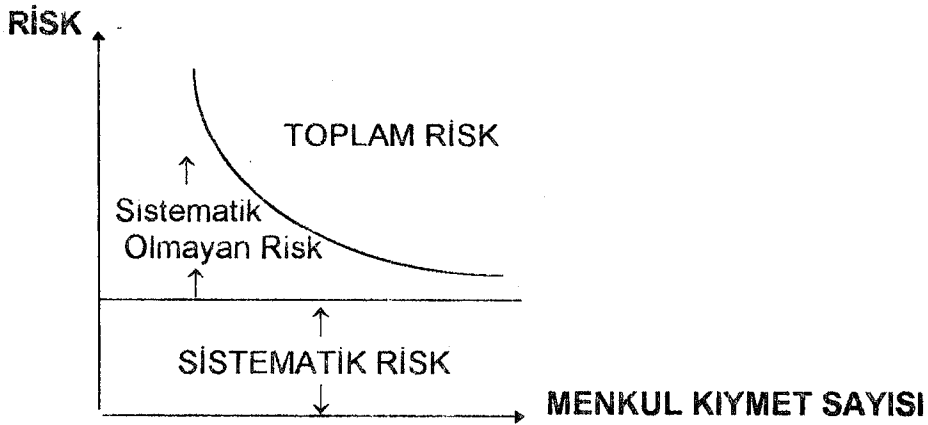
⁷³ CEYLAN, Ali; **Pay Senedi Değerlemesi**, Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Nisan-1983, C.IV, S.1, s.136

yatırım yapılırken gelecekle ilgili beklenen getiri ve risk tahminlerin yapılması gerekmektedir.

Hisse Senedi yatırımlarında riskin bir çok nedeni vardır. Bazı riskler bütün şirketleri ve dolayısı ile onların menkul kıymetlerini etkilerken, bazı riskler de sadece belirli bir endüstriye veya şirkete özgü olmaktadır. Bunun sonucu olarak riskler sistematik ve sistematik olmayan riskler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

2.5.3.1 Sistematik Riskler

Sistematik risk, menkul kıymetlerin getirilerindeki dalgalanmaların, piyasadaki tüm finansal varlıkların fiyatlarını aynı zamanda etkileyen faktörlerden kaynaklanan kısımdır⁷⁴. Ekonomik, politik ve sosyal faktörlerden kaynaklanan sistematik risk, tüm finansal piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören menkul kıymetleri aynı yönde ancak, değişik oranlarda etkiler. Bunun sonucu olarak da menkul kıymet sayısını artırmak veya çeşitlendirmeye gitmekle sistematik riski ortadan kaldırmak mümkün değildir. Sistematik risk şekil 1.2'de görüldüğü gibi toplam riskin sabit kısmını oluşturur.



ŞEKİL 1.2 : Sistematik Risk

⁷⁴ FRANCIS, J.C.; *Investments : Analysis and Management*, 2 nd edition, Mc.Graw-Hill Book Company, 1976, s.316.

Sistemik riskin başlıca kaynaklarını şöyle sıralayabiliriz.

2.5.3.1.1 Faiz Oranı Riski

Bu risk, gelecekte faiz oranlarının değişebilmesi ihtimalinden kaynaklanan bir risktir. Piyasa faiz oranındaki bir artış nedeniyle, yatırımcının hisse senedinden beklediği geliri elde edememe riskine, faiz oranı riski adı verilmektedir⁷⁵.

Gerek hisse senedi gerekse tahvil fiatları, faiz oranıyla ters orantılı olarak hareket etmektedirler. Piyasa faiz oranı arttıkça menkul kıymetlerin şimdiki fiyatı azalmaktadır. Piyasa faiz oranının artması, hisse senedine olan talebi düşürecektir. Elinde hisse senedi olan yatırımcılar da ellerindeki hisseleri satarak, piyasa faiz oranıyla orantılı getiri sağlayacak yeni yatırımlara yönelecektir. Bu olay sonuçta hisse senetlerinin değer yitirmelerine neden olacaktır.

Aksi durum söz konusu olduğunda, yani piyasa faiz oranı düştüğünde hisse senetlerine olan talep artacak ve değerlerinin yükselmesine neden olacaktır. Ülkemizde 5 Nisan 1994 tarihinde uygulamaya konulan ekonomik istikrar paketi kararları ile faiz oranlarının yükseltilmiş olması hisse senedi fiyatlarında belirgin ve uzun süreli düşüşlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bunun sonucu olarak İMKB'de bir kriz yaşanmıştır. Sıkı para politikası, faiz hadlerinin yükseltilmesi hem hisse senedi yatırımcısını hem de şirketleri zor durumda bırakmıştır.

Faiz oranı riski, hisse senedi fiyatlarını tahvil gibi sabit getirili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına göre daha az etkilemektedir. Ancak, bundan hisse senetleri fiyatlarının etkilenmediğini söylemek de mümkün değildir.

⁷⁵ BAŞ, Melih; a.g.m., s.73.

2.5.3.1.2 Satın Alma Gücü (Enflasyon) Riski

Satın alma gücü riski ile, genel fiyat düzeyinin yükselmesi sonucu paranın satınalma gücünün azalması kastedilmektedir⁷⁶. Enflasyon riski olarak da adlandırılan bu risk, tüm menkul değerleri farklı oranlarda da olsa etkilemektedir. Banka tasarruf hesabı veya tahvil gibi sabit getirili yatırımlar satın alma gücü riskinden daha fazla etkilenmektedirler.

Enflasyon riskinin hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisi sermaye piyasasında tartışma konusu olmaktadır. Hisse senetleri, yatırımcıları enflasyona karşı korumada iyi bir araçtır. Çünkü enflasyonla birlikte satış ve kârlar dolayısıyla dağıtılan kâr payları artmaktadır⁷⁷. Ancak konu finansman ve muhasebe açısından ele alındığında enflasyonun işletmeler üzerindeki olumsuz etkilerinden dolayı yukarıdaki görüşün oldukça tartışmalı olduğu açıktır.

Enflasyon ortamında hisse senedine yatırım yapmak, sabit getirili menkul kıymetlere göre daha verimli yatırımdır. Özellikle yüksek enflasyonun olduğu dönemlerde sermaye piyasası iyi çalışıyorsa hisse senetlerine yapılan yatırım kişinin satın alma gücünü sabit tutar⁷⁸.

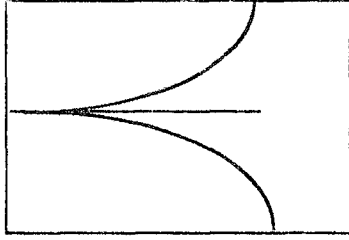
Şekil 1.3'de görüleceği gibi⁷⁹ yatırımcının menkul kıymet yatırımından elde ettiği cari gelir düzeyi, cari fiyat düzeyindeki artıştan düşük oranda artar ya da sabit kalırsa gerçek gelir düzeyinde düşme olacağı açıktır.

⁷⁶ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.788.

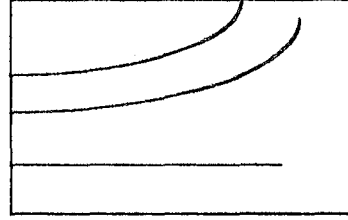
⁷⁷ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.788.

⁷⁸ CEYLAN, Ali; a.g.m., s.139.

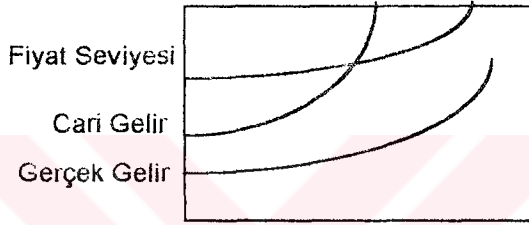
⁷⁹ BEKÇIOĞLU, Selim; **Menkul Kıymet Analizleri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, AİTİA, Ankara, 1979, s.46.



a) Gerçek Gelirin Düşmesi



b) Cari gelirin fiyat seviyesi oranında yükselmesi, gerçek gelirin sabit kalması



c) Cari gelirin daha yüksek oranda yükselmesi ve gerçek gelirin yükselişi

ŞEKİL 1.3: Enflasyon Nedeniyle Yatırım Gelirlerinde Görülen Değişmeler

2.5.3.1.3 Pazar Riski

Pazar riski, sermaye piyasalarında yatırım araçlarının fiyatlarındaki değişmelerin oluşturduğu risk olarak tanımlanabilir⁸⁰. Bu risk, faiz oranı riskinin tersine, sabit getiri sağlayan yatırımlardan ziyade hisse senetlerini etkilemektedir. Çünkü, geçerli herhangi bir ekonomik nedene dayanmayan, daha çok psikolojik etkiler sonucu hisse senedi fiyatlarında bazı düşmeler görülebilir. Bu durum hisse senedi yatırımcıları açısından pazar riskini oluşturur.

⁸⁰ AKSOY, Ahmet; a.g.e., s.52.

Pazar riskinin ortaya çıkması bazen belli nedenlerle izah edilebilmektedir. Bazı yatırımcıların büyük miktarda hisse senedi satmaya kalkışması ya da bir takım siyasi gelişmeler pazar riskinin ortaya çıkış nedenleri olabilir. Ancak çoğu kez de bu riskin ortaya çıkış nedenlerini izah edebilmek ya çok zor, ya da imkansız olabilmektedir. Çünkü, sermaye piyasasındaki menkul kıymetlerin fiyatları ulusal ve uluslararası alanlardaki bir çok siyasi, iktisadi ve sosyal gelişmelerden etkilenmektedirler.

Pazar riski kısa süreli olmasına rağmen, genellikle yatırımcıların paniğe kapılmalarına sebep olur. Bu dönemde paniğe kapılan bazı yatırımcıların finansal varlıklarını paraya çevirdikleri gözlenmektedir. Bu riskten zayıf işletmelerin pay senetleri daha çok etkilenmektedir.

2.5.3.2 Sistematik olmayan riskler

Şekil 1.2'de görüldüğü gibi sistematik olmayan risk, toplam riskin bir parçasıdır. Bu tür risk, işletmenin veya işletmenin faaliyette bulunduğu endüstriye ait özelliklerden kaynaklanan risktir. Yönetim hataları, grevler, teknolojik gelişmeler, yeni buluşlar, tüketici tercihlerinde değişimler, kanuni uygulamalar gibi faktörler işletmelerin getirilerinde dalgalanmalara yol açabilir. Bunun sonucunda pay senetlerinin veriminde, sistematik olmayan oynamalar ortaya çıkabilir. Bu sayılan faktörler, bireysel firma veya ilgili endüstri kolu için söz konusu olduğundan diğer endüstrileri ve sermaye piyasasını etkileyen faktörlerden bağımsızdırlar. Bu nedenle sistematik olmayan riskin, hisse senedi ihraç eden her ortaklık için ayrı ayrı tahmin edilmesi uygun bir yaklaşım olacaktır.

Toplam risk içerisinde sistematik olmayan riskin payı, işletmeden işletmeye değişiklik gösterir. Bazı işletmelerde sistematik olmayan risk toplam riskin önemli bir bölümünü oluştururken, bazı işletmelerde bu risk daha düşük seviyede kalmaktadır. Genel olarak dayanıksız tüketim malı üreten işletmeler

sistemik olmayan riske konu olmayan işletmelerdir⁸¹. Sistemik olmayan riskin denetim altına alınabilmesi yatırımlarda çeşitlendirmeye gitmekle mümkün olabilmektedir

Sistemik olmayan risk kaynaklarının başlıcaları şöyle sayılabilir;

2.5.3.2.1 Finansal Risk

Finansal risk, şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi veya iflas etmesi halinde yatırımcının yatırdığı parayı kaybetme ihtimalidir⁸². Hisse senetlerini halka arzeden ortaklığın sermaye yapısında öz sermaye ile birlikte yabancı sermaye de yer almaktadır. İşletmenin kârlılığı, yabancı sermaye maliyetinden büyük olduğu durumlarda, hisse senedi sahiplerinin kârlılığı artmaktadır. Buna karşılık, işletme kârlılığının yabancı sermaye maliyetinden küçük olması, işletmenin borçlarını ödeyememesi veya iflas etmesi riskini doğurur⁸³.

Finansal risk, hem hisse senedi hem de tahvil gibi menkul kıymetleri etkiler. Ancak hisse senetlerinde finansal risk daha yüksektir. Çünkü işletmenin finansal durumu ne olursa olsun tahvil üzerindeki faiz ve ana para borcunu ödemek durumundadır. Bu faiz borcunun büyüklüğü, hisse senedi sahiplerine kalacak kârda büyük dalgalanmaların ortaya çıkmasına sebep olabilir. İşletmenin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi, yahut iflas etmesi gibi nedenlerle ortaya çıkan finansal varlıkların getirilerindeki bekirsizlik, hisse senetlerinin verimi ve değeri üzerinde olumsuz etkiler yapar.

Bir işletmenin finansal riski aşağıdaki faktörlere bağlı olarak artar⁸⁴.

⁸¹ CEYLAN, Ali; a.g.e., s.140.

⁸² BÜKER, Semih; a.g.e., s.42.

⁸³ SARIKAMIŞ, Cevat; **Sermaye Pazarları**, İstanbul, 1980, s.149-150.

⁸⁴ ELÇİN, Feriştah; a.g.e., s.47.

- İşletme yönetiminin yetersizliği,
- Pazarlama fonksiyonuyla ilişkili olarak, tekelci rakiplerin bulunması, satış miktarı ve fiyatındaki aşırı değişkenlik,
- Üretim fonksiyonuyla ilişkili olarak, hammadde maliyetlerinin aşırı değişkenliği, ürünlerdeki teknolojik aşınma, işçilik girdi maliyetlerinin aşırı değişkenliği,
- Finansman politikasına ilişkin unsurlar, borç-öz kaynak dengesinin borç lehine bozulması, likiditenin zayıflığı, mali planlama, mali denetim mekanizmasının olmayışı.

Yukarıda sayılan nedenler arasında finansal riski oluşturan en önemli unsur; finansman politikasına ilişkin olanıdır. Bunu kısaca şöyle açıklamak mümkündür. Toplam sermaye yapısı içerisinde borç oranının yüksekliği, finansal kaldıraç olumlu çalışması durumunda hisse senedine yatırımı olumlu yönde etkiler. Borçluluğu yüksek işletmelerin işlerinin kötüye gitmesi hisse senedi fiyatlarının önemli oranda düşmesine neden olur⁸⁵.

Bir işletmenin finansal riskini azaltan unsurlar arasında, öz sermayeye dayalı bir finansman politikasının izlenmesi, tekelci patent hakkı, girdi kaynaklarının denetim altına alınması ve işletmenin ürettiği mala karşı istikrarlı bir talebin varlığı sayılabilir⁸⁶.

Tasarruflarını finansal riskten korumak isteyen yatırımcılar, işletmelerin borçlar / toplam özvarlıklarının derecelerini sürekli olarak kontrol etmelidirler. Menkul kıymet analisti de bu konuda dikkatli olmalı ve işletmenin kaynak yapısını sürekli olarak ve kısa aralıklarla analiz etmelidir.

⁸⁵ CEYLAN, Ali; a.g.m., s.140.

⁸⁶ FRANCIS, Jack Clark; **Management of Investments**, Mc Graw-Hill Book Company, New York, 1983, s.263.

2.5.3.2.2 Yönetim Riski

Firmaların başarıları büyük ölçüde yönetici kadroların yeteneğine bağlıdır. Bir işletmenin finansal durumu ne kadar iyi olursa olsun, işletmenin yönetim kadrosu, yatırımcıların karlılığında önemli oynamalara (düşüşlere) neden olabilir. Yapılan araştırmalar firmaların başarısızlık nedenlerinin büyük ölçüde yönetim hatalarından kaynaklandığını ortaya koymuştur. Yönetim hataları işletmelerin direkt olarak satışlarını, üretim maliyetini, kârını ve sonuçta dağıtılacak kâr payını etkileyecektir. Hatalı kararlar veya uygulamalar menkul kıymetlerin veriminde değişikliğe neden olur. Söz konusu kararların neden olduğu değişiklik yönetim riskidir.

Yönetim riski hisse senedi sahiplerini tahvil sahiplerine göre daha fazla etkilemektedir. Bu nedenle, hisse senedine yatırım yapan tasarruf sahipleri yatırım yapacakları işletmelerin yöneticilerinin kalitesine daha büyük önem verirler⁸⁷. Yöneticileri, yayınlanmış finansal raporlara bakarak değerlendirmek zordur. Yönetim riskinin nitel olması dolayısıyla riskin ölçülmesi diğer risk çeşitlerine kıyasla güç olmaktadır. Bu konuda analiz yapan yatırımcılar, işletmenin karşılaştırmalı finansal raporlarına ve kârlılık oranlarının zaman içindeki seyrine bakarak bir sonuca ulaşabilirler. Ancak bu da her zaman için doğru sonuçlar vermeyebilir. Bazen yönetici kadroların çıkarları ile, öz sermaye sahiplerinin çıkarları çatışabilir. Yani, işletmenin çıkarından çok, kendi çıkarını ön planda tutan yöneticiler olabilir⁸⁸.

Yönetim hatalarına örnek olarak, önceden hazırlıklı olunmayan işçi grevleri, işletme fabrika ve teçizatının yeterince korunmaması, sigorta edilmemesi, pazar araştırmasının yetersizliği, teknoloji gelişiminin yeterince ve yakından takip edilmemesi gibi nedenler sayılabilir.

⁸⁷ KEPEKÇİ, Celal; a.g.e., s.113.

⁸⁸ BAŞ, Melih; a.g.m., s.78.

2.5.3.2.3 İş ve Endüstri Riski

Menkul kıymetlere yatırım yaparken, işletmenin gelişme durumu ile birlikte sektörün ve sektör içerisindeki rekabet gücünde tahmin edilmesi gerekir. Çünkü, bir ülkedeki ekonomik, sosyal ve kültürel gelişme ve değişimler bazı sektörleri olumsuz etkilerken, diğer sektörler bundan daha az oran da etkilenebilirler. Bundan dolayı hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin riskleri, faaliyet gösterdikleri endüstri dalının özelliklerine göre farklı olacaktır. Zira iş ve endüstri riski yalnız belirli endüstrileri etkileyen risk türüdür. Örneğin, talep esnekliği düşük olan gıda sanayi ve elektrik sanayi gibi işletmelerin endüstri riski daha az olurken, talep esnekliği yüksek olan otomobil ve elektronik cihaz üreten firmaların endüstri riski daha yüksek olmaktadır.

Ayrıca, rekabetin yoğun olduğu ve sendikaların güçlü olduğu endüstrilerde endüstri riski yüksektir⁸⁹. Endüstri riskini doğuran veya artıran nedenlere örnek olarak tüketici zevklerindeki değişimler, şiddetlenen dış rekabet, iş koluna yaygın grevler, hammadde teminindeki güçlükler, devlet tarafından belli endüstrilere konan kısıtlayıcı önlemler, satışların ve kârların istikrarsızlığı gösterilebilir.

Bu alanlardaki olumsuz gelişmeler, ilgili firmanın faaliyet kârını azaltacağından hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olabilir.

3- Finansal Kurumlar

3.1 Genel olarak Finansal Kurumlar ve Nitelikleri

Finansal kurumlar, temel aktifleri büyük ölçüde finansal araçlardan oluşan, faaliyetleri bunlar içerisinde yoğunlaşan ve böylece gelirlerini, esas olarak finansal araçlarla ilgili işlemlerden sağlayan kurumlardır⁹⁰. Bir başka

⁸⁹ BAŞ, Melih; a.g.m., s.77.

⁹⁰ GOLDSMITH, Raymond; a.g.e., s.3.

tanıma göre ise, birikim faziası olan ekonomik birimlerle bu birikime ihtiyacı olan birimler arasında fon akışını gerçekleştirmek amacıyla kurulan kurumlara finansal kurumlar denir⁹¹.

Finansal kurumların temel niteliği, bilançosunun genelde finansal varlıklar ve finansal borçlardan oluşmasıdır. Bu yönüyle finansal kurumlar, ticari veya sınıai faaliyette bulunan diğer firmalardan farklılık göstermektedir. Ticari veya sınıai faaliyette bulunan firmaların da bilançolarında finansal varlıklar ve finansal borçların bulunması gayet doğaldır. Ancak bu tür firmaların bilançolarının aktifini daha çok binalar, makina ve tesisatlar, stoklar ve faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gerekli diğer varlıklar oluştururken, bilanço pasifinde ise daha ziyade bu varlıkların karşılandığı öz kaynaklar çoğunlukta bulunmaktadır. Buna karşılık finansal kurumların bilançolarının aktifinde reel varlıklar, pasifinde ise öz kaynakların nisbi önemi küçük tutulmaktadır.

Finansal kurumların başlıca finansal araçları, krediler, ipotek senetleri, hisse senetleri, banka mevduat hesapları, tasarruf ve kredi hesapları, sigorta poliçeleri vb. araçlardan oluşmaktadır. Bu kurumların faaliyetleri diğer işletmelerin çoğunun faaliyetlerinden daha karmaşıktır. Finansal kurumlar tasarruf sahipleri ile girişimciler arasında "aracı kurum" fonksiyonu gördüğünden yapılan aracılıkta iki aşamalı bir üretim süreci söz konusudur. Birincisi fon kaynaklarının toplanması aşamasıdır. Bu aşamada, faizli mevduat hesapları, sigorta poliçeleri, emniyet kasaları, emeklilik planarı ve halk tarafından talep edilen çok sayıda finansal hizmetin sunulması suretiyle tasarruflar toplanır. Toplanan fonların belirli bir kısmı, kısa süreli nakit talepleri dolayısıyla ihtiyat olarak ayrıldıktan sonra, kalan ödünç verilebilen fonlar finansal kurumun ikinci üretim sürecinin konusunu oluşturur. Bu aşamada amaç, fonları transfer etmek veya diğer yatırım çeşitlerine dönüştürebilmektir. Finansal hizmetleri rekabet ortamında arz etmek ve aktarılan sermaye üzerinden tatmin edici bir gelir sağlamak için, finansal kurumun en düşük

⁹¹ ERTUNA, Özcan; a.g.e., s.9.

maliyetle maksimum finansal hizmet üretecek girdileri kullanması gerekir. Buna göre birinci aşamanın amacı, minimum maliyet, ikinci aşamanın amacı ise maksimum üretilimdir. Bu iki süreç doğal olarak birbiriyle ilişkilidir. Birinde alınacak karar, diğerindeki karar ve sonuçları doğal olarak etkileyecektir⁹².

3.2 Finansal Kurumların Temel Fonksiyonları

3.2.1 Aracılık Hizmeti Sunmak

Finansal kurumların temel ekonomik fonksiyonu, tasarrufları yatırımlara dönüştürerek ekonominin üretken alanlarına aktarmaktır. Bunun için öncelikle fon fazlasına sahip, tasarruf edebilen ekonomik birimlerle, yatırım yapmak için yeterli fona sahip olmayan ekonomik birimlerin mevcut olması gerekir. Bu zorunlu şart sistemin çalışması için tek başına yeterli değildir. Bunun yanı sıra fonların talep eden ekonomik birimlerin emrine aktarılması için çeşitli aracı kurumlar ve kanallarında mevcut olması gerekir. Bu aracı kurum ve kanallar fonksiyonlarını yerine getirirken, tasarruf sahipleri ile girişimcileri doğrudan karşılaştırarak veya dolaylı bir şekilde fon aktarma etkinliğini yerine getirebilirler.

Doğrudan karşılaştırmada aracı kurumlar, fon sunanlarla fon talep edenleri karşılaştırarak yalnızca pazarlamacı-aracı kurum olarak fonksiyon icra ederken, finansal araçların değişiminde de taraflara yardımcı olurlar. Hisse senedi veya tahvil ihraç eden bir şirkete ait finansal araçların yatırım bankaları veya ticaret bankaları tarafından tasarruf sahiplerine satılması bunun en tipik örneğidir. Menkul kıymet satışı bittiğinde aracılık fonksiyonu yüklenen kurumun da görevi bitmektedir. Bundan sonra tasarruf sahibinin muhatabı doğrudan fon kullanıcısı olmaktadır. Bu tür finansal bir işleme dolaysız finansal yöntem,

⁹² YILDIZ, Ekrem; **Finansal Kurumların Sermaye Piyasasındaki Fonksiyonları ve Gelişimine Katkıları**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Erzurum, 1985, s.25.

sistem içinde ortaya çıkan finansal araçlara da dolaysız finansal araçlar (direct securites) denilmektedir⁹³.

Fon sunanlar ile fon talep edenler açısından dolaysız finansal yöntemde ortaya çıkan yetersizlikler yeni bir finansal yöntemin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu yöntemde; fon talep edenler finansal varlıklarını aracı kuruma satış ve dağıtım garantisiyle vermektedirler. Aracı kurum öncelikle firmanın finansal varlıklarını belirlenmiş bir fiyatla satın almakta ve daha sonra piyasada bunları satmaktadır. Alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark aracı kurumun kârını oluşturmaktadır. Bu tür finansal işlemlere dolaylı finansal işlemler adı verilmektedir. Finansal kurumların tasarruf sahiplerine verdikleri finansal araçlara ise dolaylı finansal araçlar (Indirect Securites) adı verilmektedir. Finansal sistem içindeki bankalar, kollektif yatırım kurumları, sosyal güvenlik kurumları ve sigorta şirketleri bu kurumlara örnek olarak gösterilebilir.

Dolaylı finansal işlemlerin fon talep edenlere sağladığı yararları şöyle sıralayabiliriz.

- Menkul kıymet arzına aracılık eden aracı kurumun sermaye piyasalarına ilişkin bilgi ve uzmanlığı yeni menkul kıymet arz eden firmanın piyasadan en uygun fiyat ve şartlarda fon temin etmesine yardımcı olur. Bu bilgi ve tecrübe birikimi, piyasaya sunulacak finansal varlık türünün tesbit edilmesinde, özelliklerinin belirlenmesinde ve fiyatlandırma yapılmasında etkili olur.
- Aracılık fonksiyonu satın alma ve satma garantisi verilerek yerine getirildiği için menkul kıymet ihraç eden firma kısa zamanda nakit girişi sağlamaktadır.
- Aracı kurum piyasanın arz-talep dengesinin bozulmasını önleyebilir. Şöyleki; piyasaya yeni finansal varlıkların çıkması bir arz fazlası yaratacağı için finansal varlığın fiyatında düşmeler olabilir. Bu fiyat düşüşü ise, çıkarımı yapan firmanın kasasına girmesini beklediği fonları azaltabilir. Oysa garanti anlaşması ile çıkarılan finansal varlıkların

⁹³ AYDIN, Davut; a.g.e., s.7.

tamamını alan aracı kurum, portföyüne aldığı bu menkul kıymetleri, piyasada oluşan fiyatları olumsuz bir yönde etkilemeyecek şekilde ve sürede piyasaya sürmek suretiyle piyasanın arz-talep dengesinin bozulmasını önleyebilir.

- Aracı kurum piyasada iyi isim ve itibar yapmışsa halka açılan firmanın menkul kıymet ihraç işlemleri de bu güven duygusunun sonucu olarak daha başarılı olabilir.

Dolaylı finansal işlemlerin en büyük dezavantajı, ihraç giderlerinin yüksek olmasıdır. Aracı kuruma ödenecek komisyon veya garanti sözleşmesi durumunda finansal varlığın düşük bir fiatla aracı kuruma satılması, ihraç giderlerinde ek artışların ortaya çıkmasına neden olabilir.

3.2.2 Küçük Tasarruflarla Büyük Yatırımları Finanse Etmek

Finansal kurumların temel fonksiyonlarından birisi de yatırıma yönlentilemeyen küçük tasarrufları bir araya getirerek bunu talep eden yatırımcılara sunmasıdır.

Bir ülkede bir dönemde oluşan tasarrufların kaynağı bireysel ve kurumsal gelirlerdir. Tasarruf sahipleri, parasal gelirlerinin tüketim için sarfetmedikleri miktarını bireysel olarak yatırıma dönüştürmekte güçlük çekerler. Bu durumda küçük tasarruflar ya tüketime kanalize olur veya spekülatif yatırıma dönüşür.

Finansal kurumlar halkın elinde bulundurduğu tasarrufların yatırıma aktararak değerlendirilebileceği alanları artırarak daha güvenceli ve daha fazla gelir getirebilecek finansal varlıkların piyasaya sunulmasına neden olurlar. Bu durumda daha önce birikimlerini atıl olarak tutanlarla, yatırımlarını spekülatif alanlara yatıranlar fonlarını finansal araçlara yatıracaklardır. Bu ise ekonomiye akan tasarrufların miktar olarak artması sonucunu doğuracaktır.

Diğer taraftan fon talebinde bulunan yatırımcılar, ihtiyaç duydukları miktarda fonları birarada bulabileceklerinden fon toplama amacıyla çıkaracakları menkul varlıklarını doğrudan fon sunuculara aktarma alternatifine oranla daha esnek bir tutum içine girebileceklerdir⁹⁴.

3.2.3 Birikimlere Likidite İmkânı Sağlamak

Tasarruf sahipleri için yaptıkları yatırımları istediği zaman likit hale getirebilmeleri çok önemlidir. Finansal kurumlar, çok sayıdaki tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir araya getirmek suretiyle bunlara likidite imkânı olan bir yatırım alternatifi sunmaktadır. Özellikle gelişmiş bir sermaye piyasasında tasarrufların karşılığı olarak elde tutulan finansal varlıklar için sürekli bir piyasa (ikincil piyasa) mevcut olacağından tasarruf sahibi yatırımını istediği zaman paraya dönüştürebilecektir.

3.2.4 Risk Ayarlaması Yapmak

Finansal kurumların, belirli bir risk düzeyinde tasarrufları en çok verim sağlayacak yatırım alanlarına transfer etmek gibi bir fonksiyonları vardır. Özellikle küçük tasarruf sahiplerinin mevcut tasarruflarını değişik yatırım alanlarına dağıtarak riski azaltmaları mümkün değildir. Finansal kurumlar ise değişik tip ve büyüklükteki yatırımcılardan sağladıkları fonları çeşitli sektörlerdeki işletmelerin finansal araçlarına yatırdıklarından, kurum hissedarı olan küçük tasarruf sahipleri de çeşitli sektörlerde yer alan işletmelerin hisse senetlerinden oluşan portföyün sağladığı risk dağıtımından faydalanma imkânı bulurlar. Bir veya birkaç işletmenin hisse senetleri değer kaybedecek olsa bile, bunların tüm portföy üzerindeki etkisi tesirsiz kalacak ve küçük tasarruf sahibi ciddi zararlara uğramayacaktır.

⁹⁴ AYDIN, Davut; a.g.e., s.23-24.

3.2.5 Danışmanlık Hizmetleri Sunmak

Finansal kurumlar, finansal araçların alım ve satımında uzmanlaşmış kuruluşlardır. Uzman personelin piyasa hakkında sürekli bilgi sahibi olması nedeniyle gerek tasarruf sahiplerine, gerekse yatırım sahiplerine menkul varlıklarla ilgili olarak danışmanlık hizmeti sunabilirler. Dolayısıyla fon sunucu ve kullanıcıları bu danışmanlık hizmetlerinden faydalanarak neyi, ne zaman ve kaçta almaları veya satmaları gerektiği konusunda bilgi sahibi olacaklarından zaman ve para bakımından tasarruf sağlayabilirler.

3.3 Finansal Kurumların Türleri

Ülkemizde finansal kurumların çatısını bankalar oluşturmaktadır. Bankalar dışında pazarın çeşitli alanlarında etkinlik gösteren finansal kurumlarda vardır. Özellikle son yıllarda sermaye piyasalarında gözlenen gelişmeler sonucu yapılan yeni düzenlemelerle sermaye piyasalarında uzmanlaşan kurumlar da sistem içinde yerlerini almaya başlamıştır.

Türkiye'de finansal kurumlarla ilgili çalışmalarda değişik sınıflamalar yapılmaktadır. Bu ayırımında finansal kurumlar fon kaynakları, fon kullanıcıları, resmi yapıları vb. esaslara göre farklı sınıflamalara tabi tutulmaktadır. Bu çalışma sırasında finansal kurumları daha çok fonksiyonel bir yaklaşım içinde incelemeye çalıştığımızdan bu amaca uygun olarak yapılan bir sınıflandırmayı aşağıdaki şekilde yapmak mümkündür.

I. Para Yaratan Finansal Kurumlar

- A. T.C. Merkez Bankası
- B. Kamu Mevduat Bankaları
- C. Özel Mevduat Bankaları

II. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar

- A. Tasarruf Kurumları
 - 1. Tasarruf Sandıkları

2.Yardımlaşma Sandıkları

3.Tasarruf ve Kredi Birlikleri

B. Sözleşmeye Dayanan Finansal Kurumlar

1.Yatırım Bankaları

2. Sosyal Güvenlik Kurumları

3.Özel Sigorta Şirketleri

4.Emeklilik Fonları

C. Diğer Finansal Kurumlar

A. Kalkınma Bankaları

B. Holdingler

C. Finans Şirketleri

III. Sermaye Piyasasına Hizmet Veren Kurumlar

A. Aracı Kurumlar

1. Aracılık Yüklenimi de dahil tüm aracılık faaliyetini yapanlar.

2. Aracılık yüklenimi dışında ve ikincil pazarda aracılık faaliyetinde bulunanlar

B. Kollektif Yatırım Kurumları

1.Yatırım Ortaklıkları

2. Yatırım Fonları

C. Menkul Kıymet Borsaları

Yapılan bu gruplandırma belli ölçüde uzmanlaşma ve sistemin kompartmanlarını yansıtmaktadır. Ancak sistemin doğası gereği bu ayırım, faaliyet alanlarının sınırları konusunda tam bir ölçü vermemektedir. Örneğin mevduat bankaları, para pazarlarındaki normal etkinlikleri yanında, sermaye pazarlarının birincil ve ikincil pazarlarında da etkinlik göstermektedir. Özel finans kurumları çok az da olsa kâr-zarar ortaklığı şeklindeki finansmanda sermaye pazarlarına fon aktarmaktadır⁹⁵.

Çalışmanın bu aşamasında Para Yaratıcı ve Para Yaratmayan Finansal Kurumlar temel özellikleri ve işlevleriyle ele alınacaktır. Çalışmanın esas

⁹⁵ YILDIZ, Ekrem; a.g.e., s.23-24.

konusunu oluşturan Sermaye Piyasasına hizmet veren finansal kurumların faaliyetleri ise II. Bölümde detaylı olarak incelenecektir.

3.3.1 Para Yaratan Finansal Kurumlar

3.3.1.1 T.C. Merkez Bankası

Para yaratan finansal kurumların başında şüphesiz ki Merkez Bankası gelmektedir. Merkez Bankası, para basma (emisyon) yetkisi ve reeskont uygulaması ile ekonominin parasal finansal kurumları arasında en önemli yeri almaktadır.

Merkez Bankası, devlet organı olarak para basmak ve diğer klasik fonksiyonlarına ek olarak, kaynakların yönünü, kullanımını, fon maliyetini, seviyesini ve durumunu etkileyici çeşitli araçlar kullanarak ekonomik amaçlara uygun biçimde para ve kredi politikalarını formüle edip uygulayan bir finansal para kurumu ve uluslararası finansal sistemin bir parçasıdır. Merkez Bankası'nın temel fonksiyonu; ekonomik ve sosyal hedeflere uygun biçimde para ve kredi politikalarını kurup uygulayarak ekonominin likiditesini idare etmektir.

Temel işlevi, istikrarlı bir ekonominin gerektirdiği kadar likiditeyi piyasaya vermek demek olan⁹⁶ Merkez Bankası'nın bu çok önemli özelliğinin yanısıra, Ticaret Bankaları kanalıyla finans kesimini etkileyebilme imkanı da vardır. Merkez Bankası'nın Ticaret Banka'larının iskonto ettikleri senetleri reeskonta tabi tutarken uygulamış olduğu reeskont faiz oranı, tedavüldeki para miktarının önemli ölçüde artmasına veya azalmasına sebep olacağından sonuçta bu uygulamadan para piyasasının yanısıra sermaye piyasaları da müsbet veya menfi etkilenmektedirler.

⁹⁶ SARAÇOĞLU, Rüştü; "Türkiye'de Merkez Bankacılığı" İşletme ve Finansa Dergisi, Yıl:8, Sayı:39, Ağustos-1993, s.11

Merkez Bankası'nın fon kaynakları, tedavüldeki banknotlar, mevduat karşılıkları ve birikmiş kârlardan, fon kullanımları ise altın, döviz, avans ve reeskont işlemleriyle devlet tahvili ve bonolardan meydana gelmektedir. Merkez Bankası'nın kaynaklarının çoğunun kısa vadeli olması sebebiyle aktiflerinin çoğunun da kısa vadeli likid olması gerekir. Kaynaklarının kısa vadeli oluşu, Merkez Bankası'nı para piyasasına yatırım yapmaya itmektedir. Bu sebeple Merkez Bankası sermaye piyasasından çok, para piyasası aracı olup, sermaye piyasasına olan etkileri direkt olmaktan çok endirekt yani finansal aracilar vasıtasıyla olur⁹⁷.

Bunun yanısıra Merkez Bankası, ekonominin uluslararası ödeme araçları olan altın, döviz ve diğer kıymetli madenleri sevkeder ve gerektiğinde devlet adına ve hesabına kullanır. Bu yönüyle Merkez Bankası, bir ülkenin ekonomik bağımsızlığının simgesidir⁹⁸.

3.3.1.2 Ticaret Bankaları

Mevduat Bankaları da denilen ticaret bankaları deyimi ile hem kamu hem de özel mevduat bankaları kastedilmektedir. 1992 yılı sonu itibariyle Türkiye'de 6'sı kamu, 31'i özel, 20'si yabancı olmak üzere 57 mevduat bankası bulunmaktadır. Ticaret bankalarındaki mevduat hesaplarının para gibi, ödeme aracı olarak kullanılabilmesi, diğer yandan mevduatların belli bir oranı kadar açılacak kredilerin başka bankalarda yeniden mevduat hesabına dönüşebilme imkanı, bankaları, Para Yaratıcı Finansal Kurumlar haline getirmektedir. Bu şekilde oluşturulan paraya banka parası adı verilmektedir⁹⁹.

20.yüzyılda iktisadi hayatta gözlenen gelişme ve genişleme ticaret bankalarına mevduat akışını hızlandırmıştır. Bunu sonucu olarak ticaret

⁹⁷ DOUGALL, Herbert- GAUMNITZ, Jack; a.g.e., s.65-70.

⁹⁸ PARASIZ, İker; **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Genişletilmiş 3.Baskı, Haset Kitabevi, Bursa, 1982, s.168.

⁹⁹ BOLAK, Mehmet; a.g.e., s.34.

bankaları diğer finansal kurumları geride bırakan bir önem kazanmıştır. Temel fonksiyonları; her türlü parasal tasarrufları toplayıp, bu tasarrufları kullanacak işletmelere kredi olarak vermek olan ticaret bankaları, küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değerlendirdiği en önemli finansal kurumların başında gelmektedir.

Ticaret bankalarının klasik fonksiyonu ekonomik birimlerin kısa vadeli fon ihtiyacını karşılamaktır. Son yıllarda kredi verdikleri gruplar genişlemekle beraber temel kredilendirdikleri grup hala işletmelerdir¹⁰⁰. Ticaret bankalarının faaliyeti genellikle kısa vadeli fon arzı ile sınırlıdır. Bu yüzden finansal piyasalarda ticaret bankalarına para piyasası kurumu olarak bakılsa bile, para ve sermaye piyasalarının birbirleriyle olan yakın ilişkileri sebebiyle sermaye piyasası alanında da faaliyet gösterirler¹⁰¹.

Ticaret bankalarının sermaye piyasasındaki genel fonksiyonları şöyle özetlenebilir¹⁰².

- Yatırım bankalarına fon sağlayabilirler.
- Müşteriler adına fon yönetebilirler.
- Müşterileri adına portföy yönetimi yapabilirler.
- Yeni çıkarılan finansal araçları fon sunucularına satabilirler.
- Yatırım ortaklarına kefil olma ve yatırım danışmanlığı gibi teknik hizmetleri yerine getirebilirler.
- Bankacılık faaliyetinde bulunan işletmelere ve sanayi işletmelerine iştirakte bulunabilirler.
- Fon kullanıcıların ihtiyaçları için orta ve uzun vadeli kredi sağlarlar.

¹⁰⁰ SEVAL, Belkıs; **Kredilendirme Süreci ve Kredi Yönetimi**, İstanbul Muhasebe Enstitüsü Yayını, No:59, İstanbul 1990, s.5.

¹⁰¹ BAŞOL, Koray; **Türkiye Ekonomisi**, Genişletilmiş 4.Baskı, İzmir 1993, s.312.

¹⁰² AYDIN, Davut; a.g.e., s.29.

3.3.2 Para Yaratmayan Finansal Kurumlar

3.3.2.1 Tasarruf Kurumları

Kaynaklarının büyük çoğunluğunu fon sunucularından sağlayan orta ve uzun vadeli tasarruf mevduatlarından oluşan ve aktiflerinin çoğunluğunu uzun vadeli krediler ile tahvillere yatıran bu finansal araçlar genellikle üç grupta sınıflandırılırlar.

3.3.2.1.1 Tasarruf Sandıkları

Fon sunucularından topladıkları vadeli mevduatları ipotek, şirket hisse senetleri ve tahvilleriyle devlet tahvillerine yatırarak finansal aracılık yaparlar. Ancak bunlar vadesiz mevduat toplayamadıkları gibi öz sermayeleri de yoktur. Elde ettikleri gelirleri, mevduat sahiplerine dağıtırlar¹⁰³. Tasarruf sahiplerinin yatırdıkları fona "tasarruf hesapları " adı verilmektedir.

Batılı ülkelerde yaygın olarak faaliyet gösteren tasarruf sandıklarının finansmana önemli katkıları olmuştur. Başlangıçta mevduat sahiplerini koruma amacına yönelik olarak konulmuş belirli bazı ilkelere bağlı olarak faaliyet gösteren bu kurumlar imkanlarını belli oranlarda uzun süreli sanayi kredilerine aktarabilmişlerdir. Ancak son zamanlarda bu ilkelere bazı önemli değişiklikler olmuştur. Bunun sonucu olarak, bugün Almanya, İtalya ve Lüksemburg'daki tasarruf sandıklarının bankalardan pek farkı kalmamıştır¹⁰⁴. Türkiye'de ise bu nitelikte tasarruf sandıkları faaliyet göstermemektedir.

¹⁰³ SMITH, F.Paul; **Money and Financial Intermediation**, New Jersey, Inc.Englewood Cliffs, 1982, s.167.

¹⁰⁴ YÜKSEL, A.Sait; a.g.e., s.259.

3.3.2.1.2 Yardımlaşma Sandıkları

Kâr gayesi gütmeyen, pay sahibi olan üyelerinin tasarruflarını kredi şeklinde diğer üyelerine aktararak, faiz farkı ile elde ettiği gelirin hepsini üyelerine dağıtan yardımlaşma sandıkları tüketici kredisi alanında faaliyet göstermektedir¹⁰⁵.

3.3.2.1.3 Tasarruf ve Kredi Birlikleri

Fon kaynağı açısından tasarruf sandıkları ile benzerlik göstermektedir. Bu kurumlar ekonomik fonksiyonu, halkın tasarruflarını toplayarak bunları büyük oranda konut finansmanına yatırmaktır. Bundan dolayı aktifleri büyük ölçüde uzun vadeli ipotekli kredilerden oluşmakta, pasiflerini ise halktan topladığı mevduatlar oluşturmaktadır¹⁰⁶.

3.3.2.2 Sözleşmeye Dayanan Finansal Kurumlar

3.3.2.2.1 Yatırım Bankaları

Fon talebinde bulunan firmaların sermaye piyasalarına ihraç ettikleri menkul varlıkların halka arz edilmesi veya diğer kurumsal yatırımcılara satılmasında aracılık eden kurumlara genel olarak "yatırım bankaları" denilmektedir¹⁰⁷. Bir başka tanıma göre ise yatırım bankaları; menkul değerler özellikle, hisse senedi ve/veya tahvil çıkarmak yolu ile uzun vadeli fon sağlamak amacıyla olan firmalarla, tasarruflarını, söz konusu menkul değerlere yatırmak yoluyla değerlendirmek arzusunda olan gerçek ve/veya

¹⁰⁵ UÇAR, Demirkan; **Sermaye Piyasaları ve Türkiye'deki Uygulamaları**, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Yayını, Ankara 1981, s.70.

¹⁰⁶ GUP, Benton; **Financial Intermediaries, An Introduction**, Houghton Mifflin Company, 1976, s.56.

¹⁰⁷ YILDIZ, Ekrem; a.g.e., s.7.

tüzel kişiler arasında aracılık yapan finansman kurumlarıdır¹⁰⁸. Yatırım bankaları 3182 sayılı Bankalar Kanunu'nun 92.maddesinde ise şöyle tanımlanmıştır; "Yatırım Bankaları sermaye piyasasında faaliyet göstermek, sermaye piyasası araçları kullanarak sağlanan kaynaklarla yatırım yapmak, işletmelerin etkin bir yönetime ve sağlıklı mali yapıya kavuşmaları amacıyla devir ve birleşme konuları dahil danışmanlık hizmetleri vermek, mevduat kabulü hariç bankacılık işlemleri yapmak üzere kurulur." Menkul değerlerin alım satımına aracılık eden bu kurumlar, sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunan aracı kurumlar arasında belki de en önemli yeri almaktadırlar.

Diğer aracı finansman kurumlarında olduğu gibi, yatırım bankalarının en önemli ekonomik fonksiyonu, çok sayıdaki tasarruf sahibi ile, menkul değer ihraç etmek suretiyle uzun vadeli fon temin etmek isteyen firmalar veya kamu kuruluşları arasında aracılık yapmak, bir başka ifade ile tasarrufları ihtiyaç duyanlara kanalize etmektir.

Uzun vadeli finansman kaynağına ihtiyaç duyan firmalar bu ihtiyaçlarını karşılamak için sermaye piyasasına başvurmak durumundadırlar. Ancak firmaların kendi çabaları ile sermaye piyasasından kaynak sağlamaları oldukça güçtür. Firmalar bu tür kaynak ihtiyaçlarını sağlamak için yatırım bankalarına başvurarak uzun vadeli fon temin edebilmektedirler.

Yatırım bankaları, gelişmekte olan ülkelerde yatırım sermayesi açığını gidermek ve aynı zamanda teknik yardım sağlamak yoluyla girişimcilerin temel sanayi dallarına yatırım yapmaları konusundaki kuşkularını gidermek isteyen ve böylece sanayileşme sürecini hızlandırma görevini üstlenen kurumlardır¹⁰⁹.

Yatırım bankaları tamamen aracı-pazarlamacı durumda olan kurumlardır. Bu kurumların asıl görevi, hisse senedi, tahvil vb. araçların transferine aracılık etmektir. Bir banka gibi mevduat kabul etmedikleri gibi, ellerindeki fonlarla

¹⁰⁸ AKGÜÇ, Öztin; "Sermaye Piyasasının Finansman Kurumları", Türkiye'de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, İstanbul 1975, s.3.

¹⁰⁹ BOLAK, Mehmet; a.g.e., s.38.

bizzat yatırımlara da girişmezler. Yatırım bankaları yalnızca alıcı ve satıcıyı bir araya getirip ve bunu komisyon karşılığı yapıyorlarsa "yatırım komisyoncusu" (Investment broker), menkul varlıkları, kendi hesabına satın aldıktan sonra, tasarruf sahibi yatırımcılara satıyorlarsa "yatırım tüccarı" (investment dealer) adını alırlar¹¹⁰.

Yatırım bankalarının fonksiyonlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür¹¹¹.

- Tasarrufların yatırıma kanalize edilmesini sağlamak,
- Sermaye Piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak,
- Menkul değerlerin geniş halk kitlelerine dağılımını sağlamak,
- Menkul kıymetlere yatırım yapan tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarlarını korumak,
- Finansal varlık çıkarılması yoluyla gerekli fonu sağlamaya çalışan bir işletmenin bu çıkarmadan sağlayacağı fonu işletmeye garanti etmek (Under Writing satış garantisi) ,
- Finansal varlıkların dağılımını üstlenmek,
- Finansal varlığın tüm özellikleri üzerinde o varlığı çıkaran ortaklığa danışmanlık yapmak,
- Menkul değer çıkaran firmaların satış ajanı olarak hareket etmek, gişe hizmetleri sunmak.

Yatırım bankaları yukarıdaki fonksiyonlarını icra ederken, mal ve hizmet pazarlarından daha karmaşık olan sermaye piyasasında müşterilerine uygun zamanda ve uygun dağıtım kanallarıyla menkul kıymet alma ve satma imkanı sağlamaktadırlar.

¹¹⁰ WESTON, J.Fred-BRIGHAM, F.Eugene; **Essentials of Managerial Finance**, Fifth Edition, The Dryden Press, Hinsdale Illinois, 1979, s.19.

¹¹¹ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.634; AKGÜÇ, Öztin; a.g.t., s.3.

3.3.2.2.2 Sosyal Güvenlik Kurumları

Mali piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde, sosyal güvenlik kurumları, sermaye piyasasının önemli kurumlarından birini oluşturmaktadır. Bu kurumların fon kaynakları üyelerinden topladıkları primlerdir. Sosyal güvenlik kurumları topladıkları primlerle devlet ve şirket tahvili ile hisse senedi satın alarak üyelerinin paralarını verimli şekilde değerlendirmeye çalışırlar.

Ülkemizde sosyal güvenlik kurumları niteliğindeki kurumsal yatırımcıların başında kamusal nitelikteki T.C.Emekli Sandığı, Sosyal Sigortala Kurumu (SSK) ve Bağ Kur gelmektedir. Bu kurumların yatırım politikaları kanunla düzenlendiği için topladıkları fonların yatırım alanlarını belirlemede kendilerine pek insiyatif tanınmamaktadır. Getirilen sınırlamaların sonucu olarak toplanan fonlar özel kesimden ziyade kamu kesiminin finansmanında değerlendirilmektedir. Bunun sonucu olarak, plasmanların temelde devlet bankalarında mevduat ve kamu sektörü menkul varlıklarına yatırım şeklinde değerlendirildiği görülmektedir. Özel kesim tarafından çıkarılan menkul varlıklara yapılan yatırım ise oldukça düşüktür. Bu durum sosyal güvenlik kurumlarının sermaye piyasasında kendilerinden beklenen önemli rolü oynamalarına engel olmaktadır. Bu şekilde yapılan yatırımlar yüksek enflasyon nedeniyle genellikle negatif kazanç sağlamakta ve varlıkların erimesine neden olmaktadır. Sosyal güvenlik kurumlarının üyelerine hizmet edebilmeleri için kaynaklarını verimli alanlarda değerlendirmeleri gerekmektedir. Bunun için bu kurumlar portföy oluşturmakta serbest bırakılmalıdır. Bu sayede bu kurumlar sermaye piyasasının gelişmesine hizmet etmiş olacaklardır¹¹².

Özel sosyal güvenlik kurumları ise yatırımları yönünden yasal sınırlamalara tabi değildir. Portföyleri, genellikle bağlı buldukları bankaların mevduatları ve bağlı kuruluşların hisse senetlerinden oluşmaktadır.

¹¹² BOLAK, Mehmet; a.g.e., s.42-43.

3.3.2.2.3 Özel Sigorta Şirketleri

Bir mukavele ile fertlerin sigorta konusu olan alanlardaki muhtemel zararlarını, mukavele şartlarına göre taahhüt etmekte ve buna karşılık fertlerden prim toplamaktadırlar. Sigorta şirketleri hizmetlerinin karşılığı olan primleri peşin olarak tahsil etmeleri nedeniyle zarar meydana gelinceye kadar topladıkları bu fonları, finansal piyasalara aktararak finansal aracı niteliğini kazanırlar.

1992 yılı rakamlarıyla ülkemizde 32 tane yerli, 17 tane yabancı ve 4 tane reasürans şirketi bulunmakla birlikte, ülkemizde sigortacılığın, özellikle de hayat sigortacılığının istenen düzeyde bir gelişme gösterdiğini söylemek mümkün değildir. Faaliyette bulunan tüm sigorta şirketlerinin bir yıllık direkt prim istihsalı, Batı'da orta çaplı bir sigorta şirketinin istihsaline eş değerde bulunmaktadır¹¹³.

Özellikle enflasyonun yüksek olduğu bir ortamda, gelecekte ödenecek sabit bir paranın yatırımcıların gözündeki cazibesinin azalması sigorta kurumlarının yeterince önem kazanmasını engellemektedir. Öte yandan, sigorta şirketlerinin yükümlülüklerinin uzun vadeli olmasına rağmen sonuçta birer güven kurumu olduklarından, ellerindeki fonları riski düşük, güvencesi yüksek, dolayısıyla geliri düşük varlıklara yatırmaya yönelmektedirler. Özellikle devlet tahvillerinin faizlerinin vergiden muaf oluşu ve likiditelerinin özel kesim tahvillerine kıyasla yüksekliği, sigorta şirketleri açısından daha cazip bir yatırım alanı oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde milli gelir ve ücretler düşük olduğundan yükümlüler tarafından ödenen primler de düşük seviyelerde olmaktadır. Bunun sonucu olarak ellerinde önemli ölçüde fon birikmeyen sigorta şirketlerinin, bir finansman kurumu olarak sermaye piyasasında önemli rol oynamaları beklenemez.

¹¹³ AKGÜÇ, Öztin; a.g.t., s.24.

3.3.2.3 Diğer Finansal Kurumlar

3.3.2.3.1 Kalkınma Bankaları

Kalkınma Bankaları 3182 sayılı Bankalar Kanunu'nun 93.maddesinde şöyle tanımlanmıştır; "Kalkınma Bankaları yatırım bankacılığı faaliyetlerine ek olarak özelleştirme kaynaklarıyla idaresi kendilerine bırakılan fon ve benzeri kaynaklardan kredi vermek üzere kurulurlar. "

Kalkınma Bankaları, gelişmekte olan ülkelerde yatırım sermayesi açığını gidermek ve teknik yardım sağlamak yoluyla müteşebbislerin temel sanayi dallarına yatırım yapmaları konusundaki kuşklarını gidermek isteyen ve böylece sanayileşme sürecini hızlandırma görevini üstlenen kurumlardır.

Özellikle II.Dünya Savaşından sonra gelişmekte olan ülkelerde kurulan kalkınma bankalarının temel amaçları; sanayi sektörüne orta ve uzun vadeli kredi sağlamak, girişimcilere teknik yardımlarda bulunmak ve sermaye piyasasının gelişmesine önderlik etmektir.

Gelişme çabası içerisinde olan ülkelerde teknik anlamda yatırım bankaları gelişmemiş olduğu için, kalkınma bankaları, yatırım bankalarına özgü bazı işlemleri de yaparak, sermaye piyasasının söz konusu ülkelerde kurulup gelişmesine katkıda bulunmaktadır. Kalkınma bankalarının üstlendikleri fonksiyonları temelde üç grupta toplamak mümkündür ¹¹⁴.

- İç kaynakları harekete geçirerek yatırımlara kanalize etmek ve yatırımcılara, gerek özelleştirme kaynak, gereksee orta ve uzun vadeli kredi şeklinde fon sağlamak.
- Yeni yatırım alanlarına öncülük etmek, gerektiğinde girişimci olmak.
- Sermaye piyasasının gelişmesine ve sınai mülkiyetinin tabana yayılmasına, bir yatırım bankası gibi hareket ederek katkıda bulunmak.

¹¹⁴ BİREL, Yavuz; **Sermaye Piyasası**; Milliyet Borsa Eki, Temmuz 1990, s.5.

Kalkınma bankaları bu fonksiyonlarını icra ederken, ülkede atıl ve dağılık olan tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesinde, bir yatırım bankası gibi çalışmakta ve fon fazlası olanlarla, fon ihtiyacı olanlar arasında mali aracılık fonksiyonunu üstlenmektedir.

Bu bankalar yatırımları finanse etmek amacıyla, menkul kıymet ihraç etmek isteyen şirketlere aracılık yapabilecekleri gibi, portföyündeki mevcut hisse senetlerini, karlı olmaları kaydıyla küçük tasarruf sahiplerine satarak sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunabilirler.

Türkiye'de kalkınma bankası olarak, Türkiye Sanayi Bankası, Sınai Yatırım Kredi Bankası ile Türkiye Kalkınma Bankası görev yapmaktadırlar.

Bu bankaların amacı, Türkiye'nin süratle ve yurt çapında sanayileşmesini geri kalmış bölgelere öncelik vererek sağlamaktır. Bunun için yurtiçinde ve bilhassa yurtdışında çalışmış ve çalışmakta olanların tasarruflarını birleştirerek kârlılık ve verimlilik anlayışı içinde değerlendirmek, kalkınma planlarının temel ilkelerine uygun teşebbüslere ve özellikle sınai yatırımlara yönetmektir¹¹⁵.

Sermaye piyasası geliştikçe, kalkınma bankalarının faaliyetleri arasında yatırım bankacılığına özgü işlemlerin ağırlık kazanması, bu tür bankaların yatırım bankalarına dönüşmesi beklenebilir.

3.3.2.3.2 Kollektif Yatırım Kurumları

Çalışmanın II.Bölümünde daha detaylı olarak incelenecek olan kolektif yatırım kurumları, katılanların birikimlerini çeşitli sektörlerdeki firmaların hisse senedi ve tahvil gibi menkul varlıklarına yatırarak portföy oluşturan ve bunun yönetiminde uzmanlaşan kurumlardır. Topladığı fonlarla çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturarak riskin dağıtılmasını veya sınırlandırılmasını sağlarlar.

¹¹⁵ BOLAK, Mehmet; a.g.e.. s.40.

Portföyü oluşturmak ve yönetmede uzmanlaşan bu kurumlar, yatırımcılar adına fonları sermaye piyasasına aktaran en önemli kurumsal yatırımcılardır.

Organizasyonu, yasal statüsü, sermayesinin değişir olup olmaması gibi bir çok yönden farklılık gösteren bu kurumlar, genellikle yatırım ortaklığı ve yatırım fonu adları altında faaliyet gösterirler. Yatırım ortaklıkları ortaklık statüsünde, yatırım fonları ise güvenilir kişi eliyle yönetim ilkesine göre kurulurlar. Her iki statüde de portföye iştirakın belgeleri kurum tarafından geri alınabilecek şekilde düzenlenebilir. Geri almada kollektif yatırım kurumunun sermayesi azalır. İştirak belgesinin satımında ise sermaye artışı gösterir.

Oluşturulan portföylerin kompozisyonu kollektif yatırım kurumunun amaç ve yatırım politikalarına göre değişir. Ancak aktif yapıları incelendiğinde -genelleme yapılmamakla birlikte- bu kurumların varlıklarının büyük oranda hisse senetlerine yatırıldığı söylenebilir.

3.3.3 Sermaye Piyasasına Hizmet Veren Kurumlar

3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı S.P.K'nın 32.maddesi sermaye piyasası kurumlarını şöyle sıralamıştır;

A) Aracı Kurumlar,

B) Yatırım Ortaklıkları,

C) Yatırım Fonları,

D) Sermaye Piyasası'nda Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar.

Çalışmanın ikinci bölümünde bu kurumlar detayları ile inceleneceğinden tekrardan kaçınmak için burada ele alınmamışlardır.

II. BÖLÜM

SERMAYE PİYASASINDA ARACILIK FAALİYETLERİ VE ARACI KURUMLARIN YERİ

4- Aracılık Faaliyetleri, Tanımı ve Türkiye’de Tarihsel Gelişimi

4.1 Tanımı

Aracılık genel bir kavramdır. Bu anlamıyla aracılık, bir işin çözümünde araya girerek yardım etmektir. Aracı ise uzlaştıran, anlaşma sağlayan kimsedir¹¹⁶

Sermaye Piyasası mevzuatında ise aracılık kavramına genel anlamının ötesinde özel bir anlam verilmiştir. Seri V, No:1 Tebliği md.1’e göre aracılık, menkul kıymetlerin, diğer kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın, başkası nam ve hesabına, başkası hesabına kendi namına, kendi nam ve hesabına aracılık amacıyla alım satımıdır.

Görüldüğü gibi Tebliğ’in tanımında aracılık “ ... aracılık amacıyla alım satım ...” olduğu ifade edilerek bir belirsizlik içine girilmiştir. Ancak aynı Tebliğ’in 5. maddesinde “aracılık amacıyla alım satım “ deyimi, menkul

¹¹⁶ Türkçe Sözlük, Ankara 1983, s.64.

kıymetlerin, diğer kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın ticari amaçla, başkası nam ve hesabına, başkası hesabına kendi namına, kendi nam ve hesabına alım satımı olarak tanımlanmış ve 1 maddedeki tanımın eksikliği giderilmiştir.

Tebliğin 5.maddesinde yer alan tanımda üzerinde durulması gereken bir başka kavram "ticari amaç" tır. Bu kavram, bir alım satımın aracılık amacıyla yapılıp yapılmadığını belirlemede anahtar rolü oynamaktadır. "Ticari amaç"ı sadece kazanç sağlama amacıyla açıklamaya imkan yoktur. Zira aksi halde, sahip olduğu menkul kıymeti yükselen fiyatlar nedeniyle elinden çıkaran ve alış-satış fiyatı arasındaki farktan kâr eden bir tasarruf sahibinin aracılık yaptığı sonucuna varılır ki, bu takdirde izinsiz aracılık yapmaktan dolayı bazı ceza hükümlerinin uygulanması gibi haksız bir durum ortaya çıkar. O halde "ticari amaç"ı belirlerken "mesleki fonksiyon" ile bağlantı kurmak yerinde olacaktır. Bu durumda, normal ticari yaşam şartları altında objektif bir ölçüye göre, sermaye piyasası araçlarının alım satımı ve buna bağlı yan işleri meslek edinmiş bir kişi veya kuruluşun mesleki fonksiyonunu yerine getirmek amacı ile alım satım yapması, ticari amaçlı sayılabilir.

Bu açıklamalar ışığı altında, Seri V, No:1 Tebliği md.1'de sayılan sermaye piyasası araçlarının, mesleki fonksiyonun yerine getirilmesi amacıyla, başkası nam ve hesabına, başkası hesabına kendi namına, kendi nam ve hesabına alım satımı, sermaye piyasası mevzuatı bakımından aracılıktır.

Bu alım satımın, halka arzda veya ikinci el piyasada gerçekleşmesi, yüklenimli veya yüklenimsiz yapılması, sonuçta kazanç sağlanması veya sağlanamaması, aracılık sayılması bakımından önemli değildir.

4.2 Tarihsel Gelişimi

4.2.1 Osmanlı Dönemi

Basit tefecilik işlemleri bir tarafa bırakılırsa, bankerler, Osmanlı ekonomisi ve siyaset yaşamında 19.yy.'ın ikinci yarısında önem kazanmaya başlamıştır. Bu dönemde, sanayi devrimi ve kapitalizmin hızlı gelişimi, batının Osmanlı İmparatorluğu pazarına girmesi için uygun bir ortam hazırlamıştır. Ancak dışı kapalı bir toplum olan Osmanlıların, batılı sermaye çevrelerine ulaşabilmek için bazı araçlara ihtiyaçları olmuştur. İşte bu aşamada bankerler ön plana çıkmış ve ilk kez adlarından söz ettirmişlerdir. Daha sonraki dönemlerde Galata bankerleri olarak adlandırılan bu kişiler, gerek mali piyasada gerek siyaset alanında önemli ölçüde etkinlik kazanmışlardır. Genellikle bireysel faaliyet gösteren bankerler, zamanla ortaklıklar kurmuşlar ve bankalara ortak olmuşlardır. Mali piyasadaki aktif rollerinin yanısıra siyaset yaşamında da önem kazanmışlardır.

Sanayi devriminin ürünü olan ucuz ve çeşitli mallar Galata Bankerleri'nce imparatorluk piyasasına sürülmüş, buradan elde edilen paralar, yüksek faizle kredi olarak dağıtılmış ve böylece bankerlerin doğuşu yolunda ilk adım atılmıştır.

Tanzimatın ilanı ile kendilerine geniş imkanlar tanıyan yabancılar, piyasaya bankerlerle işbirliği yaparak girmişlerdir. Bu dönemde mali yapılarını güçlendiren bankerlerin faaliyet alanlarını genişlettikleri; bankalar kurdukları, devletin iç borçlanmalarına kaynak sağladıkları, gümrük gelirlerini tahsil etme yetkisini aldıkları görülmektedir¹¹⁷. İktisatçı İbrahim Fazıl Pelin tarafından "sülük gibi hazinenin kanını emen" diye vasıflandırılan bu bankerler, murabahacılıktan daha ağır şartlar ve daha ağır faiz oranıyla dış istikrazlarda üstün menfaatler temin etmişlerdir. Bu kişiler milli ekonominin gelişmesini ve

¹¹⁷ KAZGAN, H.; *Galata Bankerleri III*, Para D. Ağustos 1981, s.55.

cidden çalışkan bir milletin refahını önleme pahasına büyük servetler elde etmişlerdir

4 Ağustos 1854 tarihinde yapılan ilk Osmanlı dış borçlanması, tahvil piyasasının oluşumunda atılan ilk adım olmuştur. Yabancı ortaklıkların tavillerinin imparatorlukta pazarlanması, dış kredi anlaşmalarında garantörlük işlemleri de yine bankerlerce yürütülmüştür¹¹⁸.

Osmanlı devletinin iç ve dış borçlarının kısa sürede artması, büyük alacaklı sıfatıyla bankerleri endişeye düşürmüştü ve riskin dağıtılması amacıyla canlı bir sermaye piyasasının oluşturulması fikri uyanmıştır. Bu amaçla A.O.'ların kurulması desteklenmiş ve öncülük etmek amacıyla ortaklarının çoğunluğu bankerler olan Şirketi Hayriye kurulmuştur.

1860'lı yıllarda en parlak dönemlerini yaşayan bankerler, ülkenin her yanına nüfuz etmeyi başarmışlardır. Yasal bir borsa kurunu olmamasına rağmen sürdürülen tahvil, hisse senedi, para alışverişi, tefecilik, komisyonculuk gibi faaliyetler, milli gelirin ve dış borçlanmalardan elde edilen fonların büyük bölümünün bankerlere akmasına yol açmıştır. Ancak halkın da gayri resmi borsa oyunlarına ilgi göstermesi, zamanla Galaata Bankerleri'nin arasına maceracı ve küçük işlerle uğraşan spekülörlerin sızmasına neden olmuştur.

Bu nedenle bankerler, mesleki ciddiyeti sağlamak amacıyla 1865 yılında kendi aralarında bir teşkilat kurmuşlar, 1866 yılında da resmi borsa faaliyete geçmiştir. Piyasada yapılan yeni düzenleme, beraberinde canlılık da getirmiştir. 1871-1875 yılları Galaata Bankerleri'nin en iyi yılları olmuştur. Ne var ki 1875 yılında alınan, Osmanlı tahvilatının faiz ve ana para taksitlerinin yarıya indirilmesi kararı, borsanın iş hacmini olumsuz yönde etkilemiştir. Mali piyasada baş gösteren çöküş, bankerlerin siyasi otoriteye karşı cephe almalarına yol açmış ve iktidarların değişmelerinde bankerler önemli bir rol oynamışlardır¹¹⁹.

¹¹⁸ KAZGAN, H.; a.g.m., s.53.

¹¹⁹ FERTEKLİGİL, Azmi; Türkiye'de Menkul Kıymet Borsasının Tarihçesi, İMKB Yay., İstanbul, 1993, s.47.

13 Eylül 1881 tarihli Muharrem Kararnamesi, Galata Bankerleri'nin çöküşünde en önemli etkenlerden birisini oluşturmuştur. Bu kararname ile kurulan ve Duyunu Umimiye adını alan kuruluş, imparatorluğun gelirlerinin toplanması işini yabancıların eline bırakmış, batı sermayesi Osmanlı piyasasında güçlü bir hakimiyet kurmuştur. Doğal olarak borsayada yansıyan bu istila, yabancı bankerlerin gerek adet, gerek sermaye bakımından büyük rakamlara ulaşması sonucunda Galata Bankerleri'ni bir bir iflasa sürüklemiştir. Kapılarını ardına kadar yabancılar açan imparatorluk pazarından faydalanmak isteyen yabancı bankalar da ülkede geniş bir şube ağı kurmuşlar ve bankerlere rekabet gücü tanımamışlardır.

1890'lı yıllarda yabancı sermayenin Osmanlı bankerlerini ezmesi, borsanın da yabancıların eline geçmesi sonucunu doğurmuş, denetim yetersizliğinin neden olduğu spekülasyon hareketleri büyük maddi kayıplar oluşturmuştur. Bunu önlemek için 1906 yılında "Esham ve Tavilat" Nizamnamesi yürürlüğe konulmuş, yine bir sonuç alınamaması ve I Dünya Savaşının çıkması üzerine 1914 yılında borsa kapatılmıştır. Savaş yılları, savaşın akışına göre üstün durumdaki ülkelerin hisse senedi ve tahvillerinin değer kazanıp, borsa dışında alınıp satılmasıyla geçmiş, savaş sonrasında açılan borsa ise, azınlıkların Osmanlı mülkünü elde etmek için yürüttükleri siyasi amaçlı faaliyetlere tanık olmuştur¹²⁰.

4.2.2 Cumhuriyet Dönemi

4.2.1.1 1923-1980 Arası

Cumhuriyetin ilanından sonra, rum azınlığının hakimiyetinde olan borsayı eski havasından kurtarmak için bulunduğu semt değiştirilmiştir. Bu dönemde etkinliklerini tamamen kaybeden Galata Bankerleri'nin yerini, denetimden uzak biçimde tahvil, hisse senedi alış verişi yapan, yabancı paralar üzerinde

¹²⁰ FERTEKLİGİL, A.; a.g.e., s.49.

spekülatif işlemler yürüten, siyasi amaçlar güden rum azınlıkları almıştır. Ancak, 1929 ekonomik krizinin alınmasını gerektirdiği sert önlemler dizisi, yürürlüğe sokulan 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu, T.C.M.B.'na borsaya müdahale yetkisini veren Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu rum azınlıkların da etkinliklerini yitirmesine yol açmıştır.

Baştan beri gözlemlendiği gibi, tasarruf, yatırım ve finansman hesaplarından çok, batı sermayesinin Osmanlı İmparatorluğu'na sızmasında bir araç olarak kullanılan ve tümüyle spekülatif işlemlerden oluşan hisse senedi, tahvil alışverişleri, bankerlik faaliyetleri, varlıklarının nedeni olan yapay şartlar ortadan kalkınca, uzun süren bir sessizliğe bürünmüşlerdir. 1960'lı yıllarda, Türkiye'de sermaye piyasasını oluşturma yolunda girişilen reform çalışmaları ve bunu takiben 1970'lerde bazı ortaklıklardaki halka açılma kırıdanmaları, bankerlerin yeniden teşkilatlanmaya başlamalarına neden olmuştur. Ancak bu dönemde eğilim mevduat toplamaya yönelik olmuş, gerçek anlamda sermaye piyasası kuruluşları olan aracı kurumların ortaya çıkması için bir süre daha beklemek gerekmiştir.

Böylece, Türk mali piyasasında önemli sarsıntılara sahne olacak ve sonrasında sermaye piyasasında özlenen yasal düzenin, tepki kurallarıyla kurulmasına yol açacak 1980'li yılların başına gelinmiştir.

4.2.2.2 1980 Sonrası

1970'li yılların başında Türk ekonomisinde görülen canlanmanın etkisiyle ortaklıkların yapılarını güçlendirmeleri, yüksek kâr payı dağıtmaları sermaye piyasasının oluşumu için olumlu bir tablo ortaya çıkarmıştır. Ancak daha sonra ülkenin girdiği ağır ekonomik ve siyasi krizin etkisiyle oranı artan enflasyon, halka açılma eğilimi içindeki ortaklıkları olumsuz yönde etkilemiş, diğer yandan bankalarda mevduat olarak tutulan tasarrufların gerçekçi olmaktan uzaklaşan faiz oranlarında erimesine yol açmıştır.

24 Ocak 1980'de alınan bir dizi ekonomik reform kararlarının uzantısı olarak 1 Temmuz 1980'de kredilere ve vadeli mevduata ödenen faizler serbest bırakılmış ve bankalara mevduat sertifikası çıkarabilme yetkisi verilmiştir. Ancak faizlerin serbest bırakılmasına rağmen, bankaların faiz oranları yükseltmemekte ısrarlı davranmaları, bankerlerin yüksek oranda faizle mevduat toplamalarına neden olmuştur. Bu dönemde bankerlerin mevduat kabul etmenin yanısıra, bankaların çıkardığı mevduat sertifikalarını da pazarlamaları, buna karşın bankalar için öngörülen düzenlemelere tabi olmamaları, vergi yüklerinin hafif olması, yeterli denetim mekanizmasına sokulmamaları, hem sayılarının artmasına hem de başıboş uygulamalar yapabilmelerine fırsat vermiştir. Aldatıcı reklamlarla, bankerlerin olduklarından farklı ve güvenceli tanıtılmalarına göz yumulması da, tasarruf sahiplerinin büyük mali kayıpları ile sonuçlanacak olayların gelişiminde önemli bir etken olmuştur.

Yaklaşık iki yıllık süre içinde başdöndürücü bir hızla gelişen bankerlik faaliyetlerinin iyice çığırından çıkması ve tasarruf sahiplerinin taleplerine rağmen, ana para ve faizlerinin ödenememesi sonucunda hükümet, 1981 yılının Eylül ayında bazı yasal önlemler almak yoluna gitmiştir. Ödünç Para Verme İşleri Hakkında Kanun'da yapılan bir değişiklikle, bankerlik yapmak isteyenlerin Maliye Bakanlığı'ndan ruhsat almaları zorunluluğu getirilmiş, banker reklamları T.C.M.B'nin ön iznine tabi tutulmuştur. Ödünç Para Verme İşleri Hakkında Kanun'da değişiklik yapan 2520 sayılı yasaya ilişkin olarak çıkarılan bir tebliğle de bankerlerin mevduat kabul edemeyecekleri hükme bağlanmıştır. Bu arada hazırlık çalışmaları yaklaşık 20 yıldır sürdürülen Sermaye Piyasası Kanunu 28.7.1981 tarihinde kabul edilerek 30.7.1981 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Ancak yasanın önemli bölümü 6 ay sonra yürürlüğe girmiştir. Bankerlerin büyük çoğunluğunun ödemelerini durdurması nedeniyle 13.1.1982 tarihinde çıkarılan 2578 sayılı yasa ile Bakanlar Kurulu'na yetki tanınmış ve "ödeme güçlüğü içinde bulunan bankerlerin işlemlerinin düzenlenmesi ve gerekirse tasfiyesi, bunlara para yatıranların haklarının güvence altına alınması ..." amacıyla bir dizi K.H.K. çıkarılmıştır. Bu düzenlemelerle tasfiye kurulları kurulmuş ve bir liste halinde belirlenen

kuruluşlarla S.P.K.'na göre Borsa Üyelik Belgesi alanlar, bankalar ve borsa mevduatına göre yetkili olanların dışında kalan kişi ve kuruluşların sermaye piyasasında faaliyet göstermeleri yasaklanmıştır. Böylece S.P.K.'nın uygulanmasına geçiş öncesi düzenlemeler yapılmış ve 1982 yılının Şubat ayında S.P.K.'nın tümüyle yürürlüğe girmesiyle yeni bir dönem başlamıştır.

5- Mali Piyasalarda Aracılık Faaliyetlerinin İktisadi Temelleri

Bu başlık altında mali piyasalarda aracılık faaliyetlerine duyulan ihtiyaç iktisat teorisindeki gelişmelerin ışığı altında ele alınacaktır. Öncelikle bu piyasaların ekonomide kaynakların dağılımı sürecinde üstlendikleri fonksiyon üzerinde durulacak ve tasarruf sahipleri ile yatırımcıların davranış biçimleri değerlendirilecektir. İkinci alt başlıkta ise aracılık faaliyetlerinin, değişik bakış açılarından, mali piyasalardaki yeri ve önemi irdelenmeye çalışılacaktır.

5.1 Mali Piyasaların İşlevi ve Bu Piyasalarda Verilen Kararlar

Ekonomide tasarruf eden birimlerle yatırım yapan birimlerin genellikle aynı olmadığı bilinmektedir. Yatırım yapmak isteyen birimlerin gerekli fonları biriktirdikten sonra yatırıma girişmeleri bir çok değerli yatırım fırsatının kaçırılması sonucunu doğurabilir. Bu fırsatların değerlendirilebilmesi için yatırım yapmak isteyen ancak elinde yeterli fonları bulunmayan birimlerin, elinde fon fazlası bulunan birimleri bulmaları ve şartlarında anlaşarak, bu fonları ödünç almaları gerekmektedir. Ancak bu da uzun ve masraflı bir süreç olacak ve yine elde edilen yatırım fırsatının kaçırılmasıyla sonuçlanabilecektir. Bu durumda ekonomide bu işlevi görecek bir mekanizmaya ihtiyaç duyulmaktadır.

Mali piyasaların ekonomide kaynakların dağıtımını sürecinde etkin bir rol oynadığı öne sürüldüğünde iktisadi yapı ile ilgili örtük bir varsayım yapılmaktadır. Öne sürülen görüşün anlamlı olabilmesi için, yukarıda gösterildiği gibi, ekonomide tasarruf ve yatırım kararlarının farklı birimler tarafından alınıyor olması gereklidir. Mali piyasalar anılan biçimde alınan bu kararların koordinasyonunu üstlenen bir mekanizma olara görev yapmaktadırlar. Bu koordinasyon probleminin önemi ve boyutlarını şöyle izah edebiliriz.

Olaya fon fazlası olan birimler açısından bakıldığında, bu birimlerin bir zamanlar arası kaynak dağıtımını problemi ile karşı karşıya olduğu görülür. İki zamanlı bir model düşünüldüğünde ilk dönemde elinde fon fazlası bulunan (tasarruf eden) birimler bu fonlarını ikinci döneme aktarmak amacındadırlar. Bu birimlerin bugünkü ve yarınki tüketim düzeylerinin bir fonksiyonu olan bir fayda fonksiyonları olduğu düşünülebilir. Böylece bugünkü tüketimlerini kısarak, yarınki tüketimlerine katkıda bulunmak istemektedirler. Bu durumda tasarruf eden birimlerin problemi ellerindeki bu fazla satın alma gücünü yarına nasıl aktaracaklarıdır. Tasarruf eden birimler bunu mali araçlar (para, mevduat, menkul kıymetler vb.) aracılığı ile gerçekleştirebilirler. Burada tasarruf sahibi açısından sorun piyasada var olan mali araçlar arasından faydasını maksimize edecek bir portföyü oluşturmaktır. Görüldüğü gibi tasarruf sahibi bir seçim yapmak durumundadır.

Tasarruf sahibinin elinde para tutarak, fazla satın alma gücünü ikinci döneme aktardığı düşünülebilir. Ancak likidite tercihi teorisi ve/veya enflasyon olgusu dikkate alındığında durum değişmektedir. Örneğin, modele enflasyonun dahil edildiği durumda tasarruf sahibinin ikinci dönemde, birinci dönem gelirinden artırdığından daha düşük bir satın alma gücüne sahip olması gerekmektedir. Paranın dönemler arası getirisi sıfır olduğu için, tasarruf enflasyon karşısında değer kaybetmektedir. Durum böyle olunca tasarruf sahibinin dönemlerarasında getirisi olan bir mali aracı ya da araçlara yönelmesi doğaldır.

Dönemlerarası getirisi olan mali araçlar olarak yalnızca mevduat ve menkul kıymetler sözkonusu olduğunda tasarruf sahibi bu araçların risk/getiri ve vade yapılarını dikkate alarak kararını verecek, seçimini yapacaktır. Mevduat seçildiğinde tasarruf sahibinin fazla bir bilgiye ihtiyacı olmamaktadır. Burada tasarruf sahibi fonlarını bir aracı kuruma devretmekte ve mevduat sigortasının yaygınlığı düşünüldüğünde, fazla bir riske girmemektedir. Bu noktadan sonra tasarruf sahibinin kaynakların dağıtımını ile olan ilgisi kesilmektedir.

Ancak menkul kıymetler söz konusu olduğunda tasarruf sahibi ikinci bir seçim yapmak durumundadır. Bu noktada, yapılacak olan seçim doğrudan çeşitli firmaların yatırım projeleri arasında olacaktır¹²¹. İşte sermaye piyasaları aracılığıyla ekonomideki fonların doğrudan tasarruf sahibi tarafından dağıtılmasından bu anlaşılmalıdır. Bu piyasalarda çeşitli firmaların sundukları yatırım projeleri, elinde fon fazlası olan birimler tarafından oylanmakta ve ancak tasarruf sahibinin onayını alan projeler gerçekleştirebilmektedirler. Kaynakların bu piyasalar tarafından daha etkin dağıtılacağı düşüncesi de bu varsayıma dayanmaktadır. Hangi projelerin gerçekleşeceğine doğrudan bu projelerin sonucunda çıkarı olanlar karar vermektedirler¹²².

Tasarruf sahiplerinin alternatif yatırım projeleri arasında bir seçim yapabilmeleri ise ancak pisada bu alternatiflerle ilgili yeterli bilginin bulunmasıyla mümkün olabilecektir. Tasarruf sahibi bu bilgileri değerlendirecek ve ondan sonra hangi projeleri kendi ihtiyaçlarına uygun buluyorsa onlara fon aktaracaktır. Menkul Kıymetler portföyü ancak bu değerlendirmelerin ışığında oluşabilecektir.

Dolayısıyla sermaye piyasaları sözkonusu olduğunda etkin kaynak dağılımının ön şartı, bu piyasalardan fon toplayan firmalarla ilgili bilgilerin

¹²¹ ERSEL, H-SAK, Güven, "Düzenleme ve İktisat Kuramı" S.P.K./AGD Araştırma Raporu, No:38, s.17.

¹²² YILMAZ, Zekai; a.g.e., s.21.

tasarruf sahibine sağlanması olmaktadır. Bu bilgilerin sağlanma biçimi ile ilgili görüşler aracı kuruluşların bu piyasalardaki rolünü aydınlatacaktır.

Olaya fon açığı olan birimler açısından bakıldığında yine bir bilgi problemiyle karşılaşmaktadır. Fon açığı olan birimler, ya da firmalar bugün satın aldıkları girdileri yarınki duruma göre değişen çıktılara dönüştürmek amacındadırlar¹²³. Firmaların amacı hazırladıkları yatırım projeleri için gerekli kaynakları saklamaktır. Gerekli kaynakları, kendilerine uygun düşen mali araçlar aracılığıyla toplayabilirler. Bu durumda kullanabilecekleri mali araçlar, kredi olabileceği gibi, menkul kıymetler de olabilir.

Fon açığı olan birimler kredi yoluyla tesbit ettikleri yatırım projesini finanse etmek istedikleri takdirde, tasarruf sahibinden fonlarını mevduat olarak toplayan aracı kuruluşlara, yani bankalara gideceklerdir. Görüldüğü gibi burada firmalar açısından bir bilgi problemi mevcut değildir.

Ancak yatırım projelerini menkul kıymetler aracılığı ile finanse etmek istediklerinde bilgi akımı ile ilgili problemler ortaya çıkmaktadır. Fon açığı olan birimlerin, ihraç edecekleri menkul kıymetlerle fon toplayabilmek için, öncelikle fon fazlası olan birimlerin yatırım kararları ve bunlardaki değişimler hakkında bilgi sahibi olmaları gerekmektedir. Menkul kıymetler aracılığı ile fon toplamaya çalışıp, bunu başaramadıkları takdirde itibarları zedeleneceği için konu oldukça önemlidir. Bir firmanın menkul kıymetler aracılığı ile fon toplayamamasının anlamı daha önce de değinildiği gibi tasarruf sahiplerinin bu firmanın yatırım projesini desteklemeye değer bulmadıkları anlamına gelmektedir. Bu duruma düşmemek için firmanın tasarruf sahiplerinin yatırım tercihlerini öğrenmesi ve etkilemeye çalışması gerekmektedir. Bunun için tasarruf sahibi ile doğrudan ilişkili aracı kuruluşlara başvurması, piyasadan fon toplama şansını artırabilir. Buradaki problem bir koordinasyon problemi olarak nitelenebilir. Fon açığı olan birim kendi ihtiyaçlarına uygun bir menkul kıymeti piyasaya sunmaktadır. Ancak aynı ihtiyaçlara sahip fon fazlası olan birimleri bulması sorun olmaktadır.

¹²³ ERSEL, H-SAK, G.; a.g.e., s.18.

Firma yöneticilerinin, kendi firmalarının değerini ve yatırım projesinin başarı şansını tasarruf sahibinden daha iyi bilmekte oldukları düşünülürken izlenecek bir başka yol da firma yöneticilerinin bir takım aracı kuruluşlar vasıtasıyla tasarruf sahiplerine bilgi iletme yolunu seçmeleridir.

5.2 Mali Piyasalarda Aracılık Faaliyetlerinin Fonksiyonları

Daha önce mali piyasaların ekonomide yerine getirdikleri fonksiyona değinilirken dolaylı olarak bu piyasalarda ifa edilmesi gereken aracılık faaliyetleri de dile getirilmiştir. Fonları talep eden ekonomik birimlerin emrine aktarılması için çeşitli aracı kurumlar ve kanalların da bulunması gerekir¹²⁴. Aracılık faaliyetlerini yürüten bu kurumlar, piyasalara katılanların davranış biçimleri ve karar alma süreçleri çerçevesinde üç önemli fonksiyon yerine getirmektedirler¹²⁵.

- a) Aracı Kuruluşların Değişim Maliyetlerini Düşürmeleri,
- b) Aracı Kuruluşların Piyasada Bilgi Üretimini ve Akımını Sağlamaları,
- c) Aracı Kuruluşların Yatırım Sonrası (ex post) İzleme Görevini ve Riski Üstlenmeleri.

Görüleceği gibi (b) ve (c) benitlerinde bahsedilen yaklaşımlar mali piyasalarda bilgi akımı ile ilgili bazı varsayımlara dayanmakta ve ekonomide asimetrik bilgi (asymmetric Information) problemin bulunduğunu varsaymaktadır. Literatürde görüş ayrılıklarının olduğu bu konu ayrıntılı olarak incelenecektir.

¹²⁴ YILDIZ, Ekrem; **Türk Sermaye Pazarları ve Aracılık Hizmetleri**, Atatürk Üniv. İ.İ.B.F. Z.F.Fındıkoğlu Araştırma Merkezi, Yayın No:164, Erzurum 1991, s.3.

¹²⁵ CAN, Y.S.; "On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market With Imperfect Information", *Journal of Finance*, 38/5.

5.2.1 Değişim Maliyetlerini Düşürmeleri

Bu konu incelenirken ekonomide bilgi iletimi ile ilgili herhangi bir problem bulunmadığı varsayımından hareket edilmiştir. Buna göre fon açığı veren birimler tasarruf sahiplerinin tercihlerini, fon fazlası veren birimler ise, firmaların durumlarını bilmektedirler. Bu durumda aracı kuruluşların rolü sadece fon alışverişinin yapılabileceği bir mekanı oluşturmalarıdır. Fon talep edenler ya da fon arzedenler bu ortamı, yani piyasayı kullanarak birbirlerinin tercihlerinden haberdar olmaktadır. Dolayısıyla, yatırım projeleri ve yatırım tercihleri hakkındaki bilgiler piyasa tarafından iletilmektedir. Piyasanın bu konuda kullandığı araçlar ise fiyatlar olmaktadır.

Görüldüğü gibi bu yaklaşım etkin sermaye piyasaları hipotezine dayanmaktadır. Bu hipoteze göre fiyatlar ekonomideki birimlere kaynak dağıtımını sağlamak üzere gerekli kararları almak için ihtiyaç duyulan tüm bilgileri aktarmaktadırlar¹²⁶. Öyle ki, alınan kararlar sonucunda hiç bir birim normal üstü kazanç elde edemeyecektir. Bunun da nedeni fiyatların bilgiyi anında iletmeleridir. Etkin sermaye piyasaları hipotezi serbest rekabetçi modelin bu alana uyarlanması olarak nitelenebilir. Fiyat sinyallerinin bilgi iletmadaki bu rolü nedeniyle ekonomide etkin kaynak dağıtımı sağlanabilmektedir. Etkin kaynak dağıtımının temel ögesi doğru ve yeterli bilginin iletilmesidir.

Bunun sonucu olarak, fiyat sinyalleri tasarruf sahiplerine portföy yatırımları için ihtiyaç duydukları bilgiyi iletirken, firmalara da yatırım ve üretim kararları için gerekli bilgileri ve bu arada yatırımcının firmaların performansını nasıl değerlendirdiğine ilişkin bilgileri ulaştıracaktır.

Böyle bir ortamda aracı kuruluş gerek tasarruf sahiplerine gerekse yatırımcılara alış-veriş edecekleri, birbirlerini bulabilecekleri ortamı sunmaktadır. Bunun sonucu olarak, fon alış verişinde değişim maliyetlerini önemli ölçüde düşürmektedir. Aksi halde, fon fazlası veren birimler ile fon açığı

¹²⁶ FAMA, E.; "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" Journal of Finance, 1970, s.25.

veren birimlerin tek tek kendilerine uygun değişimi tesbit etmek üzere birbirlerini aramaları oldukça uzun ve maliyetli bir süreç olacaktır. Burada aracı kuruluşun rolü yalnızca değişimi gerçekleştirmek olacaktır. Daha somutlaştırmak gerekirse aracı kuruluşun rolü yalnızca komisyonculuktan ibaret olacaktır. Fiyat sinyalleri aracılığıyla aktarılan bilgiler karar alıcı birimlere ulaştıktan sonra, bunlar gerekli kararları alacaklar ve aracı kuruluşu arayarak ilgilendikleri menkul kıymetleri bildireceklerdir. Aracı kuruluşta bu işlemi gerçekleştireceklerdir.

Görüldüğü gibi, bu yaklaşım gerekli bilgilerin fiyat mekanizması tarafından aktarıldığı bir ortamda, diğer bir ifadeyle etkin bir sermaye piyasasında aracı kurumların rolünü ortaya koymaktadır.

5.2.2 Piyasada Bilgi üretimini ve Akımını Sağlamaları

Etkin sermaye piyasaları hipotezinin fiyat sinyallerine bilgi iletiminde verdiği önem, literatürde oldukça eleştrilmiş bir konudur. Çünkü eğer piyasa fiyat sinyalleri aracılığıyla gerekli bilgileri karar alıcı birimlere ulaştıramıyorsa, etkinliğin değilse bile belirli bir düzeyde dengenin sağlanabilmesi için bilgi aktarım işlevinin bir birim tarafından üstlenilmesi gerekmektedir. Aracı kurumlar işte bu işlevi yerine getirmektedirler.

Fiyat sinyalleri anında karar almak için gerekli tüm bilgileri aktarıyorlarsa, bu durumda kimse bilgi toplamaya ynelmeyecektir. Çünkü bilgi toplama maliyetli bir süreçtir. Bilgi toplamanın pozitif bir maliyeti olması durumunda, bilgi toplayan birimler normal üstü bir kazanç elde etmeleri halinde bu faaliyete gireceklerdir. Oysa etkin sermaye piyasaları hipotezine göre, fiyat sinyalleri bilgiyi anında iletebildiği için normal üstü kazanç imkanı ortadan kalkmaktadır. Bu durumda karar alıcı birimler bilgi toplamak için yeterli teşvikten yoksun kalacaklar ve bilgi toplamayacaklardır. Ekonomideki tüm karar alıcı birimler bilgi toplamaktan bir fayda/yarar analizi sonucu kaınınca fiyat sinyalleri bilgi iletmeyecekler ve bu durum da piyasalar dengelenmeyecektir.

Sonuç olarak, sermaye piyasaları etkin değillerdir. Her zaman için normal üstü kazanç imkanı vardır. Bunun açıklanması ise fiyat sinyallerinin niteliğinde yatmaktadır. Fiyat sinyalleri belirli bir menkul kıymetle ilgili tüm bilgileri birarada yansıtırlar. Bu nedenle de sinyaller "gürültülü" (noisy) olmaktadır. Herhangi bir özel bilgi fiyat sinyali ile aktarıldığı halde, bu konuda bilgi sahibi olmayan bir karar alıcı birimin, o özel bilginin sinyal üzerindeki etkisini ayırtedebilmesi mümkün değildir¹²⁷. Bu durumda fiyat sinyallerinin bilgiyi tam olarak aktaramadığı ortaya konulduğuna göre, bilgi toplamak için faaliyet göstermek ve yatırım yapmak anlamlı olmaktadır. Bilgiyi toplamak için girişimlerde bulunan ve bunun için harcama yapan birimler, normal üstü kazanç sağlama imkanı bulunduğu için harcamalarının karşılığını alabileceklerdir. Böylece fiyat sinyallerinin gürültülü olması, sistemde bilgi toplamayı teşvik etmektedir. Dolayısı ile dengenin şartı, fiyat sinyallerinin bilgiyi anında ve tam olarak iletememesidir.

Karar alıcı birimler arasında asimetrik bilgi dağılımı söz konusudur. Çünkü birimlerin homojen bilgi setlerine sahip olmalarını sağlayan fiyat sinyallerinin anında ve tam olarak bilgiyi ilettikleri varsayımı geçerliliğini yitirmektedir. Karar alıcı birimlerin bilgi toplama faaliyetlerine girişmeleri teşvik gördüğüne göre, bilgi üretimi ve aktarımı gelir getiren bir faaliyet haline dönüşmektedir.

Bu durumda aracılık faaliyetlerine artık yeni ve değişik bir gözle bakılabilir. Buna göre aracı kuruluşların varoluş nedeni bilgi iletimindeki aksaklıklar olmaktadır.

5.2.3 Yatırım Sonrası (ex post) İzleme Görevini ve Riski Üstlenmeleri

Asimetrik bilgi probleminin bulunduğu bir ekonomide, bilgi problemleri portföyün oluşması ile sona ermemektedir. Karar alıcı birimler portföylerini

¹²⁷ ERSEL, H-SAK, G., a.g.e., s.24.

oluştururken mali araçlar arasında bir seçim yapmaktadırlar. Bu yatırım öncesi süreçteki bilgi problemleri aracı kuruluşların doğmasına neden olmaktadır. Ancak, bilindiği gibi, ekonominin dinamik yapısı gereği, zamanla ekonomik şartlar değişebilmektedir. Dolayısıyla, menkul kıymetlere yatırım yapmış olan kişi veya kurumların portföylerinden bazı kıymetleri çıkarıp satmaları, yerlerine yenilerini almaları gerekebilir. Portföyden hangi kıymetlerin ne zaman satılacağı ve yerlerine hangi kıymetlerin ne zaman alınacağına karar vermek, uzmanlık ve sorumluluk isteyen bir iştir¹²⁸. Buna da yatırım sonrası ya da ex post bilgi problemi demek yararlı olacaktır.

Portföy yönetimi olarak da adlandırılan bu faaliyet, Batı ülkelerinde genellikle bankalar ve uzman kuruluşlar tarafından yürütülmektedir¹²⁹. Türkiye'de ise 1992 yılına kadar portföy yönetimini, bizzat yatırımcılar kendisi yapmaya çalışmıştır¹³⁰. Özellikle küçük yatırımcılar bu konuda "uzman" olmadıkları için zarar etmişlerdir. Bilindiği gibi S.P.K, piyasada güven ve istikrarın sağlanması amacıyla, profesyonel portföy yöneticiliğinin Türkiye'de yerleşmesini sağlayan çalışmalarını tamamlamıştır. Böylece, portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı yasal bir çerçeveye oturmuştur. Yasal düzenlemelerin hemen ardından, sermaye piyasasında faaliyet gösteren birçok aracı kurum profesyonel portföy yöneticiliği belgesini almış ve müşterilerine portföy yönetimi hizmeti sunmaya başlamıştır.

Portföy oluşturma ve yönetimini tasarruf sahipleri adına bankalar da yürütebilirler. Tasarruf sahibi fonlarını bankaya aktarmakta (mevduat) ve yatırım kararları ile ilgilenmemektedir. Aktarılan fonlar banka tarafından tesbit

¹²⁸ CEYLAN, Ali; KORMAZ, Turhan; **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Etkin Kitabevi Yayınları, Bursa 1995, s.8.

¹²⁹ KARSLI, Muharrem; **Menkul Kıymetler Klavuzu**, Türkiye İş Bankası Yayınları, İstanbul 1978, s.81.

¹³⁰ YILDIRIM, Abdurrahman; **Borsanın ABC'si -Aylar, Boğalar ve Paranız**, Bilgi Yayınevi, İkinci Baskı, Ankara 1990, s.89.

edilen kriterlere göre yönetilmekte ve bankanın borcu olmaktadır. Bu durumda riski de banka üstlenmektedir.

Bu tür aracılık faaliyetlerine bir başka örnek kolektif yatırım kurumları olabilir. Burada tasarruf sahibi yatırım kararlarına karışmamaktadır. Portföyün yönetimi kolektif yatırım kurumu tarafından yapılmakta ve izleme görevini de bu kurum üstlenmektedir. Ancak burada risk aracı kuruluş tarafından karşılanmamaktadır. Tasarruf sahibi yatırım yapacağı kolektif yatırım kurumunu seçerken isabetli davranmak durumundadır.

5.3 Mali Piyasalarda Aracılık Faaliyetlerinin İktisadi Temelleri Üzerine Değerlendirme

Daha önce mali piyasalarda aracılık faaliyetlerinin öneminin iki temel problemden kaynaklandığına değinmiştik. Bunlar değişimin ya da fon aktarımının maliyetli olması ve ekonomide karar alıcı birimler arasında bilgi dağılımının eşit olmamasıdır. Görüleceği gibi aracı kuruluşların varlığı kaynak dağılımının sağlıklı gerçekleşmesine ve ekonomide daha isabetli kararların alınmasına imkan sağlamaktadır.

Aracı kuruluşların varlığında yeni bilgi problemlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Aracı kuruluşlar hem fon fazlası olan, hem de fon açığı veren birimlerle ilişki içindedirler. Bu nedenle bilgi toplamak açısından bir maliyet avantajına sahip olmaktadırlar. Karar alıcı birimlerin tamamına hizmet verdikleri için birini diğerine karşı kayırmaları mümkün olabilir.

Ortaya çıkan problemlere "ters seçme" ve "ahlaki risk" adı verilmektedir. Aracı kuruluş ve firma yönetirni tasarruf sahibine göre bilgi açısından daha üstün durumdadırlar. Bu durumda tasarruf sahibi portföyünü oluşturmak üzere aracı kuruluşa gittiğinde önüne konan tercihler hakkında aracı kuruluş kadar bilgi sahibi olmayacaktır. Bu da seçimini yaparken hata yapması ihtimalini (ters seçme problemi) getirmektedir. Aracı kuruluşların ve firma yöneticilerinin tasarruf sahibine oranla fazla bilgiye sahip olmalarının sorun çıkarıcı yani, bu

üstünlüklerinin onlara gerekli özeni göstermeyerek tasarruf sahibini zarara uğratabilme, yanılabilme imkanı vermesidir (Ahlaki risk problemi).

Bu durumda aracılık faaliyetlerinin nasıl organize edileceği önemli bir problem olarak ortaya çıkmaktadır. Bu problemin giderilmesinde düzenleyici otoritelere büyük görevler düşmektedir.

6- Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetleri

Sermaye piyasalarında yerine getirilmesi gereken aracılık fonksiyonlarını şu başlıklar altında inceleyebiliriz.

- Birincil piyasa faaliyetleri
- İkincil piyasa faaliyetleri
- Kollektif yatırım ile ilgili faaliyetler
- Yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi hizmetleri
- Bilgi toplama ve yayma hizmetleri

Bu faaliyetlerin yerine getirilmesinin piyasanın gelişmesi ve alternatif bir fon aktarım mekanizması olarak ortaya çıkmasında taşıdığı önem alt başlıklarla aşağıda incelenmiştir.

6.1 Birincil Piyasa Faaliyetleri

Bu piyasa firmaların yeni ihraç işlemlerinden oluşmaktadır. Daha önce değinildiği gibi aracı kuruluşlar firmalara oranla tasarruf sahibinin yatırım tercihlerini ve bunlardaki değişimleri daha yakından izleyebilmektedirler. Firma yöneticileri sundukları yatırım projeleri ile ilgilenenleri ve bunların ne tip mali araçları tercih edebileceklerini tam olarak bilmemektedirler.

Aracı kuruluşlar yeni ihraçların biçimini belirledikleri gibi, dağıtımını da üstlenmektedirler. İhracın başarılı olabilmesini firmaya garanti edebilmek için

aracılık yüklenimine girebilmektedirler. Böylece firmaya ihtiyaç duyduğu fonlar garanti edilmekte, firma menkul kıymetlerin pazarlanması ile ilgili işlemlerle ilgilenmemektedir.

Sermaye piyasalarının gelişebilmesi için bu alanda güçlü kuruluşların faaliyet göstermesi gerekmektedir. Piyasaların büyümesi, sermaye piyasalarının alternatif bir fon aktarım mekanizması haline gelebilmeleri menkul kıymetlerin kolayca pazarlanabilir olmasına, geniş bir müşteri ağına sahip aracı kuruluşlara ihtiyaç göstermektedir. Aksi takdirde pazarlayabilme endişesi firmaları bu piyasalardan fon toplamaktan caydırabilecek önemli bir etken olmaktadır.

Tasarruf sahipleri söz konusu olduğunda ise onlara kendilerine sunulan yatırım projeleri hakkında bilgi aktarılması bir zorunluluktur. Daha öncede değinildiği gibi bilgi akımının sağlanması tasarruf sahipleri açısından çok önemlidir. Aracı kuruluşlar bu piyasalarda fiyat sinyallerinin başaramadığı işlevi yerine getirmektedirler.

6.2 İkincil Piyasa Faaliyetleri

İkincil piyasa faaliyetleri, birincil piyasa işlemleri sonucu piyasaya sunulmuş olan menkul kıymetlerin yatırımcılar arasında alım satımının yapıldığı piyasalardır¹³¹.

İkincil piyasadaki kurumlar genellikle kanunla veya kanunun verdiği yetkiye dayanarak kurulan organize kuruluşlar olup, belli kurallara göre çalışan borsalar, borsa dışında çalışan ve borsa dışı pazar olarak ifade edilen kuruluşlar yer alır. İkincil piyasaların etkin işleyişi, menkul kıymetlerin kolaylıkla nakde dönüştürülebilir olması, birincil piyasalar için vazgeçilmez önemdedir. Eğer bir ülkede hisse senetleri ve tahviller ikincil piyasalarda mevduat gibi

¹³¹ AKYÜZ, Abdullah; **Türk Sermaye Piyasasında Birincil El ve İkincil El Piyasalar**, S.P.K.-AR, Ankara 1990, s.9.

rahatlıkla likiditeye çevrilemiyorsa o ülkede sermaye piyasasının etkinliğinden söz edilemez.

Tasarruf sahibi seçimini yapıp belli menkul kıymetlerden oluşan bir portföy oluşturduktan sonra zaman içinde edindiği bilgilerin etkisiyle portföyünün yapısını değiştirmek isteyebilir. Ya da nakit ihtiyaçlarını karşılamak için portföyünün tamamını veya bir bölümünü elden çıkarmayı düşünebilir. İşte bu noktada kendisine yeni bilgileri aktaracak, piyasaları takip eden, aracı kurumlara ihtiyaç duyacaktır. Aracı kurumlar vasıtasıyla yapmak istediği işlemi kısa sürede gerçekleştirme imkanı bulacaktır.

Menkul kıymetlerin kolaylıkla, kısa sürede nakte çevrilebilir olması, yani likiditesi, tasarruf sahibinin bu alana yatırım yapmasını teşvik edecektir.

Burada önemli olan nakte çevrilebilirlik sağlanırken, bunun düzenli ve güvenilir bir ortamda ve düşük maliyetle gerçekleştirilmesidir. Bunu sağlayıcı tedbirler alındığı takdirde, ki borsalar ya da borsa dışı piyasalar, bu amaçla belli kurallar içinde menkul kıymetlerin likiditesini sağlamak için oluşturulmaktadır, sermaye piyasalarının gelişmesi için gerekli bir teşvik unsuru sağlanmış demektir.

6.3 Kollektif Yatırımla İlgili Faaliyetler

Tasarruf sahipleri sermaye pazarlarına tek tek katılabilecekleri gibi fonlarını birleştirerek de katılabilirler. Bu yolla, tasarruf sahibinin yatırım yapacağı menkul kıymetleri incelenmesine, var olan araçların her biri hakkında ayrı ayrı bilgi toplamasına gerek kalmayacağı gibi, küçük tasarruf sahiplerinin de çeşitli menkul kıymetlerden oluşan riskin minimum düzeye indirilmesi ilkesine göre oluşturulmuş bir portföye katılım imkanı sağlar. Doğaldır ki, bu durumun gerçekleşmesi için küçük tasarruf sahiplerinin fonlarını bir araya getirerek bir portföy oluşturacak aracı bir kurumun var olması gerekmektedir.

Sermaye pazarlarında bu fonksiyonu yerine getiren aracı kurumlara Kollektif Yatırım Kurumları adı verilmektedir. İleriki bölümde daha detaylı olarak incelenecek olan kollektif yatırım kurumları Türkiye'de yeni yeni gelişmeye başlamıştır. S.P.K., sermaye pazarında portföy işletmeciliği ile uğraşacak iki kurum getirmiştir. Bunlar Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarıdır. Ana prensipler itibariyle önemli bir farkı olmayan, fakat yalnızca kurulan müşterek portföyün mülkiyet ve yönetim modelinde fark olan yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları tasarruf sahipleri adına firmaların performanslarını daha yakından ve bilimsel yöntemlerle izleyerek, riskten kaçındığı için menkul kıymetler alanına giremeyen fazla fonlar bu piyasaya çekilmekte ve önemli bir talep unsuru oluşturulmaktadır.

6.4 Yatırım Danışmanlığı ve Portföy Yönetimi Faaliyetleri

Bu işlerini yapan aracı kurumlar doğrudan bilgi toplayıp, bunu değerlendirmektedirler. Tasarruf sahibi bu kuruluşlara bilgi almak için ihtiyaç duymaktadır. Yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi hizmeti veren kuruluşlar, finansal araçların alım ve satımında uzmanlaşmış kuruluşlardır. Böyle olunca, finansal kurumlar gerek tasarruf sahiplerine gerekse yatırımcı firmalara menkul varlıklarla ilgili olarak danışmanlık hizmeti sunabilirler. Dolayısıyla da fon sunucu ve kullanıcıları bu danışmanlık hizmetlerinden faydalanarak zaman ve para bakımından tasarruf sağlayabilirler¹³².

Ülkemizde de son yıllarda yaygınlaşan bu tür kuruluşlar kişilerin daha rasyonel yatırım yapabilmelerini sağlamaktadır. Bu kuruluşlarda çalışan uzman kişiler fertlerin yatırımlarını yönlendirerek toplanan fonların daha rasyonel kullanılmasını sağlamaktadırlar¹³³.

Bu konuda S.P.Kur.'nun 14.01.1993 tarihinde yürürlüğe giren yatırım

¹³² YILDIZ, Ekrem; a.g.tez, s.31-32.

¹³³ RODOPLU, Gültekin; a.g.e., s.113.

danışmanlığına ilişkin tebliği ile, özellikle küçük yatırımcıların tasarruflarının profesyoneller tarafından daha verimli ve rasyonel biçimde değerlendirilmesine imkan sağlanmış ve bunlar kısa bir süre içinde göstermiş oldukları performans ile yatırımcıların ilgi odağı haline gelmişlerdir.

Portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı sayesinde yatırımcı diğer yatırım araçlarından daha fazla gelir elde ettiği için bu kuruluşlara olan ilgi de gün geçtikçe artmaktadır.

Ayrıca bireysel portföylerin yönetiminde bir güven ilişkisi sonucu tasarruf sahipleri tarafından bu kuruluşlara devredilebilir.

6.5 Bilgi Toplama ve Yayıma Hizmetleri

Yukarıda sayılanların dışında yalnızca bilgi toplayıp ilgililere duyuran aracı kuruluşlar da bulunmaktadır. Bir önceki bölümde ele alınan yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bilgi toplanmakta ancak ilan edilmemektedir. Değerleme kuruluşları bu tür aracı kuruluşlar arasında sayılabilir.

Firma yönetimi, firmanın durumu ile ilgili daha sağlıklı bilgilere sahiptir. Diğer karar alıcı birimlerin gözünde kendi yatırım projesine olduğundan az bir değer atfedildiği düşünülüyorsa, firma bu kuruluşlara başvurmakta ve böylece karar alıcı birimlerin tercihlerini etkilemeye çalışmaktadır¹³⁴.

Bağımsız dış denetim kuruluşları da bu nedenle bu tür aracı kuruluşlar arasında değerlendirilebilirler. Onlar da firma hesaplarını ve finansal tablolarını incelemekte ve bunların yürürlükteki muhasebe ilkelerine uygun tutulup tutulmadığını tesbit etmektedirler. Piyasa açısından bakıldığında onlar da bir bilgi akımı sağlamaktadırlar. Bağımsız dış denetim kuruluşlarının görevlerini kötüye kullanmamaları için doğabilecek zararların sonucundan sorumlu

¹³⁴ MILLON, M.H.-THAKAR, A.V.; *Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies*, Journal of Finance, 1985, s.5.

oldukları 13 Aralık 1987 tarih ve 19663 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan yönetmelikte belirtilmiştir.

7- Sermaye Piyasası Kurumları

7.1 Genel Olarak Sermaye Piyasası Kurumları ve Sermaye Piyasasındaki Fonksiyonları

Sermaye piyasasında menkul kıymet ihraç ederek fon talebinde bulunanlarla, menkul kıymet karşılığında fon arzında bulunanların birbirleriyle karşılaşmalarını sağlayan kuruluşlar, yeni düzenlenen 3794 sayılı Kanun ile artık yardımcı kuruluş olarak değil "Sermaye Piyasası Kurumları " olarak nitelendirilmektedirler.

Sermaye piyasasının kuruluş aşaması artık Türkiye için geride kalmış bulunmaktadır. Ekonomiye geri dönen tasarruflar açısından bakıldığında küçük olmakla birlikte faaliyet gösteren ve canlı olduğu izlenimini veren bir piyasa mevcuttur. Bu piyasanın içerisinde yer alan sermaye piyasası kurumları, sermaye piyasasında değişimin yapıldığı ortamı hazırlayan kuruluşlar olup, bu nitelikleriyle sermaye piyasasının bel kemiğini oluşturmaktadırlar. Zira karmakarışık kurallara ve yapıya sahip piyasalarda, ihraç edilen kıymetli evrakın pazarlama şartlarının sağlanması, gerekli araştırmaların yapılması, dalgalanmalara karşı önlemlerin alınması ve bu evrakların alıcılara ulaştırılması uzmanlaşmış kurumlar eliyle yürütülür. Bunun yanısıra sermaye piyasası araçlarının, ihraç eden kuruluşca direkt olarak bir aracı kuruluşa satılması ve böylece, bu kuruluşa pay karşılığında pazarlama süreci bekletilmeden kaynak sağlanması finansman sorununun çözümünde önemli rol oynar.

Görüldüğü gibi sermaye piyasası kurumları olmadan sermaye piyasasının çalışma imkanı yoktur. Çünkü yukarıda bahsettiğimiz gibi fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki her türlü bilgi, nakit ve menkul değer şeklinde akımı sermaye piyasası kurumları sağlamaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeylerine göre ülkeden ülkeye sermaye piyasası kurumlarının sayısı ve fonksiyonları da değişmektedir.

Türk Sermaye Piyasası Kanunu'nda 13 Mayıs 1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yapılan köklü değişiklikler sonucu, sermaye piyasası kurumları başlığı altında sermaye piyasasında faaliyette bulunabilecek kurumlar gösterilmiştir (S.P.K., md.32). Bunlar;

- A) Aracı Kurumlar,
- B) Yatırım Ortaklıkları,
- C) Yatırım Fonları,
- D) Sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar

Sermaye Piyasası Kanunu bu piyasanın kurumlarını bu şekilde sınıflandırmış olmasına rağmen literatürde genellikle şöyle bir sıralama da yapılmaktadır;

- A) Aracı Kurumlar
- B) Kollektif Yatırım Kuruluşları
 - a) Yatırım Ortaklıkları
 - b) Yatırım Fonları
- C) Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar.

Bu çalışma sırasında literatürde yapılan sınıflandırma esas alınmış ve bu kurumlar incelenmeye çalışılmıştır.

7.2 Aracı Kurumlar

Sermaye piyasalarının gelişmesinin birinci koşulu, özellikle birincil piyasalarda güçlü kuruluşların faaliyet göstermesidir. Piyasaların büyümesi, sermaye piyasalarının alternatif bir fon aktarım mekanizması haline gelebilmesi, menkul kıymetlerin kolayca pazarlanabilir olmasına bağlıdır. Bu da ancak geniş bir müşteri ağına sahip aracı kurumların varlığıyla mümkündür.

Aksi halde pazarlanabilme endişesi fon talep eden firmaları bu piyasalardan fon toplamaktan caydırabilecek önemli bir etken olmaktadır.

Bu bakımdan sermaye piyasasında aracı kurumların iki tür fonksiyonu vardır. Bunlardan birincisi; menkul kıymetler karşılığında fon talep edenlerle, menkul kıymetler karşılığında fon arzedenler arasında yapılan aracılıktır ki, buna birincil piyasada yapılan aracılık faaliyeti denilmektedir. Aracı kurumların ikinci fonksiyonu ise; menkul kıymetleri ellerinde bulunduranlar arasında aracılık yapmaktır. Bu da ikincil piyasalardaki aracılık faaliyetini oluşturur.

Aracı kurumların birincil piyasadaki aracılık faaliyeti esasen bir pazarlama fonksiyonudur. Genellikle bankalar tarafından yapılan bu pazarlama faaliyetleri alelade ve taahhütlü şekilde olmaktadır.

Alelade pazarlama (ordinary marketing) bankalar dahil aracı kurumların, menkul kıymet pazarlamasında hiçbir taahhüt altına girmemesidir. Aracı kurum, verilen süre içerisinde özel bir efor sarfetmeden satabileceğini satar. Bu tür aracılık hizmetleri, menkul kıymet ihraç edecek kuruluşu, ihraç işlemleri ile ilgili düzenlemelerin yapılması, pazarlama grupları kurarak, gerekli pazarlama araştırmalarının yapılması, tahvil ihraçlarında ana para ve faiz garantileri vererek ödemelerin ve konu ile ilgili danışmanlık hizmetlerinin yapılmasıdır¹³⁵.

Taahhütlü pazarlama faaliyetleri ise genellikle İngilizcede "underwriting" kelimesi ile ifade edilen ve lügat karşılığı "sigorta etmek -taahhüt etmek" olan bu kelime, sermaye piyasasında menkul kıymetlerin belirli bir süre içerisinde belirli bir fiyatla halka satılması taahhüdünün çeşitli türlerini kapsar¹³⁶.

Aracı kurumlar ayrıca kendi mali yükümlülüklerini kapsayan kıymetli evrak düzenleyerek, halka arz edemez ve alım satımda bulunamazlar. Bu piyasada faaliyette bulunabilmek için Sermaye Piyasası Kanunu'nda

¹³⁵ ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol; **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Yayıncılık, İstanbul 1993, s.55.

¹³⁶ TEKİNALP, Önal; **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, Es Yayınları, İstanbul 1982, s.79.

açıklandığı gibi kurulmuş ve sermaye piyasası kurulundan yeni düzenlemelere göre "Yetki Belgesi" almış olmaları gerekir. (S.P.K., md.31). Buna göre bankaların hakları saklı tutulmak kaydıyla, mevcut yasal düzenlemeler ışığında Türk Sermaye Piyasası'nda menkul kıymetlerin yatırımcılara arzında aracılık ve alım-satımı ile uğraşacak aracı kurum ve bankaların ilgili borsadan Borsa Üyelik Belgesi almaları zorunludur (S.P.K., md.34).

Borsa Üyelik Belgesi alan aracı kurumlar ve bankaları ayrıca menkul kıymet borsası üyesi olmak zorundadırlar.

Öngörülen zorunlu nitelikler bu kuruluşları, diğer faaliyetleri yürütmek amacı ile kurulmuş şirketlerden ayırarak onlara sermaye piyasasının açıklık ve kararlılık içinde çalışmasına yardımcı olmaya, tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarlarını gözeten birer kurum niteliğini kazandırmaya yöneliktir.

Bu genel bilgiler ışığında bir tanım yapmak gerekirse, aracı kurumlar, menkul kıymetlerin, menkul kıymet dışında kalan kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın, başkası nam ve hesabına, veya başkası hesabına, kendi namına yahut kendi nam ve hesabına, aracılık amacıyla alım satımı ile uğraşan, yatırımlar konusunda müşterilerine danışmanlık hizmeti sunan, piyasa araştırmaları ve aracılıkla bağdaşabilen işleri yapan, sermaye piyasasının A.O. tipinde kurulmuş yardımcı kuruluşlardır ¹³⁷ diyebiliriz.

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kurumlar ayrı ayrı ve detaylı bir şekilde aşağıda incelenmeye çalışılmıştır.

¹³⁷ MANAVGAT, Çağlar; **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Banka ve Ticaret Hukuku**, Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara 1991, s.20.

7.2.1 Borsa Üyelik Belgesi Alan Aracı Kurumlar

7.2.1.1 Türleri

Sermaye piyasasına fon arzetmek isteyen tasarruf sahiplerinin bu yatırımlarından beklentileri değişik olabilir. Genellikle güvenlik, kolay paraya çevrilebilme ve yüksek getiri bu tasarruf sahiplerini sermaye piyasasında yatırıma iten başlıca nedenlerdir. Tasarrufunu öncelikle güvenli bir yerde tutmak isteyen tasarruf sahibi, bankalarda mevduat hesabı açtırabilecekleri gibi, bu tasarrufuyla menkul kıymet de satın alabilir. Bu alışverişte güvenli bir kuruluşun ihraç ettiği menkul kıymetler tercih nedeni olabilir. Çünkü, vadeli banka hesabının, vadenin dolmasından önce bozulması durumunda faiz kaybı söz konusu olabilir. Oysa menkul kıymetlerin likiditesinin yüksek olması ve getirisiyle nakte dönüştürülebilmesi sermaye piyasası araçlarının tercih edilmesine yol açabilir. Diğer taraftan tasarruflarının kısa vadede artmasını isteyen yatırımcılar, riski göze alarak, yüksek getiri sağlayan senetleri tercih edebilirler. İşte tasarruf sahiplerinin bu tür değişik istek ve ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla çeşitli türde aracı kurumlar sermaye piyasasında faaliyet göstermektedirler.

Bazı aracı kurumlar uzmanlık alanlarına giren konularda tasarruf sahiplerine ve menkul kıymet ihraç eden firmalara danışmanlık hizmeti verirler. Ayrıca, bir senet ihracında, ihraç kararı verilmesinden, satış aşamasına kadarki işlemleri koordine ederler. Ancak satış işlemlerine karışmaz ve risk üstlenmezler. Bu tür aracı kurumlar satışa aracılık ettikleri durumlarda, satın alma taahhüdü olmayan aracılık türünü tercih ederler. Diğer grup aracı kurumlar ise piyasada risk üstlenerek aracılık yaparlar.

S.P.Kur.'nun yayınladığı Seri V, No:19 sayılı "Aracılık Faaliyetleri Ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği" nin 9. ve 10. maddeleri bu kuruluşları faaliyet türlerine göre ikiye ayırmıştır.

a) Halka Arza Aracılık Faaliyetleri: Sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık faaliyetinde bulunan aracı kuruluşlarda, aşağıdaki şartlar aranır;

— Aracı kurumlar için ödenmiş sermayelerinin asgari 10 milyar TL. olması,

— Bünyelerinde, "halka arza aracılık işlemlerini" yürütebilecek, yüksek öğrenim görmüş, sermaye piyasası, işletme, finansman ve mali tahlil konuların en az üç yıllık mesleki tecrübesi bulunan ve özellikle bu görev için istihdam edilmiş yeterli sayıda ihtisas personelinden oluşan bir kadro ile halka arza aracılık ve araştırma faaliyetlerini sürdürecektir düzeyde yeterli mekan, teknik donanım ve organizasyonu sağlamış bulunmaları gerekir.

S.P.Kur. risk üstlenme yetkisini, belli bir mali güce, yeterli personel, mekan, teknik donanım ve organizasyonu sağlamış olan kuruluşlara vermiştir. Bu kuruluşlar, birincil ve ikincil piyasalarda mevzuatın aracı kurumlara tanıdığı tüm faaliyetlerde bulunabilirler.

b) Alım Satım Aracılık Faaliyetleri : Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık faaliyetinde bulunacak aracı kuruluşlarda aşağıdaki şartlar aranır;

— Aracı kurumlar için ödenmiş sermayelerinin asgari 5 Milyar TL. olması,

— Sermaye piyasası araçları ile ilgili iş ve işlemlerin yürütülmesini sağlayabilecek, bu faaliyetlere elverişli mekan, teknik donanım ve yeterli sayıda ve nitelikte yönetici ve ihtisas personeli ile diğer personelin sağlanmış bulunması gerekir.

Bu tür kuruluşların faaliyetleri ikinci el piyasa işlemleri ile, danışmanlık hizmetlerine yöneliktir.

Ayrıca, S.P.Kur.'u Seri V, No:26 Tebliği ile söz konusu bu aracı kurumların asgari sermaye miktarlarını 1997 yılından başlamak üzere her yıl bir önceki yıl için tesbit ve ilan olunan yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırmaları ve ilgili yılın haziran ayının sonuna kadar ödemeleri zorunluluğu getirilmiştir.

7.2.1.2 Kuruluş ve Faaliyet Şartları

Türk Sermaye Piyasası Kanunu'nda 13 Mayıs 1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren 3794 sayılı Kanun ile yapılan yeni düzenlemelere göre aracı kurumlar faaliyet konusuna göre yönetmelikte öngörülen şartları yerine getirip, her bir faaliyet konusu için kuruldan izin almaları gerekir. Faaliyet izni alması uygun görülen aracı kurumlara icra edecekleri sermaye piyasası faaliyetlerini gösteren "Yetki Belgesi" verilir (S.P.K., md.31). Söz konusu yetki belgesini alan aracı kurumların kuruluş ve faaliyet şartlarıyla ilgili yasal düzenleme aşağıdaki gibidir.

3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikte, aracı kurumların kuruluş şartları S.P.K.'nin 33.maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre aracı kurumların kuruluşlarına izin verilebilmesi için;

- Anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olması,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması ,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Sermayelerinin kurulca belirlenen miktardan az olmaması,
- Esas sözleşmelerinin bu kanun hükümlerine uygun olması,
- Kurucuların müflis olmadığı veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığını tesbit edilmiş olması gerekir.

S.P.K.'nin 34.maddesine göre bankaları da içermek üzere aracı kurumların faaliyet izni alabilmeleri için, 30.maddenin birinci fıkrasının (a) ve (b) bentlerinde belirtilen faaliyetlerinden yani, kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık ile daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımından en az biriyle uğraşmak üzere kurula başvurmak şarttır. Aracı kurumlar ve bankalar, kurulca belirlenecek esaslar dahilinde, izin almak şartıyla, diğer sermaye piyasası faaliyetlerinde de bulunabilirler.

Borsada işlem yapacak aracı kurum ve bankaların ilgili borsadan borsa üyelik belgesi almaları zorunludur. Ayrıca, aracı kurumların faaliyet ve merkez

dışı örgütleriyle ilgili ilkeier kurulca belirlenir. Aracı kurumlar merkez dışı faaliyette bulunabilmeleri için S.P.Kur'dan izin almaları gerekir.

7.2.1.3 Aracılık Faaliyetlerinin Kapsamı

Aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin esaslar hakkındaki tebliğe göre ¹³⁸ bankaları da kapsamak üzere aracı kurumların aracılık kapsamında olmak üzere yapabilecekleri faaliyetler şunlardır;

- Sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık,
- Sermaye piyasası araçlarının ikinci el piyasasında alım satımına aracılık,
- Müşteri portföyü yönetmek,
- Yatırım danışmanlığı,
- Menkul kıymetlerin geri alım veya satımı taahhüdü ile alım satımı¹³⁹.

Aracılık faaliyetinde bulunmak üzere kurulan kuruluşlar yukarıda belirtilen ilk iki faaliyetten en az biri için kurula başvurmak zorundadırlar.

Yapılan düzenlemeye göre aracı kurumlar menkul kıymetler üzerinde her türlü aracılık faaliyetinde bulunabilmektedirler. Yani bunların hem halka arzında hem de ikinci el piyasada alım satımını yapabilirler. Menkul kıymet sayılmayan belgeler (kıymetli evrak ve mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülükleri içeren her türlü evrak) üzerinde ise, birinci el piyasada bu hizmeti yapamamaktadırlar. Ancak ikinci el piyasada alım satım işlemi yapabilmektedirler¹⁴⁰.

¹³⁸ Seri V, No:19,"Aracılık faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği " Resmi Gazete, Sayı: 22217, 1 Mart 1995, s.9.

¹³⁹ Bu madde ile Repo diye bilinen uygulamaya yasal dayanak getirilmiştir.

¹⁴⁰ BOZKURT, Ünal; Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988, s.23.

Aracılık amacıyla yapılacak hizmetler, başkası nam ve hesabına, başkası hesabına kendi namına veya kendi nam ve hesabına yapılabilir. Aracı kurumların, faaliyetleri sırasında kendi mali taahhütlerini içeren evrak düzenlemeleri, bunların alım satımında bulunmaları yasaktır. Bu yasaklama ile aracı kurumların, önceki yıllarda bankerlerin uyguladığı ek faiz taahhüdü ve geri alım garantisi gibi belgeler düzenlemesinin önüne geçilmiştir. Böylece aracı kurumlar, aracılık faaliyetinin dışına çıkarak kendi mali taahhütleri altında fon toplayamayacaklardır.

Aracı kurumların, kuruluşuna Kurul'ca izin verilebilmesi için gerekli şartlar şunlardır¹⁴¹.

- Anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Ödenmiş sermayelerinin asgari 500 Milyar TL. olması ve sermayenin %50'sinin Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'nde hazine bonosu veya devlet tahvili şeklinde bloke edilmiş olması,
- Esas sözleşmelerinin Kanun hükümlerine ve Kurul düzenlemelerine uygun olması,
- Kurucularının müflis veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı yükümlülüklerinin bulunmadığının tesbit edilmiş olması gerekir.

Aracı kurumların kuruluşlarında daha önce belirli bir uzmanlık düzeyi aranmaması 2499 sayılı S.P.K.'nin yürürlüğe girme tarihi olan 1981 yılı öncesinden kalma anlayışların aracı kurumlar arasında canlı kalmasına neden olmuştur. Bu nedenle kurumsallaşmış yapıların ortaya çıkarılabilmesi için aracı kurumların kuruluş ve çalışma şartlarının gözden geçirilip yeniden düzenlenmesi olumlu bir gelişmedir.

Aracı kurumlar, birinci el piyasada yapılacak aracılık hizmetlerini "aracılık yüklenimi " anlaşmasıyla yapabilirler. Buna göre yeni çıkarılan

¹⁴¹ S.P.Kur. Tebliği Seri V, No:19, md.5, 01.03.1995 tarih ve 22217 sayılı Resmi Gazete.

belgelerin belirlenen satış süresi içinde satılmasını veya hem satılmasını hem de satılmayan kısmın satın alınmasını aracı kurum veya kurumlar belgeleri çıkaran tarafa taahhüt edebilmektedirler.

Menkul kıymetlerin aracılık yüklenimi sözleşmesiyle ihraç edilmesi için birden fazla aracı kurum veya banka aralarında anlaşabilirler. "Aracılık konsorsiyumu" olarak adlandırılan bu tür bir aracılık hizmeti için belgeyi çıkaran ortaklığın onayının alınması gereklidir. Aracılıkta sendikalaşma olarak da adlandırılan bu uygulama, yönetimi üstlenmiş bir aracının öncülüğünde gerçekleştirilir.

Aracılık yüklenim sözleşmesi ile aracı kurumun ya da bankanın birinci el piyasada yapabileceği işlemlerin niteliği Kanun'un gerekçesinde sayılmıştır. Buna göre yapılabilecek üç tür aracılık yüklenim sözleşmesi bulunmaktadır. Bunlar;

- En iyi çabayı gösterme aracılık yüklenimi,
- Kesin bağlantılı aracılık yüklenimi,
- Tam taahhüt aracılık yüklenimi'dir .

En iyi çabayı gösterme aracılık yüklenimi, başkası nam ve hesabına bir işlem olarak değerlendirilebilir. Burada aracı kuruluş elinden gelen çabayı harcamakta ve satamadığı menkul kıymetlerle ilgili bir yükümlülük altına girmemektedir.

Kesin bağlantı aracılık yüklenimi söz konusu olduğunda yine başkası nam ve hesabına bir işlem söz konusudur. Aracı kuruluş pazarlamayı başkası nam ve hesabına yapmakta ancak satamadığı menkul kıymetleri kendi adına satın almaktadır.

Tam taahhüt aracılık yükleniminde ise aracı kuruluş ilk gün menkul kıymetleri kendisi satın almakta ve bundan sonra kendi nam ve hesabına bunları pazarlamaktadır.

Bankalar ve aracı kurumlar kesin bağlantı aracılığı ve tam aracılık yaptıkları takdirde satış süresi içinde satılamayan menkul kıymetleri satın almayı taahhüt etmektedirler. Bu durumda üstlenebilecekleri sorumluluğun bir üst sınırının belirlenmesi tabiidir. Buna göre; aracı kurumlar için üstlenebilecek "mali sorumluluğun azami sınırı aracı kurumun ödenmiş sermayesi ile yedek akçeleri toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı" 20'den fazla olmamak üzere S.P.Kur. tarafından belirlenecek bir katsayı ile çarpımı sonucu bulunan tutardır. Bankalar için ise "bankanın ödenmiş sermayesi ile yedek akçeleri toplamından varsa zararlar indirildikten sonra bulunan miktarın beşte birinin" 20'den fazla olmamak üzere S.P.Kur. tarafından belirlenecek katsayı ile çarpılması sonucu bulunacak olan tutardır. S.P.Kur.'nun belirlediği ve halen geçerli olan katsayı 10'dur.

7.2.1.4 Aracı Kurumların Yapabilecekleri Diğer İşler

Aracı kurumların aracılık faaliyetleri dışında yapabilecekler iş ve işlemler şunlardır¹⁴²;

a) Mali Konularda Faaliyet Gösteren Anonim Ortaklıklara Ortak Olmak:

Aracı kurumlar, bankalar ve Yatırım Ortaklıkları dışında kalmak kaydıyla mali konularda faaliyet gösteren A.O.'lara ortak olabilirler. Yönetmelik bu hükmü ile aracı kurumlara ortak olabilecekleri A.O.'lar konusunda iki kısıtlama getirmiştir. Bunlardan birincisi; aracı kurumların bankalar ve Yatırım Ortaklıkları'na ortak olamayacaklarıdır. Aracı kurumların faaliyet sınırlarını aşmalarını önlemek için bankalara, menkul kıymet portföyü işletmelerini engellemek için Yatırım Ortaklığı'na ortak olmaları engellenmiştir. İkinci kısıtlama ise, aracı kurumların, nitelikleri ile bağdaşacak iş alanları oluşturmalarına imkan sağlamak için bunların sadece "mali konularda faaliyet gösteren A.O." lara ortak olabileceklerine dairdir. Doğal olarak her A.O.'ın faaliyeti, sonuç itibarıyla

¹⁴² BBBVY Md.8.

mali konulara ilişkindir. Ancak yönetmelikte kastedilen A.O. tipini, faaliyet konusu doğrudan para ve sermaye piyasasına ait işlemler olan A.O. olarak anlamak yerinde olacaktır. Buna göre aracı kurumlar, bir diğer aracı kuruma, döviz büfelerine, faktoring ve forfaiting ortaklıklarına ortak olabileceklerdir.

Aracı kurumların yukarıda belirtilen A.O.'lara iştirak etmeleri halinde, iştirakleri toplamının ödenmiş sermaye ve yedek akçelerinin %25'i geçmemesi gerekir. Ayrıca, aracı kurumlar ortak oldukları A.O.'dan esas sermayenin veya toplam oyların %10'undan fazlasına sahip olamayacaklardır. Bu son sınırlama, aracı kurumlar aracılık faaliyetini terk ederek, mali konularda çalışan A.O.'ları yöneten küçük çaplı holdingler haline gelmelerini önlemek amacıyla yöneliktir¹⁴³.

b) Danışmanlık Hizmetleri Sunmak: Aracı kurumlar, uzmanlık alanlarına giren her konuda danışmanlık hizmeti verebilirler. Özellikle sermaye piyasasında fon arzedener ile fon talep edenler bu kuruluşların danışmanlık hizmetlerine ihtiyaç duyarlar. Konuya fon talep edenler yönünden bakıldığında, aracı kurumlar, ihracın riskini taşıyan ve satışı bizzat yapacak kuruluşlar olduğu gibi ayrıca, ihraç miktarının tahmininde, ihraç edilecek senet türünün ve ihraç şartlarının belirlenmesinde en düşük maliyette en yüksek gelirin elde edilebileceği satış tarihinin tesbitinde, birleşme ve devralmalarda, birleşecek veya devralınacak ortaklığın analizinde, ihraç sırasında yayınlanacak izahname ve diğer belgelerin hazırlanmasında ihraç eden ortaklığa yardımcı olurlar¹⁴⁴.

Fon arzedenerler de aracı kurumların bu hizmetlerinden yararlanırlar. Zira tasarruf sahibi için parasını sermaye piyasasında değerlendirmesine yardımcı olacak kuruluşlar önemli fonksiyonlar yürütmektedirler. Tasarruf sahipleri; yatırılması düşünülen para miktarı

¹⁴³ MANAVGAT, Çağlar; a.g.e., s.112.

¹⁴⁴ KIDWELL, D.S.- PETERSON, R.L., *Financial Institution, Markets and Money*, Sec.Ed., Chicago, 1984, s.461.

ve ümit edilen getirinin niteliğine göre, yatırım yapılacak senet türleri ile bunları ihraç eden ortaklıklar hakkında detaylı ve güvenilen bilgileri aracı kurumların danışmanlık hizmetlerinden faydalanarak edinebilirler.

c) Menkul Kıymetlerden Doğan Hakları Kullanmak: Aracı kurumlar, alım satımına aracılık ettikleri menkul kıymetlerin anapara, faiz, temettü gibi gelirlerinin ödenmesi ve tahsiline ilişkin hizmetlerle, opsiyon haklarının kullanılması hizmetlerini yerine getirebilirler. Aracı kurumlar bu tür hizmetleri sadece alım satımına aracılık ettiği menkul kıymetler için yapabilmektedir.

d) S.P.Kur.'nun İzin Verdiği Diğer İşlemleri Yapmak: Aracı kurumların yukarıda sayılan işlemler dışında iş yapabilmeleri için S.P.Kur.'dan izin almaları gerekmektedir. Kurul izin başvurusunu incelerken, yapılması istenen işin aracılıkla bağdaşıp bağdaşmadığını gözetecektir.

7.2.1.5 Aracı Kurumların Yapamayacağı İşler

S.P.Kur.'nun 1 Mart 1995 tarih ve 22217 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri V, No:19 "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği" nin 50.maddesinde aracı kurumların yapamayacakları işlemler şöyle sıralanmıştır;

- Aracılık amacıyla alıp sattıkları belgelere ilişkin olarak kendi mali taahhütlerini içeren evrak çıkaramazlar ve bu belgelerden bağımsız olarak kendilerini mali sorumluluk altına sokacak belgeleri halka arz edemezler,
- Sermaye piyasası araçlarının, normal getirilerinin üzerinde bir getiri sağlayacağı yolunda herhangi bir yazılı veya sözlü taahhütte bulunamazlar,
- Müşterilerini veya kamuoyunu yanıltıcı bilgileri içeren herhangi bir ilan, reklam ile diğer yazılı ve sözlü açıklamalarda bulunamazlar,

- Sermaye piyasası araçlarının vadesi gelmemiş kuponlarını, senetlerden ayrı olarak alıp satamazlar,
- Yanlarında çalıştırdıkları kişilerin, aracı kuruluşun imkanlarından yararlanmak suretiyle kendi nam ve hesaplarına işlem yapmalarına imkan sağlayamazlar,
- 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 belirlenen satış 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 hiç bir yerde tutamaz.
- Müşterilerine ait sermaye piyasası araçları ve nakit üzerinde, hak ve yetkileri olmaksızın kendileri veya üçüncü şahıslar lehine herhangi bir tasarrufta bulunamazlar,
- Sermaye piyasası araçlarının fiyatının yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi, belli bir seviyede tutulması vb. amaçlarla;
- * Sermaye piyasası aracının mülkiyetinde gerçek anlamda değişme yapmayan alım satım işlemleri yapamazlar.
- * Sürekli olarak kendisiyle veya aynı kişilerle, aynı miktar ve tutarda ve aynı fiyattan sermaye piyasası aracı alım satımında bulunamazlar.
- * Müşterilerinin piyasa hakkındaki bilgisizliklerinden yararlanıp bunların alım satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamazlar ve komisyon gelirlerini artırmak amacıyla müşterilerin gereksiz yere alım satım yapmalarına ortam hazırlayamazlar.
- Yasaklanan fiil ve işlemlerin, kendileri dışında üçüncü şahıslar tarafından gerçekleştirilmesine herhangi bir şekilde yardımcı olamazlar,
- Aracılık faaliyetleri yanısıra hiçbir ticari, sınai ve zirai faaliyette bulunamazlar,

- Mevduat toplayamazlar, mevduat toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar, altın ve döviz işleriyle uğraşamazlar, ödünç para verme işleriyle iştigal edemezler,
- Aracılık işlerini yürütebilmek için gerekli olanlar dışında taşınmaz mal edinemezler ve ticari amacıyla bu malların alım satımıyla uğraşamazlar,
- Bankalara ortak olamazlar.

Sayılan yasaklar incelendiğinde bunların bir çoğunun 1980'li yılların başlarında yaşanan bankerlerin yaptığı işlemler olduğu anlaşılmaktadır. Bu yüzden konu ile ilgili yapılan düzenlemeler söz konusu dönemde yaşanan olaylara tepki niteliğindedir.

Aracı kurumların yapamayacakları işlerle ilgili olarak, 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı S.P.K.'nın tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarları açısından getirdiği ve büyük öneme haiz bir konu var ki, bu konu üzerinde biraz daha detaylı durmak yerinde olacaktır.

Yukarıda adı geçen kanunla düzenlenen konulardan birisi ve belkide en önemlisi "Insider Trading" olarak adlandırılan "içerden öğrenenler" in ticaretinin ilk defa kanunla önemli bir suç konusu olarak tanımlanmış ve ceza tehdidi altına konmuş olmasıdır.

İçerdekilerin kimler olduğu konusunda görüş birliği vardır.¹⁴⁵ S.P.K., md. 16/A'ya göre "hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortakları, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak Kurulun kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde Kurula ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler." Kanununun 47/A-1 maddesine göre, "sermaye

¹⁴⁵ TURANBOY, Asuman; *İnsider Muameleleri*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yay. No:235, Ankara 1990, s.75.

piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerdendir öğrenenlerin ticaretidir... "

Bu konuda yapılan araştırmalar sonucunda yalnızca içerdekilerin değil; bunların alım satımlarını izleyerek taklit eden dışardakilerin de fazla getiri elde ettikleri bulunmuştur.¹⁴⁶ Normal şartlarda yönetici pazardan daha fazla ve özel bilgiye sahiptir. Pazardaki yatırımcılar kendilerinin ulaşamayacağı özel bilgilere sahip yöneticilerin bu bilgiler ışığında karar verdiklerini düşünerek onları izlerler. Potansiyel yatırımcılar içerdekilerin firmanın gerçek değerini bildiklerini varsayarlar¹⁴⁷. Ortada değerlendirilebilecek gerçek bir bilgi olmadığı halde potansiyel yatırımcılar tarafından bilgi sahibi oldukları varsayılan örneğin yatırım danışmanları¹⁴⁸ içerdekilerin alım satım davranışları ve pazardaki her hareketleri bilgimiş gibi değerlendirilerek "noise trading" yapmaktadırlar. "Noise trading" de; "Insider trading" deki gerçek bilginin yerini beklenti, tahmin ve dedikodular almaktadır.

Bu gibi durumları ortadan kaldırmak için 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı S.P.K.'nin ilgili maddelerinde Insider Trading yasaklanmıştır. Aksi durumlarda ise ağır cezaların verileceği belirtilmiştir.

Bu konuyla ilgili olarak S.P.K.'nin cezai sorumluluk başlığını taşıyan 47.maddesinde şu hükümler bulunmaktadır;

— Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak

¹⁴⁶ ROZEFF, Michael; S.- ZAMAN, Mir A; **Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence**, Journal of Business, 1988, vol.61, s.25-44

¹⁴⁷ WESTON- Fred- COPELAND, Thomas E.; **Managerial Finance**, 9 th ed., New York, The Dryden Press, 1992, s.600-606.

¹⁴⁸ TRUEMAN, Brett; **A Theory of Noise Trading in Securites Markets**, Journal of Finance, Vol XLII, No:1, March 1988, s.84.

- amacı ile kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde işlem yaparak yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticaretidir. Bu fiili işleyen, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden kuruluşlarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı ve bunlara hakim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişilerle, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler,
- Suni olarak sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımı yapan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler (manipülasyon yapanlar),
 - Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren, haber yayan; yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü olmadıkları bilgileri açıklayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler,
 - İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarını Kurul'a kaydettirmeden arz edenler, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortakların hisse senetlerini halka arz yoluyla satanlar, sermaye piyasasında izinsiz olarak faaliyette bulunan veya yetki belgeleri iptal olduğu veya faaliyetleri geçici olarak durdurulduğu halde faaliyetlerine devam eden gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri.

Fiilin mahiyet ve önemine göre birlikte veya ayrı ayrı hükmolunmak üzere bir yıldan üç yıla kadar hapis ve 500 milyon liradan 1 milyar liraya kadar ağır para cezası ile cezalandırılırlar.

Yine aynı maddenin devamında; bu kanuna göre Kurul veya Kurul tarafından görevlendirilenlerce istenecek bilgileri vermeyen veya eksik veya gerçeğe aykırı olarak verenlerle, defter ve belgeleri bu görevlilere ibraz

etmeyen, saklayan, yokeden veya bunların görevlerini yapmalarını engelleyenler,

Gerçeğe aykırı bağımsız denetleme raporu düzenleyenler ve bu raporun düzenlenmesini sağlayanlar,

Sermaye piyasasında izinsiz olarak faaliyette bulunduğu, yetki belgeleri iptal olduğu veya faaliyetleri geçici olarak durdurulduğu halde ticaret ünvanlarında, ilan veya reklamlarında sermaye piyasasında faaliyette buldukları intibarı uyandıracak kelime veya ibare buldukları takdirde, ilgili gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkilileri,

Bu kanunda yazılı yetkilere dayanılarak Kurul tarafından çıkarılacak yönetmelik ve tebliğlere, düzenlenen standart ve formlara, alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket edenler, 100 milyon liradan 500 milyon liraya kadar ağır para cezası ile cezalandırılırlar.

Görüldüğü gibi S.P.K., tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarlarının korunması yolunda bağlayıcı hükümler getirmiştir. Özellikle böylesine önem arzeden bir konunun ilk defa böyle bir mevzuatta yer alması sermaye piyasasında büyük bir eksikliği gidermiştir.

Ayrıca bu konu ile ilgili olarak 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında K.H.K.'de de bazı hükümler bulunmaktadır. Söz konusu K.H.K.'nin 18.maddesi şu şekilde düzenlenmiştir; Borsaca düzeni ve dürüstlüğü bozan ve borsa işlerine hile karıştıran, borsa işlerinin açık, düzenli ve dürüst yürütülmesi için alınan kararlara uymayanlar hakkında "Borsa yönetim kurulu uyarı, kınama, geçici veya sürekli borsa üyeliğinden çıkarma cezası verilebileceği gibi, suç duyurusunda bulunabilmesi için Maliye Bakanlığı'na başvurabilir. Bu suçları işleyenler hakkında 2 yıla kadar hapis cezası verilir. Ancak bu hüküm borsa üyelerini kapsar. Bunun dışındaki kişilerce yapılan fiillere bu hüküm uygulanamaz." denilmektedir¹⁴⁹.

¹⁴⁹ Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 06.10.1983 tarih ve 18183 sayılı R.G.

Gerek 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı S.P.K.'da, gerekse Menkul Kıymet Borsaları Hakkında Kanun Hükümünde Karamame ile bu şekilde ağır hükümler ve cezai müeyyideler getirilmiş olması, tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Bu yasaklar sıkı bir şekilde uygulanabildiği ve ekonomik kararla desteklenebildiği ölçüde yararlı olacaktır. Aksi halde, borsalar içeriden bilgi edinenlerin haksız kazanç elde ettiği piyasalar haline gelecektir ¹⁵⁰.

Sonuç olarak; S.P.K.'ndaki son düzenlemelerle aracı kurumların, tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması yönünde yapamayacakları hususlar düzenlenerek sonuçları cezai müeyyidelere bağlanmış ve bu konuda geçmişte var olan bir yasal boşluk doldurulmaya çalışılmıştır. Bu düzenlemelerin aracı kurumlar üzerinde etkili ve caydırıcı olması şüphesiz ki etkin bir denetim mekanizmasının işlerliğiyle mümkün olabilecektir.

7.2.1.6 Aracı Kurumların Denetimi

S.P.K., aracı kurumların sürekli denetim ve gözetimini öngörmektedir. Aracı kurumların denetimleriyle ilgili yetkili kurul ise genel olarak S.P.Kur.'dur (S.P.K., md.45). S.P.K.'nın aracı kurumların denetimleriyle ilgili 45.maddesine göre S.P.Kur. bu kurumların "kanundan doğan işlem ve hesaplarını" denetleyebilecektir. Bu maddenin ifadesine göre, aracı kurumların tüm işlem ve hesapları S.P.Kur.'nun denetimine tabi değildir. Aracı kurumun sadece sermaye piyasası mevzuatı kapsamına giren ve bu mevzuatı ilgilendiren hesapları kurulca denetlenecektir. Bunların dışında aracı kurumların A.O. olmasından kaynaklanan genel kurul toplantılarına veya kâr dağıtımlarına ilişkin uygulamaları S.P.Kur.'nun denetimi dışında kalacaktır.

¹⁵⁰ KARACAN, A.İhsan; Mali Piyasalarda Yasal Düzenlemeler, Finans Dünyası, Ekim 1993, s.53.

S.P.Kur.'nun denetçilerinden ayrı olarak, S.P.Kur.'nun talebi ve Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın onayı ile aracı kurumlar maliye müfettişleri, hesap uzmanları ve bankalar yeminli murakıpları tarafından da denetlenebilirler.

Aracı kurumlar, zorunlu olarak borsa üyesi olduklarından, borsa işleriyle ilgili hesap ve işlemleri, borsanın yetkili elemanlarınca da incelenebilmektedir (İMKBY md.87). Ancak bu inceleme, borsa hesap ve işlemleriyle sınırlı olup, aracı kurumun yapısını ve borsa dışı faaliyetlerini kapsamaz.

Aracı kurumların düzenlemiş oldukları mali tablo ve raporlar da S.P.Kur.'nun Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkındaki Yönetmeliği uyarınca bağımsız denetçiler tarafından denetlenmek zorundadır. Aracı kurumlar mali tablo ve raporlarını sürekli ve gerektiğinde özel olarak dış denetleme kuruluşlarına denetleteceklerdir. Bu denetleme sonucunda mali tablo ve raporların, mevzuata göre gerçeği yansıtıp yansıtmadığı tesbit edilecektir.

Denetim sonunda hazırlanan raporlar, iç denetçi raporlarıyla birlikte yayımlanmaktadır. Raporun olumlu veya olumsuz olması, aracı kurumun kamuoyunda bırakacağı etkinin de müsbet veya menfi yönde gelişmesine katkıda bulunacaktır.

Yapılan denetlemeler sonucu düzenlenen raporlarda olumsuzlukların ortaya çıkması durumunda S.P.Kur. aracı kuruma uyarı veya faaliyetin geçici olarak durdurulması cezası verilebileceği gibi, gerektiğinde Borsa Üyelik Belgesi'nin iptali yoluna da gidebilir.

Bağımsız bir denetleme, kamuya aktarılan bilgilerin yeterliliğini ve doğruluğunu sağlayarak, aracı kurumlarla ilgili birimlerin doğru karar vermelerine yardımcı olacağı gibi, G.K.G.M. ilkelerinin istenilen ölçüde uygulanması için gerekli katkılarda bulunur¹⁵¹.

¹⁵¹ KARASIOĞLU, Fehmi; "G.K.G.M. İlkelerinin Uygulanma Sürecinde S.P.K.'ya Tabi Ortaklıkların Bildirim Araçlarında Meydana Gelen Aksaklıklar ve Çözüm Önerileri", Vergi Dünyası, Kasım 1993, s.76.

7.2.1.7 Aracı Kurumların Borsa İşlemleri

İMKB Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği 19.maddesine göre; borsa emirleri, üye temsilcileri tarafından Borsa Yönetimi'nce belirlendiği şekilde bilgisayara kaydedilir.

Borsa emirleri aşağıdaki şekillerden biri halinde verilebilir;

1-Normal Emirler : İşlem birimi halinde verilmiş, tam olarak bir lot ve katlarından oluşan emirlerdir. Aşağıda belirtilen şekillerde verilebilir.

a) Limit Fiyatlı Emirler : Fiyat ve miktarın belirtildiği emirlerdir. Bir defa da sisteme girilebilecek emir miktarı Yönetim Kurulu tarafından belirlenen miktarda fazla olamaz. Emrin gerçekleşmeyen bölümü sistemde pasif olarak geçerlilik süresi kadar bekler.

b) Kalanı İptal Et (KİE) Emirleri : Bir defada girilebilecek emir miktarı sınırına bağlı kalmaksızın, fiyat ve miktar belirtilerek girilen ve emrin girildiği anda karşılanmayan bölümünün otomatik olarak iptal edildiği emir türüdür.

c) Özel Limit Fiyatlı (OLFE) Emirleri : Tanımlanan fiyata kadar olan karşı emirlerin tümünü gerçekleştirmek amacıyla girilen emirlerdir.

2-Küsürat Emirleri: İşlem biriminin içerdiği hisse senedi sayısından (nominal değer/1000) daha az miktarda verilmiş emirlerdir. Kusürat emirler hisse senedi sayısı olarak fiyatsız girilir ve o andaki son nominal emir işlemi fiyatından gerçekleştirilir. Kusürat emirler, karşı kusürat emirlerle kısmen eşleşebilir.

3-Özel Emirler: Yönetim Kurulu tarafından menkul kıymet bazında belirlenen hisse sayısını aşan ve eksper onayı ile gerçekleştirilen emirlerdir.

Özel emirler bölünemez ve bir bütün olarak alınıp satılır.

Özel emirler hisse sayısı (nominal değer/1000) olarak girilir.

Bir özel emrin zaman önceliği kazanabilmesi için diğerleri ile fiyatının aynı olması gerekir. Her özel emir, bölünemez oluşu nedeniyle ayrı bir bütündür. Miktarı farklı olmak kaydıyla en iyi fiyatlı özel emrin diğerlerine kıyasla önceliği yoktur. Bir üye farklı miktardaki bir emrin en uygun fiyatlı emre tercih edebilir. İşlem görmeyen özel emirler istendiği an iptal edilebilir.

Girilen özel emrin, karşısında girilmiş eşit ya da daha iyi fiyatlı ve girilen özel emri bütünüyle karşılayacak miktarda özel veya limit fiyatlı emirler varsa önce bu emirler karşılanmak suretiyle işlemler gerçekleştirilir.

4-Toptan Alış-Satış Emirleri : Yönetim Kurulu tarafından belirlenen miktarın üzerinde bir bütün olarak işlem gören Toptan Satışlar Pazarı'nda verilen emirlerdir.

5-Açığa Satış Emirleri: Bu emirler, sahip olunmayan hisse senedinin ödünç alınmak suretiyle satılmasını ifade eder. Açığa satış emri, ilgili hissenin fiyatının trendine bağlı olarak en son gerçekleşen işlem fiyatı düzeyinden veya bu düzeyin bir adım üzerindeki fiyatlarda yapılabilir. Henüz fiyat oluşmamış ise emrin fiyatı, kapanış fiyatının en az bir adım üzerinde olmak zorundadır. Bazı fiyatı değiştirilmiş veya serbest marjlı hisselerde henüz işlem gerçekleşmeden açığa satış emri verilemez.

Aksi belirtilmedikçe girilen her emir ilgili seans süresince geçerlidir. Ancak emirler geçerli oldukları süre veya son tarih belirtilerek tarihli emir şeklinde verilebilir.

İMKBY emri alan aracı kuruma, borsada işlem yapmadan önce bazı taleplerde bulunma yetkisi vermiştir (İMKBY, md.23). Söz konusu olan alım emri ise, kapora, teminat veya satın alınması istenen menkul kıymet tutarının tümünü; satım emri ise, satılmak istenen menkul kıymetlerin veya bunları temsil eden belgelerin teslimini, aracı kurum müşterisinden isteyebilir.

Borsa seansının bitiminde, işlem gören menkul kıymetler, türleri ve işleme taraf olanlara göre bordrolara dökülüp, ilgili eksperler tarafından imzalandıktan sonra, ilgili üyelere bildirilir (İMKBY, md.47).

Kesinleşen işlemlerden sonra, alım ve satıma taraf olan aracı kurumlar karşılıklı olarak yükümlülüklerini kesinleşme gününü takip eden ve Borsa yönetim kurulunca belirlenen süre içerisinde yerine getireceklerdir. İşlemlerin tasfiyesi takas merkezi aracılığıyla yapıldığından, menkul kıymet teslimi veya nakit ödemesi bu merkeze yapılır. Tarafların edimlerini ifa süresinin belirlenmesi İMKBY md. 49 ile borsa yönetim kuruluna bırakılmıştır. Nakit ödeme borcunda temerrüde düşen üye, mütemerrüt olduğu tarihten itibaren borcunu T.C. Merkez Bankası'nın ilan ettiği genel reeskont faiz oranının iki katı faizi ile birlikte ödemek zorundadır. Borç faizi ile birlikte bir hafta içinde ödenmezse mütemerrüt üyenin borsaya yatırdığı teminattan borsa yönetimince re'sen kesilerek, alacaklı üyeye ödenir. Menkul kıymet tesliminde temerrüde düşülmesi halinde ise uygulanacak hükümler basamaklı olarak tesbit edilmiştir. Buna göre, menkul kıymetin, temerrüt tarihinden itibaren, işlem günündeki değeri üzerinden T.C. Merkez Bankası'nın ilan ettiği genel reeskont faiz oranının iki katı oranında faizi ile birlikte bir hafta içinde takas merkezine teslimi gerekmektedir. Böylece para borcu olmadığı halde, zararın götürü tazmini amacıyla teslim borcunda kanuni faiz öngörülmüştür¹⁵². İşlem konusu menkul kıymetler, temerrütten itibaren bir hafta içinde teslim edilmezse, sürenin bitimini izleyen ilk iş günü eksper marifetiyle üyeye alınılacak veya satılacaktır (İMKBY, md.49). Menkul kıymetin eksper marifetiyle alınamaması veya satılamaması durumunda ödenmesi gereken para üyelik teminatından kesilecektir. Ayrıca mütemerrüt üyeye prosedürü özel olarak İMKBY, md.49'da düzenlenen şekilde disiplin hükümleri de uygulanacaktır.

Aracı kurumun borsada gerçekleştirdiği işlem nedeniyle müşteri, İMKBY, md. 58'e göre S.P.Kur.'un belirlediği tarife üzerinden kurtaj ödemekle yükümlüdür. Aracı kurum tarafından gerçekleştirilmeyen emirler için müşterinin

¹⁵² MANAVGAT, Çağlar, a.g.e., s.107.

kurtaj ödemesi söz konusu değildir. Ancak borsa yönetim kurulu kararı ile aracı kuruma, yapmış olduğu gider karşılığı ödenebilir.

İMKB 'de peşin ödeme geçerlidir. Aracı kurum alıcı veya satıcı üye olmasına göre menkul kıymet bedelini peşin ödeyecek veya peşin tahsil edecektir.

7.2.1.8 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütleri

S.P.Kur.'un 1 Mart 1995 tarih ve 22217 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri V, No:19 sayılı "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği" nin 18.maddesinde aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin şube, acenta ve irtibat bürolarından oluştuğu belirtilmiştir.

Alım satım aracılığı yetki belgesi almış aracı kurumlar, S.P.Kur.'na bildirimde bulunmak kaydıyla gerekli şartları yerine getirdikten sonra şube, acenta ve irtibat bürosu açabilirler.

Şube, acenta ya da irtibat bürosu açmak isteyen aracı kurum, alacağı yönetim kurulu kararıyla Kurula başvurur. Başvuru tarihinden itibaren 15 gün içerisinde Kurul tarafından olumsuz bir görüş bildirilmediği veya sınırlama getirilmediği takdirde şube, acenta ya da irtibat bürosu faaliyete geçebilir.

7.2.1.8.1 Şube

Aracı kurumların şube açabilmeleri için;

- Hizmetin gerektirdiği yeterli mekan ve teknik donanımın sağlanmış olması,
- Sağlıklı bir yönetim, Kurul'un düzenlemelerine uygun muhasebe ve belge düzeninin, şubede bulunacak nakit ve kıymetli evrak ile diğer varlıkların asgari yangın ve hırsızlık rizikolarına karşı sigorta ettirilmiş ve bu konuda diğer güvenlik önlemlerinin alınmış bulunması,
- Yüz kızartıcı bir suç işlememiş, mali piyasalarla ilgili bilgi ve deneyimi bulunan yükseköğretim mezunu bir şube müdürü ile şubenin ihtiyacına

uygun yeterli ihtisas personeli ve diğ er personelin sağlanmış olması gerekir.

Bu şartların yerine getirilmesinden kaynaklanan her türlü hukuki ve cezai sorumluluk aracı kuruma aittir.

şubeler, Ticaret Sicili'ne tescil ve ilan ettirildikten sonra merkezlerinin ticaret ünvanlarını kullanarak faaliyete geçebilirler. Aracı kurumlar şubelerinin faaliyete geçtiğini on gün içinde Kurul'a bildirmek ve tescil ile ilana tabi tüm belgeleri Kurul'a göndermek zorundadırlar.

şube faaliyetlerinin Kurul veya aracı kurum tarafından geçici olarak durdulması halinde bu karar ülke çapında yayın yapan en az iki gazetede ilan edilir. şube faaliyetlerinin sürekli olarak durdurulması halinde ise gazete ilanının yanısıra şubenin tescili Ticaret Sicili'nden terkin edilir ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan olunur.

7.2.1.8.2 Acenta

Acentalar, aracı kurum ile imzaladıkları yazılı acentalık sözleşmesi çerçevesinde faaliyet gösterdikleri mahalde sadece sermaye piyasası araçlarına ilişkin alım ve satım emirlerinin aracı kurumlara iletilmesine ve gerçekleş en emirlerin tasfiyesine aracılık eden gerçek kişi veya ticaret şirketleridir (S.P.Kur. Tebliğ'i Seri V, No:19, md.20).

Aracı kurumla sözleşme yapacak acentanın aşağıdaki şartları taşıması gerekir.

— Acenta gerçek kişi ise kendisinin, tüzel kişi ise ortaklarının yüz kı zartıcı bir suçtan dolayı hüküm giymemiş olması,

— Verecekleri hizmete elverişli, bağımsız bir işyeri tahsis edilmesi, gerekli donanımın sağlanması, aracı kurumla irtibatlı, sağlıklı bir iletişimin kurulması, acentada bulunacak nakit ve menkul kıymet ile diğ er varlıkların asgari yangın

ve hırsızlık rizikolarına karşı sigorta ettirilmesi ve diğer güvenlik önlemlerinin alınmış olması gerekir.

Söz konusu şartların yerine getirilmemesinden kaynaklanan her türlü hukuki ve cezai sorumluluk aracı kuruma aittir.

Gerekli şartları yerine getiren acenta aracı kurumun ticaret ünvanını kullanarak faaliyete geçer. Acenta, sadece aracı kurumla müşterisi arasında sermaye piyasası araçlarının alım satımı konusunda yetkilidir. Bunun dışındaki faaliyet alanlarında hizmet veremez. Acentanın bu durumu müşterilerinin kolayca görebileceği bir yere asması zorunludur.

Söz konusu Tebliğ'in 24.maddesinde acentanın yapamayacağı işler de şöyle sıralanmıştır;

- Acenta, acentalık sözleşmesi imzaladığı aracı kurum ile sözleşmesi sona ermedikçe, farklı yerlerde de oisa farklı bir aracı kurumla acentalık sözleşmesi yapamaz.
- Acenta hiç bir şekilde saklama hizmeti veremez. Müşteri saklama hizmeti talep ettiği takdirde, bu talep müvekkil aracı kurum aracılığıyla yetkili Takas ve Saklama Kuruluşu'nda yerine getirilebilir. Müşteriye teslim edilmek üzere acentaya gönderilen sermaye piyasası araçlarının müşteri tarafından teslim alınmaması durumunda acenta, sermaye piyasası araçlarını aracı kuruma geri göndermekle yükümlüdür.
- Acenta, menkul kıymetlerin geri alma ve satma taahhüdüyle alım ve satımı konusunda acentalık faaliyetinde bulunamaz.
- Acenta, aracı kurumların faaliyet konuları kapsamına giren diğer konularda işlem yapamaz ve hizmet veremez.

7.2.1.8.3 İrtibat Bürosu

İrtibat büroları, aracı kurumu ve aracı kurumun yetkili olduğu sermaye piyasası faaliyetlerinin tanıtımını yapmak amacıyla aracı kurumu temsil etmekle

görevli ve Kurul'a bildirimde bulunmak kaydıyla kurulan hizmet birimleridir (S.P.Kur. Tebliği Seri V, No:19, md.28).

İrtibat büroları sadece müşteri emirlerini aracı kuruma iletebilirler. Söz konusu bu büroların aracı kurumlar tarafından açılabilmesi için;

- Hizmetin gerektirdiği mekan ve teknik donanımın sağlanmış olması,
- Yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hüküm giymemiş, en az lise mezunu bir büro sorumlusu ile büronun ihtiyacına uygun yeterli sayıda personelin sağlanmış olması gerekir.

Aracı kurum açacağı irtibat bürosunda kendi ticaret ünvanını kullanır. Bu irtibat bürolarının yapacağı her türlü iş ve işlemlerden kaynaklanan hukuki ve cezai sorumluluk aracı kuruma aittir.

İrtibat bürolarının Ticaret Sicili'ne tescil ve terkinin ile ilgili hükümler aracı kurum şubelerinde olduğu gibidir.

7.2.1.9 Aracı Kurumlarla İlgili Genel Değerlendirme

Aracı kurumların faaliyet kapsamına bakıldığında aracılık yüklenimi, kendi adına portföy işletmeciliği, bireysel portföy işletmeciliği, danışmanlık faaliyetleri gibi bir takım etkinliklerin bir arada yerine getirilmesi çıkar çatışması probleminin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bunun önlenmesi için her fonksiyonun nasıl yerine getirileceği, her faaliyette müşteri ile aracının nasıl bir ilişki içinde olduğu ve bu ilişkilerden doğan sorumluluklar yeniden düzenlenen 3794 sayılı kanun çerçevesinde ve arkasından yayınlanan tebliğler ile bu çıkar çatışmasını kısmen önlemek mümkün olmuştur. Meydana gelen şikayetlerde anında müdahale etmek gerekmektedir. Aracı kurumlarla ilgili şikayetlerin süratle S.P.Kur. veya Borsa Disiplin Kurulu tarafından ele alınarak değerlendirilmesi tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarlarının korunması yönünden önem arzettiği gibi, aynı zamanda tasarruf sahiplerinin borsaya olan güvenlerinin de sağlanmasında etkili olacaktır.

Türk Sermaye Piyasasının gelişiminde bankalar etkin rol oynamıştır. Ancak bu piyasaların tam anlamıyla etkinlik kazanabilmesi için banka dışında diğer kurumların da sayılarının artırılması gerekmektedir. Bu tür aracı kurumların sayılarının artması ile piyasada fon arz ve talebinin de etkin olarak yerine getirilmesine yardımcı olacaktır. Ayrıca, aracı kurum sayısındaki artışlar rekabet ortamında bir taraftan küçük tasarruf sahibine sunulan hizmetin nitelik ve nicelik bakımından gelişmesine, diğer taraftan ise aracı kurumların aldığı kurtaj oranlarının düşmesine neden olacaktır. Aksi halde aracı kurum sayısının azlığı, kurumların küçük tasarruf sahipleriyle ilgilenmek yerine tek kalemde oldukça fazla miktarda getiri sağlayan büyük müşterilerle ilgilenmeye yönlendirecektir¹⁵³.

Genel olarak özellikle borsa endeksinin hızlı artış gösterdiği dönemde aracı kurumların müşteri emirlerini kabul ederken, limitlerin artmasıyla küçük tasarruf sahiplerine hizmet sunmak yerine, büyük çapta işlem yapmak isteyen müşterileriyle ilgilenmesi birçok şikayetlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Şikayetler ise yapılan bir anket çalışmasına göre, müşteri emirlerinin gerçekleşmesinde aracı kurumun gerekli özeni göstermediği, sağlıklı öneride bulunmadığı, alım ve satım emirlerini zamanında yerine getirmediği noktalarda yoğunlaşmaktadır¹⁵⁴.

Oysa küçük tasarruf sahiplerinin borsaya çekilmesi ve borsanın derinlik kazanmasında aracı kurum sayısının yeterli seviyede olmasının önemi büyüktür. Ancak bu sağlandığı takdirde sermaye piyasasının gelişmesi ve tasarruf sahiplerinin borsa dışı işlemlere yönelmeden sağlıklı bir ortamda tasarruflarını değerlendirmelerine imkan sağlanmış olur.

3794 sayılı Kanun'la yeniden düzenlenen 2499 sayılı S.P.K.'na ve çıkan tebliğlere bakıldığında yatırımcıların yine tam anlamıyla korunduğu söylenemez. Zira savcılığa intikal eden suç duyurularından aracı kurumlara

¹⁵³ PARA Dergisi, Ekim 1990, Yıl:1, Sayı:40, s.43.

¹⁵⁴ ÇAPANOĞLU, M.Birol; a.g.e., s.209.

ilişkin iddialarda genellikle T.C.K. 580/510'da düzenlenen emniyeti suistimalde odaklanıyor. Bunun açık anlamı, aracı kurumun emanette tuttuğu hisse senetlerini, bankalardan kredi alımında teminat göstermek ve izinsiz faydalanmaktır¹⁵⁵.

Bugün için borsaya olan güveni sağlayan, işlemlerin süratli ve güvenli bir şekilde sonuçlanmasını kolaylaştıran takas ve saklama hizmeti yalnızca aracı kurum bazında uygulanmakta olup, müşteri bazında uygulanmadığı için aracı kurum, portföyünde bulunan menkul kıymetlerin imkalarından haksız yere yararlanabilmektedir.

Sermaye piyasalarında işlem yapan tasarruf sahibi ve yatırımcılar için en önemli husulardan birisi güvencedir. Sermaye piyasasında bu güven duygusunu sarsıcı veya ortadan kaldırıcı davranışlara müsaade edilmemelidir. Sermaye piyasalarında emniyet ve güven ön planda tutulmalı ve aracı kurumlarla birlikte tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatleri de gözetim ve denetim altına alınmalıdır. S.P.Kur. ve Borsa Disiplin Kurulu daha önce belirttiğimiz suçlarla ilgili cezai müeyyideleri kararlı olarak uygulamak ve daha da önemlisi bu tür suçların işlenmesini engelleyici önlemleri daha önce almak durumundadır.

7.2.2 Bankalar

Bir ülkede sermaye piyasaları alanında aracılık faaliyetlerinin hangi birimler tarafından yerine getirileceği, öncelikle ülkenin tarihsel şartlarına bağlı olmaktadır. Sermaye piyasaları, mali piyasaların bir alt birimini oluşturduğundan, mali piyasaların diğer alanlarında etkin olarak faaliyet gösteren birimler bu piyasalarda da doğal olarak yer alabilmektedirler. Olay ülke ekonomisine gerekli finansman kaynaklarının sağlanması gibi geniş bir

¹⁵⁵ Ekonomik TREND, "Yatırımcı Allah'a Emanet", 20 Şubat 1994, Yıl:2, Sayı:8, s.42.

çerçeve ele alındığında yukarıda anılan sürecin neden doğal olarak nitelendirildiği daha kolay anlaşılacaktır. Ekonominin geleneksel finansman kaynağı olarak görülebilecek bankalar (ya da bankacılık sistemi) tasarruf sahibinin elindeki fonları mevduat aracılığıyla toplamakta ve bu fonları fon ihtiyacı duyan kesimlere aktarmaktadır. Böylece tek tek elinde fon fazlası olan bireylerin fon ihtiyacı olan kişileri araması ve gerekli risk getiri analizlerini yaptıktan sonra, ellerindeki fonları fon ihtiyacı olanlara ihtiyaca uygun bir vade ile sunmaları süreci kısalmaktadır. Sermaye piyasaları aracılığıyla yapılan da fon ihtiyacı olanlara bu fonların aktarılmasıdır. Tek farkla ki banka sistemi ile fon aktarımında tasarruf sahibi fonun kime, hangi şartlarla aktarıldığı ile ilgilenmemektedir. Karşısında yalnızca banka bulunmakta ve işlemini bu banka ile gerçekleştirerek yalnızca ne kadar getiri elde edeceğine ve ne süreyle fonlarını tahsis edeceğine karar vermektedir. Fonları ihtiyacı olanlara ihtiyaçlarına uygun vade yapısı ile, gerekli analizleri yaparak aktarmak bankanın görevi olmaktadır. Oysa sermaye piyasalarında her bir menkul kıymet bir kontrat olarak görülebilir. Burada fon sunan ile fon talep eden menkul kıymetle somutlaşan bir kontratı onaylamakta ve bu yolla anlaşmaktadırlar.

Tanım gereği, bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin tümü aynı şartları içereceğine göre, fon talep eden ihtiyacına uygun bir kontratı ortaya koymakta ve sunulan şartları kabul edebilecek, elinde fon fazlası olan bireyleri beklemektedir. Görülebileceği gibi burada fon sunanlar, ellerindeki fonları kime ve hangi şartlarda aktardıklarını bilmektedirler. Bu önemli bir farklılık olmamakla birlikte, genel olarak bakıldığında, bankalar ekonominin finansman ihtiyacını karşıladığına göre bunu nasıl yaptıkları önemli olmayabilir. Önemli olan bir işlevin, finansman ihtiyacının karşılanması yerine getirilmesidir.

Sermaye piyasalarının geliştirilmesi amaçlandığında yukarıda belirtilen nedenden dolayı bankalar bu faaliyetle de aracı rolünü üstlenmek üzere doğal aday durumundadırlar. Bankacılığın geleneksel bir finansman mekanizması olması nedeniyle zaten ülke çapında örgütlenmiş bir yapıya sahip olması, bu adaylığı belirleyen tarihsel bir avantajdır.

Şirketler ile yakın ilişkiler içinde bulunan bankalar gerek ekonominin finansman ihtiyaçları konusunda sahip oldukları bilgi birikimi, gerekse de sermaye piyasası araçlarını da içeren toplu finansman paketlerini bu kesime sunabilmenin sağladığı bir maliyet avantajına sahiptirler. Öncelikle kimlerle iş yaptıklarını kolayca belirleyebilecek durumdadırlar. Bağlantı kurdukları şirketlerin mali durumlarıyla ilgili ayrıntılı bir bilgi bankasına, yıllarca sürdürdükleri ilişkiler nedeniyle sahiptirler. İkinci olarak ise, sermaye piyasası faaliyetleri dışında şirketlere pek çok imkan sunabilecek durumdadırlar. Yapabileceklerinin arasına menkul kıymet ihracını da aldıkları ve bunu da içeren paketleri şirketlere sundukları takdirde, yalnızca sermaye piyasalarında faaliyet gösteren aracı kuruluşlara göre başarılı olma şansları fazladır. Olaya fon sunanlar açısından bakıldığında da bankaların avantajlı durumunu görmek mümkündür. Fon fazlası olan geniş bir kesim bankalarla doğrudan ilişki içindedir ve bankalara güvenmekte, tasarruflarını emanet etmektedirler.

Bütün bu nedenlerden dolayı, her ülkede sermaye piyasalarında aracılık faaliyetlerinin yürütülmesinde bankalar bu işlemler için doğal aday durumundadır. Bankaların doğal adaylıklarının gerçekleşip gerçekleşmeyeceğini belirleyen ise düzenleyici otoritelerin tavrı olmaktadır.

7.2.2.1 Bankalar ve Sermaye Piyasaları

Ülkemizde düzenleyici otorite başlangıçta bankaların sermaye piyasalarında aracılık faaliyetlerinde bulunmasına imkan sağlamıştır. Bankalara bu imkan sağlanırken düzenleyici otorite, diğer finansal kurumların yeterince gelişmemiş olması ve mevcut bankacılık sektörü imkanlarından ve tecrübelerinden yararlanarak düzenli bir piyasanın işler bir yapıya kavuşturulmasını amaçlamıştır.

Özellikle diğer finansal kurumların yeterince gelişmemiş olması, ülkemizdeki bankaların sermaye piyasalarının gelişmesi açısından çok önemli kurumlar olduğu ortaya çıkmaktadır. Yaygın bir şekilde örgütlenmiş ve halkın

güvenini kazanmış kurumlar olmaları bankaların sermaye piyasaları açısından önemini daha da artırmaktadır.

Türk bankacılık sistemi yatırım bankaları, sektör bankaları ve ticaret bankaları olmak üzere üçlü ayırma tabii tutulmuş olmakla beraber bankaların faaliyetleri itibariyle kesin çizgilerle ayrılmadıklarını görüyoruz¹⁵⁶.

1995 yılı sonu itibariyle ülkemizde faaliyette bulunan bankalar işlevlerine göre Tablo 2.1'de görüleceği gibi biri emisyon bankası (Merkez Bankası), 55'i ticaret veya mevduat bankası, 13'ü de kalkınma ve yatırım bankası türündedir. Mülkiyet açısından T.C.M.B. dahil 9'u kamusal sermayeli banka 39'u özel sermayeli ulusal banka, 21'i de yabancı sermayeli bankadır.

TABLO 2.1. Türkiye'de Faaliyette Bulunan Bankalar

MEVCUT BANKALAR	Mevcut Bankaların Sayısı		
	1993	1994	1995
1- Emisyon Bankası (Merkez Bankası)	1	1	1
2- Ticaret (Mevduat) Bankaları	58	55	55
2.1. Ulusal Bankalar	38	35	37
2.1.1. Kamusal Sermayeli Bankalar	6	6	5
2.1.2. Özel Sermayeli Bankalar	32	29	32
2.2. Yabancı sermayeli Bankalar	20	20	18
3- Kalkınma ve Yatırım Bankaları	12	12	13
3.1. Ulusal Bankalar	9	9	10
3.1.1. Kamusal Sermayeli Bankalar	3	3	3
3.1.2. Özel Sermayeli Bankalar	6	6	7
3.2. Yabancı Sermayeli Bankalar	3	3	3
TOPLAM	71	68	69

KAYNAK: Bankalarımız 1995, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No:196, Mayıs 1996, s.36.

¹⁵⁶ BAŞOL, Koray; a.g.e., s.310-311.

Türkiye’de bankalar bu yoğun rekabet ortamı içerisinde çok önemli gelişmeler sağlamış olmasına rağmen mevduat toplama konusunda yeterince başarı sağlayamamaktadırlar. Bunun da en önemli nedeni banka mevduatının enflasyon karşısında cazibesini kaybetmiş olmasıdır. Bunun sonucu olarak bankalar mevduat aracılığı ile toplayamadıkları fonları başka alanlarda bulmaya çalışmaktadırlar. Bunun en belirgin örneği ise bankaların borsa faaliyetlerine girmiş olmalarıdır¹⁵⁷.

7.2.2.2 Bankaların Aracılık Faaliyetleri

Aracılık faaliyetleri ve aracılık yapmaya yetkili olanlar, S.P.K. md. 31’de düzenlenmiştir. Dört fıkradan oluşan maddenin (a) fıkrasının 1.bendi, “menkul kıymetlerin, kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın başkası nam ve hesabına veya başkası hesabına kendi namına yahut kendi nam ve hesabına aracılık amacıyla ... “ alım satımının aracı kurumlarca yapılacağını öngörmekte, 2.bendi ise bankaların haklarını saklı tutmaktadır. Aynı maddenin (c) fıkrasında ise, menkul kıymetlerin, bankalarla birlikte aracı kurumlarca, menkul kıymetler dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın yalnızca bankalarca halka arzedilebileceği hükme bağlanmaktadır.

S.P.K.’nun 31.maddesi bu haliyle iki farklı şekilde yorumlanabilir; birinci yoruma göre md. 31.a’nın 1.bendi aracı kurumların, md. 31.c ise bankaların yapabilecekleri aracılık faaliyetlerini düzenlemektedir. Buna göre bankaların aracılık faaliyetlerini; her türlü evrakın halka arzı ile sınırlı kabul ederek yalnızca birinci el piyasalarda faaliyet gösterebileceklerini kabul etmek yerinde olmayacaktır. Çünkü md. 31.a’nın 2.bendi 1.bendde sayılan işleri yapabilmeleri için bankaların haklarını saklı tutmuştur. Bankaların aracılık faaliyetleri başka bir yerde düzenlenmediğine göre 1.bendde yer alan tüm işlemleri yapabilirler.

¹⁵⁷ EKONOMİK TREND, “Bankalara Has Süprizler Geliyor”, 16 Ocak 1994, Yıl:2, Sayı:3, s.11.

Buna karşılık md. 31.c aracı kurumların faaliyet alanlarını sınırlayıp, yalnızca menkul kıymetleri halka arz edebilmelerini öngören bir hüküm olup, bankaların halka arz alanında aracılık yapabilmelerini önlememektedir. Bu yüzden bankalar, birinci el piyasada halka arzın yanı sıra, ikinci el piyasada da aracılık faaliyetinde bulunabilirler¹⁵⁸.

Bu konuda yürütülen tartışmalar; S.P.Kur.'nun Seri V, No:1 Tebliği, md.7 ile sona erdirilmiştir. Söz konusu tebliğe göre, bankalar evrak ve işlem kısıtlaması olmaksızın her türlü aracılık faaliyetlerinde bulunabilecekleri sonucu çıkmaktadır.

Yapılan düzenlemeler toplu olarak incelendiğinde, bankaların hem birinci el piyasada menkul kıymetlerin halka arz ve satışlarında hem de ikinci el piyasada alım satımında bulunarak aracılık hizmeti görebildikleri anlaşılmaktadır. Bu faaliyetlerini yürütürlerken, bankaların S.P.K. ve ilgili yönetmeliklerin Borsa Üyelik Belgesi alan aracı kurumlarla ilgili olarak öngördüğü şartları taşımaları söz konusu değildir. Ancak bankalar esas itibariyle Bankalar Kanunu'na tabi olmakla birlikte, gördükleri aracılık faaliyetleriyle sınırlı olarak S.P.K. ve S.P.Kur. düzenlemelerine tabidirler.

Aracılık hizmetlerinde bankaların faaliyet alanı, aracı kurumlardan daha geniştir. Aracı kurumlar, menkul kıymet sayılmayan diğer kıymetli evrakın halka arzında aracılık hizmeti yapamazlarken, bankalar bu hizmeti görebilmektedirler. Ancak bu durumda bankalar halka arz ettikleri kıymetli evraklardaki değerlere kefil olmuş sayılmaktadır. Doğal olarak bankalar bu garantörlük ve kefillik rizikosunu, alacakları komisyonlarla dengelemeye çalışacaklardır. Buna rağmen bankaların otomatik olarak garanti taahhüdü altına girmeleri, söz konusu kıymetli evrakla ilgili aracılık hizmetlerinden kaçmaları sonucunu doğurabilir¹⁵⁹.

¹⁵⁸ MANAVGAT, Çağlar; a.g.e., s.26.

¹⁵⁹ REİSOĞLU, Seza; **Sermaye Piyasası Açısından Bankalar, Aracılık Faaliyetleri, Yatırım Fonları**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No:124, Ankara 1982, s.14.

Bankaların aracılık faaliyetleri dolayısıyla yüklenebilecekleri mali sorumluluğun azami sınırı, ödenmiş sermayeleriyle yedek akçeleri toplamından varsa, zararların indirilmesinden sonra bulunan miktarın beşte birinin S.P.Kur. tarafından belirlenen katsayı ile çarpılması sonucu elde edilecek tutardır. S.P.Kur. yeni bir düzenlemeye kadar bu katsayı 10 olarak belirlenmiştir.

Birinci el piyasalarda her türlü kıymetli evrakın alım ve satımı ile uğraşabilen bankalarla kalkınma ve yatırım bankaları, menkul kıymet borsalarında üye olabilmektedirler. Ancak borsaya üye olabilmek için;

- Bünyelerinde menkul kıymetler konusunda aracılık işlemi yapacak bir birim oluşturmaları,
- Bu birimlerin yeterli mekan, donanım ve personele sahip olması şartları aranmaktadır¹⁶⁰.

Piyasadaki bu normal aracılık hizmetleri yanında, Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarını sadece bankalar kurabilmektedir. M.K.Y.F. ile ilgili detaylı bilgi ilerleyen bölümlerde verilecektir.

7.2.2.2.1 Bankaların Aracılık Faaliyetleri ile İlgili Son Düzenleme

S.P.Kur. 15 Ağustos 1996 günü yapmış olduğu bir toplantıda aldığı bir ilke kararı ile, halen sermaye piyasası faaliyetinde bulunan bankaların bu faaliyetlerinin 2 Ocak 1997 tarihinden itibaren mevcut aracı kurumlardan birini mevzuat çerçevesinde satın almak veya mevcut yetki belgelerini bir aracı kurum kurarak bu aracı kuruma devretmek suretiyle yürütmelerine kara vermiştir.

Söz konusu yeni düzenleme ile S.P.Kur., Türk Sermaye Piyasası'nda güven ve istikrarın sağlanması ile, daha etkin ve rekabetçi bir piyasa ortamının

¹⁶⁰ İ.M.K.B. Üyelerinin Tesbitine İlişkin Tebliğ, Seri IX, No:1, 20.11.1984 tarih ve 18581 sayılı R.G.

oluşmasını amaçlamıştır. Mevcut mevzuat gereği aracı kurumların yaptığı tüm işlemleri yapabilen bankalar, nitelikli personel sayısı, geniş maddi imkan, ülke geneline yaygınlaşmış örgüt yapısı ve finansal piyasalarla ilgili geçmişten gelen bir tercihe birikimiyle, aracı kurumların aleyhine olabilecek bir haksız rekabet ortamının oluşmasına sebep olmuşlardır.

Sermaye piyasalarının ilk örgütlendiği dönemlerde bu piyasaların gelişmesi yönünde oldukça büyük katkılar sağlayan bankacılık sektörünün, bu işlevini tamamladığı düşüncesinden hareketle artık gerçek fonksiyonunu icra etmesi ve sermaye piyasası ile ilgili faaliyetleri aracı kurumlara bırakması gerektiği düşünülerek bu karar alınmıştır. Bu kararın uygulanması durumunda aracı kurumlarla bankalar arasındaki haksız rekabet ortamı ortadan kalkabileceği gibi aynı zamanda bu piyasaların vazgeçilmez unsurlarından olan aracı kurumların da kurumsallaşmasına katkıda bulunulmuş olacaktır.

Ancak bu karar, geniş tartışma ve eleştirilere konu olmuştur. Özellikle bankacılık sektörü kararı, Türk Sermaye Piyasası'nın geliştiği bu dönemde olumsuz etkileri olacağı gerekçesiyle eleştirmiş ve başta Türkiye Bankalar Birliği olmak üzere T.C. Ziraat Bankası, Türkiye Emlak Bankası A.Ş., Birleşik Yatırım Bankası A.Ş. ve Adabank tarafından verilen ortak bir dava dilekçesi ile Danıştay'da 15.08.1996 tarihli S.P.Kur. kararının uygulama esaslarını iptali ve öncelikle yürütmenin durdurulması talep edilmiştir.

Danıştay onuncu dairesi davalı S.P.Kur. Başkanlığı'nın savunmasını da aldıktan sonra yürütmenin durdurulması istemini incelemiş ve 19.12.1996 tarihinde oy birliği ile almış olduğu 1996/9498 sayılı kararı ile dava konu işlemlerin yürütülmesinin durdurulmasına karar vermiştir. Yüksek mahkemenin sözü edilen karar metninin hüküm bölümünde aynen şöyle denilmektedir;

" Belirtilen bu duruma göre bankaların sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunabilmeleri için yasada öngörülen esas ve koşullar dışında yeni zorunluluklar getiren ve zorunluluğa uymayan bankaların sözkonusu faaliyetlerde bulunmalarını engelleyen dava konusu işlemi 2499 sayılı S.P.K.'na aykırı olduğu ve yürütülmesi halinde telafisi güç zararlara yol açacağı sonucuna varılmıştır. Açıklanan nedenlerle 2577 sayılı Yasa'nın 27.maddesi

uyarınca dava konusu işlemlerin yürütülmesinin durdurulmasına 19.12.1996 tarihinde oybirliği ile karar verildi. "

Bu önemli karar bankalara ancak yıl sonunda ulaşabilmiş, bir ölçüde pratik fayda sağlamamıştır. Ağustos 1996 tarihinden başlayarak yıl sonuna kadar geçen süre içinde bütün bankalar sözü edilen karar gereğince ya aracı kurum kurma izni almış ya da mevcut aracı kurumların birini satın alarak 1997 yılı başından itibaren çalışacak hale getirmişlerdir. Bu durumda Danıştay onuncu dairesinin vermiş olduğu yürütmenin durdurulması kararı sonucu fazla değiştirmeyecektir. Bir anlamda fiili durum hukuki durumu aşmıştır.

7.2.2.3 Bankaların Sermaye Piyasalarına Sunabilecekleri Hizmetler

Yukarıda belirlenen ilkeler ışığında bankaların sermaye piyasalarına yönelik hizmetlerini şöyle sıralayabiliriz¹⁶¹.

- Aracılık yüklenimi ile satış da dahil menkul kıymetlerin halka arzında aracılık yapmak.
- Borsa üyesi olarak hem kendi hem de müşterileri ad ve hesabına menkul kıymetlerin alım-satımı işlemini yapmak.
- Menkul kıymet yatırım fonu kurup portföy işletmeciliği yapmak.
- Müşteri adına menkul kıymet portföyü kurup yönetmek.
- Kendi adına menkul kıymet portföyü oluşturup yönetmek.
- Menkul kıymetlerin anapara, kâr payı v.s. gelirlerinin ödenmesine ilişkin hizmetler sunmak.
- Finans piyasaları ve araçlarıyla ilgili yatırımlar konusunda danışmanlık yapmak.
- Menkul kıymetler ve diğer kıymetli evraka ilişkin saklama, anapara, faiz, kâr payı v.s. gelirlerinin tahsili ile opsiyon haklarını ve hisse senetlerinden doğan oy haklarını senet sahipleri adına kullanmak.
- Çeşitli ortaklıklara iştirak faaliyetinde bulunmak.

¹⁶¹ GÜNAL, Vural; a.g.e., s.47.

— Menkul kıymetlerin geri alım veya satımı taahhüdü ile alım-satımını yapmak.

Yalnızca aracılık faaliyetinde bulunacak bankalar yukarıda sayılan birinci ve ikinci el piyasalardan en az biri için S.P.Kur.'na başvurmak zorundadırlar. Diğer faaliyetler için de gerekli şartları yerine getirmiş olmak kaydıyla tercih ettikleri faaliyet konularını beyan ederek; kurul'un uygun görüşü sonrası her faaliyet için yetki belgesi alırlar ve aracılık faaliyetine başlarlar.

Bankalar, S.P.K.'na göre kurulan aracı kurumlara bile tanınmayan yetkilerle donatılmışlardır. Ancak bu kurumların faaliyetlerini düzenleyen Bankalar Kanunu'nda bankaların sermaye piyasalarındaki işlemlerini kısıtlayıcı bazı hükümler vardır. Bu kısıtlamalardan birisi, bankaların anonim ortaklıklarının tahvil ve menkul kıymetlerini satın almasıyla ilgilidir. Satın alınan tahviller, Bankalar Kanunu'na göre genel kredi limiti içinde yer almakta, başka bir ifade ile satın alınan tahvil tutarı, kredi limitinden düşülmektedir (md. 38/1a).

Bir başka kısıtlama ise, bir bankanın özellikle aracılık yüklenimi sonucu satın almak durumunda kaldıkları hisse senetleri iştirak anlamında sayılmaktadır (md. 4.7). Ancak S.P.Kur., kendisine verilen yetkiye dayanarak çıkardığı tebliğde bu konuda şöyle bir çözüm getirmiştir: Bankaların aracılık yüklenimi sonucu, satın aldıkları hisse senetleri bu yönetmelik bakımından iştirak sayılmaz. Ancak bu senetlerin iktisap tarihinden itibaren 6 ay içerisinde elden çıkarılması gerekir. Bir süre içinde herhangi bir nedenle elden çıkarılmayan hisse senetlerinin portföyde tutulması S.P.Kur.'nun iznine bağlıdır¹⁶².

Sonuç olarak bankalar sermaye piyasalarındaki işlemleri ile S.P.Kur.'nun, bankacılık alanındaki işlemleri ise Merkez Bankası ve Hazine'nin denetimindedirler.

¹⁶² Borsa Bankerlik Belgesi Verilmesine İlişkin Yönetmelik, 29.06.1982 tarihli R.G., m.14/4.

7.2.2.4. Sermaye Piyasalarının Bankacılık Sistemine Etkileri

Sermaye piyasaları ile bankalar arasındaki ilişkiler konusunda zıt değerlendirmeler yapılmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmesi halinde halkın tasarruflarını firmalara doğrudan yansıtacağı ve menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyenlerin, bankalardan tasarruflarını çekeceği düşünülmüştür. Tasarrufların menkul kıymetlere ve özellikle hisse senetlerine yatırılması, ilk bakışta bankacılık kesimini olumsuz yönde etkileyebilir düşüncesi bankaların sermaye piyasasının kurulmasını endişe ile karşılamalarına neden olmuştur¹⁶³. Oysa şahısların ceplerinde taşıyabileceklerinden ya da ticari kuruluşların kasalarında tutabileceklerinden daha büyük para meblağlarının banka sistemi dışında kalması mümkün değildir. Sonuçta tasarruf sahibi parasını bankadan çekerek menkul kıymetlere yatırdığında, bankalardan tasarruf mevduatı olarak çıkan para, şirketler tarafından bu kez ticari mevduat olarak yine bankalara dönecektir. Bu durumdan bankalar avantajlı çıkacaklardır. Çünkü, bankalar tasarruf mevduatlarına, ticari mevduata göre daha fazla faiz vermektedirler. Dolayısıyla bankalar, daha düşük maliyetli kaynak temin etmiş olacaklardır¹⁶⁴.

Diğer taraftan sermaye piyasalarında uzmanlaşan aracı kurumlar ve diğer uzman kuruluşlar bankalar üzerinde rekabet baskısı oluşturabilirler. Özellikle ülkemizde bankaların güven kurumu olmaları nisbi olarak güçlü bir sermayeye ve gelişmiş alt yapıya sahip olmaları ile yaygın şube ağına sahip bulunmaları bankaların diğer aracı kurumlar yanında avantajlı duruma getirmektedir.

Bu avantajlarına rağmen bankaların sermaye piyasasına kuşkulu bakmalarının asıl nedeni, bankalardan menkul kıymetlere yatırım yapmak için çekilen paraların yine bankalara dönebilmesi değil, kanımızca hangi bankaya

¹⁶³ TUNCER, Selahattin; a.g.e., s.105.

¹⁶⁴ ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol; a.g.e., s.35.

hatta hangi şubeye döneceği konusudur. Bu düşünce ile küçük bankalar ve küçük şubeler sermaye piyasasına kuşku ile bakarak kendilerine rakip görmüşlerdir.

Bankalarla sermaye piyasası arasındaki rekabet, bir tek banka ve bir ekonomik birim için doğru gibi gözükse de ekonominin bütünü ele alındığında pek doğru olmayacaktır. Sermaye piyasasının gelişmesi ile birlikte ortaya çıkabilecek olumlu etkileşimler şöyle sıralanabilir¹⁶⁵.

- Sermaye piyasalarının gelişmesi ile kısa vadede kredi talebi azalır, ancak bu durum kredi faizleri ve dolayısıyla mevduat faizleri üzerindeki baskıyı da azaltır ve faizlerin düşmesi sonucunu doğurur.
- Yüksek risk taşıyan orta ve uzun vadeli fon talepleri bankalar dışına kayar. Böylece uzun vadeli varlıkların kısa vadeli fonlarla finanse edilmesi şeklindeki yapısal çarpıklık önemli ölçüde giderilebilir.
- Şirketlerin halka açılmaları sonucunda mali yapıları güçlenir; bu durum kredi yükünün azalması sonucunu doğurur. Kârlılık oranları iyileşen şirketlerin borç ödeme kapasiteleri artar. Bu ise rahatlatıcı bir etki oluşturur.
- Artan sermaye ve kâr imkanları ile birlikte yeni yatırımların yol açabileceği iş potansiyeli yanında şirketlerin giderek büyüyen menkul varlık ihraçlarından sağlanacak komisyon gelirlerinde artış olur.

Bütün bunların dışında daha da önemlisi oluşacak rekabet ortamı bankaları ve diğer kurumları daha iyi hizmet sunma çabasına ve müşterilerin ihtiyaçlarını karşılayacak yeni ürünler ve hizmetler geliştirme arayışına itecektir.

¹⁶⁵ Bankacılar, "Bankacılık Sektörünün 1990 Yılı Değerlendirmesi ve 1991'e Bakış", Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği, Sayı:4, Yıl:1, Ocak 1991, s.28-29.

7.2.2.5. Bankalarla İlgili Genel Değerlendirme

Sermaye piyasalarında aracılık faaliyetlerinin örgütlenmesinde evrensel bankacılık modeli diğer Avrupa ülkelerinde olduğu gibi ülkemizde de benimsenmiştir. Bu modelde bankalar aracılık faaliyetlerinin tümünü yerine getirebilmektedirler.

Bu modeli benimseyen düzenleyici otoritelerin temel varsayımı, bankaların ekonomide tasarrufların aktarılmasında üstlendikleri işlevi ile sermaye piyasalarındaki faaliyetlerinin esas itibariyle birbirinden farklı olmadığıdır. Bankalar ekonomide fon talep edenlerin fon ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla tasarruflardan oluşan bir havuz meydana getirmektedirler. Önemli olan gerek bankacılık, gerekse de sermaye piyasalarında asli olan fonların ihtiyaç duyanlara aktarılmasıdır. Bu durumda fonların aktarılma biçimi değil, aktarılması ve fon taleplerinin karşılanması önemlidir.

Bankacılık sektörünün sisteme egemen olması gelişmekte olan ülke ekonomilerinin bu kurumlara olan ihtiyaçlarının bir sonucudur. Özellikle ülkemizde finansal yapı içerisinde gerek aktif büyüklüğü gerekse fon toplama ve kullandırma açısından en büyük pay bankacılık sektörüne aittir.

1970'li yılların sonlarında yaşanan bankerlik olaylarının halkta yarattığı güvensizlik ortamı içinde oluşturulmaya çalışılan sermaye piyasasında, kanunun bankalara sermaye piyasasının gelişiminde önemli görevler yüklediği ve beklediği anlaşılmaktadır. Bankerlik olaylarının halkta oluşturduğu güvensizliği ortadan kaldırmak amacıyla bankalara sermaye piyasasında ayrıcalıklar tanınmıştır. Nitekim S.P.K.'nin gerekçesinde de bankaların yaygın şube ağına sahip olmaları ve büyük güven müesseseleri olduklarından bahsedilmekte ve bu nedenle de aracılık faaliyetinde bulunmalarının sağlandığı ifade edilmektedir. Bankaların aracılık faaliyetlerinde bulunması ile tasarruf sahiplerinde ortaya çıkan güvensizliğin ortadan kaldırılması için tanınan ayrıcalıklar yararlı sonuçlar verebilir. Ancak, uzun dönemde bankaların rekabetten uzak bir yapı içerisinde faaliyet göstermeleri sermaye piyasalarının

sağlıklı gelişmesini engelleyici bir faktör olarak ortaya çıkabilir. Özellikle güçlü bir mali yapıya ve yaygın bir merkez dışı örgüt organizasyonuna sahip olan bankalar ile aracı kurumların rekabet içerisinde çalışabilmeleri oldukça zordur. Bankaların güçlü yapıları karşısında aracı kurumlar haksız rekabet ortamı ile karşı karşıya gelmektedirler. Bu haksızlıklara yol açılmaması için sermaye piyasasında alternatif oluşturabilecek kurumların yer almasına imkan sağlamak daha olumlu gelişmelerin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Böylece bir çok işi birarada yapan finansal kurumlar yerine pazarın belli alanlarında uzmanlaşmış finansal kurumların gelişimine de katkıda bulunulmuş olur.

Bankalar, bankacılık hizmetleriyle birlikte sermaye piyasalarındaki faaliyetlerini de birlikte yürütmektedirler. Hatta o kadar ki, en büyük işlevlerinden birisi olan yatırımcıların ihtiyaç duydukları kredileri vermek olan bankalar, bu işlevlerini yeterince yerine getirmemektedirler. Buna karşılık riski az, vergisiz ve devlet garantili olan hazine kağıtlarını tercih etmektedirler. 1995 yılı içinde yapılan 9 tahvil ihalesinin ortalama faizi yüzde 125.5 olmuştur. Bunun yanında yurt dışından dolarla borçlanıp, Türkiye'de liraya çevirerek, açık pozisyona giden bankalar daha çok kazanç elde etmişlerdir. 1995 yılı içerisinde yüzde 65 getiri sağlayan dolarla borçlanıp, yüzde 125 getiri sağlayan tahvillere yatırmak bankalar için çok iyi bir kazanç kaynağı oluşturmuştur. Bunun sonucu olarak 1994 krizinden kötü etkilenen bankalar 1995 yılını oldukça kârlı kapamışlardır. Birçok bankanın 1995 yılı kârı trilyonun üzerinde olmuştur.

Türkiye'nin en büyük bankalarından dördünün 1994 ve 1995 yılı net kârları ve değişim oranları Tablo 2.2.'de gösterilmiştir.

TABLO 2.2 : Bazı Bankaların 1994-1995 Yılı Net Kârları

Banka Adı	1994 Yılı Net Kâr (milyon TL.)	1995 Yılı Net Kâr (milyon TL.)	Değişim Oranı (%)
Yapı Kredi	3.992.774	16.225.432	465.52
Akbank	5.926.688	14.703.080	148.11
İş Bankası	5.529.664	12.038.043	117.72
Garanti Bankası	4.405.120	9.029.600	104.97

KAYNAK: Zaman Gazetesi, 16 Mart 1996.

Bankaların yüksek kâr elde etmelerinde devlet iç borçlanma senetlerinin büyük önemi vardır. 1995 yılında ihale yoluyla 1.5 katrilyon liralık iç borçlanmaya giden Hazinesin en iyi müşterileri bankalar olmuştur. Şu anda hazine kağıtlarının dörtte biri bankaların elinde bulunmaktadır. Merkez Bankası'nın 23 Şubat 1996 verilerine göre bankaların elinde bulunan Hazine kağıdı tutarı 348 trilyon 230 milyar liradır. Bankalar hazine ihalelerinde tahvili daha çok tercih etmektedirler. Bankaların ellerinde bulunan devlet tahvili miktarı 182 trilyon lira olurken, bono miktarı ise 162.2 trilyon liraya ulaşmıştır.

Bütün bu açıklamalardan ortaya çıkan sonuç; bankaların sermaye piyasası faaliyetlerini yürüttükleri sırada gerçek işlevlerini yeterince yerine getirmekten kaçındıkları ve ellerindeki fonları yatırımcılara kredi olarak kullanırmak yerine daha yüksek kazançlı ve daha güvenli bir gelir kaynağı olan Hazine kağıtlarını tercih ettikleridir.

7.3 Kollektif Yatırım Kurumları

Daha önce de ifade edildiği gibi tasarruf sahipleri sermaye piyasalarına tek tek katılabilecekleri gibi fonlarını birleştirerek de katılabilirler. Hangi alanlara yatırım yapacağını ve bu yatırımını tehlikelerden nasıl koruyacağını bilmeyen küçük tasarruf sahibinin ekonomi için tek başına bir değer ifade

etmeyen tasarruflarını, diğer küçük tasarruflarla birleştirerek çeşitli menkul kıymetlere yatıracak ve böylece hem ekonomik bir güç oluşturacak, hem de tasarrufları tek bir yatırımın kaderinden kurtararak riski dağıtacak kuruluşlara sermaye piyasasında büyük ihtiyaç vardır.

Bu amaçla S.P.K.'nın 32. maddesinde, hareket noktası ve ana prensipler itibariyle birbirinden önemli bir farkı olmayan, yalnızca kurulan müşterek portföyün mülkiyet ve yönetim modelinde fark olan, Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları adını taşıyan iki sermaye piyasası kurumuna yer verilmiştir.

7.3.1 Yatırım Ortaklıkları

7.3.1.1 Tanımı ve Hukuki Yapısı

Yatırım ortaklıkları ülkemiz sermaye piyasasında ilk kez 1981 yılında aracı kuruluşlardan biri olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları (MKYO) adı ile 2499 sayılı S.P.K. içinde yer almıştır. Yatırım ortaklıkları 1980'li yıllar içinde çeşitli S.P.Kur. tebliğlerine konu olmuş, 19 Ekim 1991 tarihli S.P.Kur. Tebliği ile kuruluşu, faaliyet ilke ve kuralları düzenlenmiş ancak bunları yürürlükten kaldıran düzenlemeler 13 Mayıs 1992 tarihli S.P.K. değişikliği ve son olarak 31 Temmuz 1992 tarihli S.P.Kur.'nun Seri VI, No:4 "Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde yer almıştır.

3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı S.P.K.'nın 35.maddesinde yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin kapsamı, 36.maddesinde ise kuruluş ve faaliyet şartlarına ait çerçeve belirlenmiş, bu hususlara ait ayrıntıları ise Seri VI, No:4 Tebliği'nde yer almıştır. Kanun'da "Yatırım ortaklıklarının portföylerinde bulunduracakları kıymetler itibariyle türleri, değerlendirme esasları, portföy sınırlamaları, yönetim ilkeleri, kâr dağıtım esasları, saklama usul ve esasları, tabi olacakları yükümlülükler ve tasfiye ile sona ermelerine ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir" denmektedir.

Kısaca hukuki yapısını özetlemeye çalıştığımız yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır¹⁶⁶ şeklinde tanımlanabilir.

7.3.1.2 Kuruluş ve Faaliyet Esasları

Yatırım Ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet şartları 3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı S.P.K.'da ve S.P.Kur.'nun 31 Temmuz 1992 tarih ve 21301 nolu R.G.'de yayınlanan Seri VI, No:4 Tebliği'nde açıklanmıştır. Buna göre Yatırım Ortaklıklarının kuruluşuna izin verilebilmesi için portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere S.P.Kur.'na başvurmaları ve;

- Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde ve hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmaları,
- Başlangıç sermayelerinin 250 milyar lira olması, (S.P.Kur. ilke kararı, 03.08.1995)
- Hisse senetlerini nakit karşılığı çıkarılması,
- Ticari ünvanlarında yatırım ortaklığı ibaresinin bulunması,
- Esas sözleşmelerinin kanun hükümlerine uygun olması,
- Kurucularının müflis olmadığı ve yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tesbit edilmiş olması gerekir.

Yatırım Ortaklıklarının portföylerinde bulunduracakları kıymetler itibariyle türleri, değerlendirme esasları, portföy sınırlamaları, yönetim ilkeleri, kâr dağıtım esasları, saklama usul ve esasları, tabi olacakları yükümlülükler ve tasfiye ile sona ermelerine ilişkin esaslar kurul tarafından belirlenir (S.P.K., md. 36).

¹⁶⁶ GÜCENME, Ümit; Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 181, Ankara 1994, s.63.

Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile Kanun'da belirtilen hususlar ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Ancak Tebliğin içinde, kanunda portföyü oluşturan yatırım araçları içinde yer alan gayri menkuller için henüz bir düzenleme yapılmamıştır.

Yatırım Ortaklıkları tedrici kuruluş ve ani kuruluş şeklinde kuruluş işlemlerini gerçekleştirebilirler. Her iki kuruluş şeklinde de yapılması gerekenler Tebliğ'de ayrıntıları ile belirtilmiştir. Kuruluşun tescilinden itibaren en geç üç ay içinde halka arzedilecek hisse senetlerinin kayda alınması için Kurul'a başvuruda bulunulması zorunludur. Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından sonra en geç 15 gün içinde Kurul'ca onaylı izahname yatırım ortaklığının bulunduğu yer ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilir. Tescilden itibaren bir hafta içinde Kurul'ca onaylanmış sirküler ilan edilerek satışa başlanır. Satış ve satış sonrası işlemlerine ilişkin olarak sermaye artırımını yoluyla hisse senetlerinin halka arzı söz konusu ise, Kurul'un "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" mevcut hisselerin halka arzı söz konusu ise "Hissedarların Elllerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine Dair Esaslar Tebliği" hükümlerine uyulur. Satış süresinin bitiminden itibaren en geç 15 gün içinde çıkardıkları hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile menkul kıymetler borsasına müracaat eder.

Yatırım ortaklıkları portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunan şirketlerdir. Bu nedenle yatırım ortaklıkları, portföy oluşturulması, yönetilmesi ve gerektiğinde değişiklikler yapılması, portföy çeşitlendirmesi ile yatırım riskini faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek bir biçimde dağıtması, menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmelerin sürekli izlenmesi ve portföy yönetimi ile ilgili olarak gerekli önlemlerin alınması, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalarına yapılması çerçevesinde faaliyetlerini sürdürmeleri gerekir¹⁶⁷.

¹⁶⁷ ÇANAKÇI, Ekrem ; Yatırım Ortaklıkları 1995, S.P.Kur. Yayın No:46, Ankara 1996, s.5.

Yatırım ortaklıkları ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar, mevduat toplayamaz, ticari sınai ve zirai faaliyetlerde ve aracılık faaliyetlerinde bulunamazlar. Ayrıca hiçbir ortaklıkta sermaye ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamaz, sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar. Yatırım ortaklıkları faaliyetlerinin gerektirdiğinden fazla (sermaye ve yedek akçelerinin %10'u ve/veya aktif toplamının %5'inden fazla) taşınır ve taşınmaz mal edinemezler, raic bedelin üzerinde varlık alıp satamazlar, portföyündeki varlıkları rehin veremez ve teminat olarak gösteremezler, risk sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç, Türk ve yabancı yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar.

Yatırım ortaklığının kârı, portföyündeki menkul kıymetlerin alım satımından oluşan kâr, gerçekleşen faiz, temettü ve benzeri gelirlerin toplamından, amortisman ve genel yönetim giderleri gibi giderlerin düşülmesinden sonra bulunan tutardır. Gerçekleşme deyimi faiz, temettü ve benzeri gelirlerin, vadesinde, duyuru tarihinde ya da satış anında tahsil edilebilir hale geldiği durumu ifade eder. Dönem kârının hesabında portföydeki menkul kıymetlerin tahakkuk etmiş değer artışları dikkate alınmaz.

Yatırım ortaklıkları ani kuruluş işlemlerini izleyen en geç 3 ay içinde menkul kıymetler portföyünü oluşturmak ve portföyün terkibi hakkında Kurul'a ve ortaklarına bilgi vermek zorundadır. Ayrıca portföyündeki menkul kıymetleri Kurul'ca belirlenecek ilke ve esaslara göre değerleyerek portföy yapısı ve değerini her hafta Kurul'a iletmek ve ortaklık merkeziyle şubelerinde ortakların incelenmesine sunmak zorundadır. Yatırım ortaklıkları portföyündeki her menkul kıymetin, maliyet ve raic bedellerini gösteren tabloyu ve gerekli olanlar için bağımsız denetim raporunu kamuya açıklamak ve Kurul'a göndermek zorundadır.

Yatırım ortaklığının denetimi, gözetimi ve izlenmesine yönelik her türlü bilgi ve belge Kurul tarafından istenebilir ve bu belgelerin 6 işgünü içerisinde Kurul'a iletilmesi şarttır.

7.3.1.3 Sermaye Piyasası Açısından Önemi

Küçük tasarruf sahipleri genellikle hangi menkul kıymete ve ne zaman yatırım yapılacağını bilemezler. Diğer bir ifadeyle, küçük tasarruf sahiplerinin genellikle menkul kıymetlere yatırım konusunda uzman oldukları söylenemez. Bu nedenle risk yüklenmek istemeyen yatırımcılar, tasarruflarını yatırım ortaklıklarının hisse senetlerine yatırırlar.

Genellikle, sermayesi küçük tasarruf sahiplerinin fonlarıyla oluşan yatırım ortaklıkları, küçük tasarrufların sermaye piyasasına aktarılmasında önemli rolleri vardır¹⁶⁸.

Yatırım ortaklıklarının küçük yatırımcılara sundukları başlıca hizmetler şunlardır¹⁶⁹.

- Küçük yatırımcıları riske karşı korumak,
- Menkul kıymet seçimini bilimsel bir yöntemle yapmak,
- Portföyün devamlı değişimi ile kısa vadeli işlemlerden yararlanmak,
- Kendi menkul kıymetlerini değerlendirmek,
- Yatırımcılara bir kıymet artışı sağlamaktır.

Temel ekonomik fonksiyonu küçük tasarrufların, uzun vadeli yatırımlara özellikle sanayi yatırımlarına dönüştürülmesi olan yatırım ortaklıkları, bu fonksiyonlarını ne kadar etkin bir şekilde yerine getirirlerse, ülkede kaynak dağılımının iyileşmesine, dolayısıyla hızına o kadar katkıda bulunmuş olurlar. Ayrıca kalkınma planlarımızın hemen hepsinde belirtildiği üzere yatırım ortaklıkları sermaye piyasamızın gelişimi açısından faaliyete geçmesi gerekli en önemli kuruluşlardan birisidir. Zira bu ortaklıkların, küçük tasarruf sahiplerine sağladıkları bazı avantajlar dışında, sermaye piyasasına gerektiğinde alıcı ve satıcı olarak girdiğinde menkul kıymet piyasasına istikrar getirmesi gibi fonksiyonları da vardır.

¹⁶⁸ CEYLAN, Ali-KORKMAZ, Turhan, a.g.e., s.254.

¹⁶⁹ CEYLAN, Ali, *Finansal Teknikler*, Bursa 1993, s.314-315.

Bu kadar öneme sahip olan yatırım ortaklıkları, S.P.K.'muzun 35.maddesinde, sermaye piyasası araçları, gayri menkul, altın ve diğer kıymetli madenleri portföylerinde işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar şeklinde tanımlanmasına ve yıllar öncesinden beri kurulabilmeleri için gerekli düzenlemeler yapılmasına rağmen ilk yatırım ortaklığı 1991 yılında Vakıf Bank tarafından Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı adı altında kurulmuştur¹⁷⁰. Oysa bu ortaklıkların faaliyete geçmesiyle birlikte hisse senetleri borsada daha çok işlem göreceği ve dolayısıyla da borsaya işlem kazandıracacağı¹⁷¹ ifade edilmesine rağmen yatırım ortaklıklarının kurulması yönünde hızlı bir çalışma görülmemektedir. Bunun için kurumların alt yapısı gelişinceye kadar, yatırım fonlarından ziyade, bu tür ortaklıkların faaliyete geçebilmesi için devletin, özellikle gündemden hiç eksik olmayan KİT'lerin özelleştirilmesi meselesi olduğu şu günlerde, yatırım ortaklıklarının hem birincil piyasada, hem de ikincil piyasada KİT'lerin hisse senetlerini satışını başarılı bir şekilde yürütebileceği düşüncesiyle desteklemesi gerekir. Zira bazı kişilerce ileri sürülen; portföy yetersizliği, yani kurulacak yatırım ortaklığının portföylerine alınacak menkul kıymet yetersizliği görüşüne katılmak oldukça zordur. Yatırım ortaklıklarının kurulması ve gelişmesi için arz-talep yönünde yetersizlik yoktur. Gerek halkın tasarruf gücü, gerekse menkul kıymetlerine yatırım yapabilecek şirket sayısı ve menkul kıymet hacmi yatırım ortaklıklarının kurulması için yeterlidir¹⁷².

Nisan 1996 tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası Kurulu'ndan kuruluş izni almış olan yatırım ortaklıklarının sayısı 16'ya ulaşmıştır.

S.P.K.'muzun, 3794 sayılı kanunla yeniden düzenlenmesiyle, yatırım ortaklıklarının kurulmasında, izin süresinin uzun, zor ve masraflı olması gibi alt yapı eksiklikleri giderilmeye çalışılmıştır. Ancak halkımızda henüz bağımsız yatırım yönetimi oluşmadığı için halkın güvenini sağlayıncaya kadar bilhassa

¹⁷⁰ EKONOMİST, "Küçük Yatırımcının Kazancı Artacak", 2 Şubat 1992, Yıl:2, Sayı:10, s.48.

¹⁷¹ ERTUNA, Özcan; Türkiye'de Mali Piyasalar, Sorunlar ve Çözümleri, İ.T.O. Yayınları, 1987, s.30.

¹⁷² KARSLI, Muharrem; a.g.e., s.116.

devletçe desteklenmesi gerekir. Böylece, yatırım ortaklıkları dengeli bir portföy oluşturmakta güçlük çeken, ödediği hizmet ve işlem komisyonları altında ezilen küçük tasarruf sahiplerini ötgütleyerek borsaya kazandıracak ve dolayısıyla sermaye piyasamızın gelişmesine önemli katkıları olacaktır.

7.3.2 Yatırım Fonları

7.3.2.1 Tanımı ve Hukuki Yapısı

Finans dünyasında yatırım kurumlarından biri olarak kabul edilen yatırım fonları, S.P.K.'muzun 3794 sayılı kanunla yeniden düzenlenmesiyle, halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları ile, ulusal piyasalarda ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır¹⁷³.

Yatırım fonları batı ülkelerinde yaklaşık bir asır gibi uzunca bir süre önce ortaya çıkmış ve gelişmiş olmasına rağmen, ülkemizde sermaye piyasası kuruluş çalışmalarının yapılmaya başlandığı 1965 yılından sonra planlı kalkınma dönemine girildiğinde, yalnızca adından söz edilmeye başlanmıştır¹⁷⁴. Sermaye piyasamızı yasal düzenlemeye kavuşturan 2499 sayılı S.P.K.'nun 30. maddesinde Menkul Kıymetler Yatırım Fonu sermaye piyasasının yardımcı kuruluşu olarak yer almıştır.

Özellikle 1986 yılı sonlarına doğru, para ve sermaye piyasalarında işlem hacminin hızla artması, araç türlerindeki çoğalma ve borsanın da devreye girmesi gibi faktörlerin etkisiyle yatırım fonları ilgi çekmeye başlamıştır. Bu gelişmeler üzerine dört banka yatırım fonu kurmak üzere ilgililere başvurmuş

¹⁷³ GÜCENME, Ümit; a.g.e., s.65.

¹⁷⁴ RODOPLU, Gültekin; a.g.e., s.90.

olup¹⁷⁵ o günden bu yana S.P.K.'nda yapılan köklü değişikliklere kadar pek fazla gelişme gerçekleşmemiştir.

Yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur, ancak mal varlığı kurucunun mal varlığından ayrıdır. Kurucu, yatırım fonu katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler. Fon varlığının korunması ve saklanması kurucu sorumludur.

S.P.K. tüzel kişiliği haiz olmayan, inaçlı mülkiyet esasına göre, ancak bir banka tarafından yönetilebilen fon tipini kabul etmiştir. Banka, fonun tutarı kadar avans tahsis ederek, menkul kıymetlerden oluşan bir portföy hazırlayacak, daha sonra katılma belgelerini halka arz edecek ve satış hasılatından fona verdiği avansı alacaktır. Portföyün mülkiyeti, inaçlı mülkiyet esasına göre bankaya ait olacak, banka, katılımcıyla arasındaki vekalet hükümlerine göre fonu yönetecektir. Görüldüğü gibi mevzuatımızda yatırım fonları için, katılımcı-yönetici-güvenilir kişinin oluşturduğu üçlü ilişkiyi gerektiren fon tipi yerine, katılımcı ile yönetici ve güvenilir kişi sıfatlarına haiz bankadan oluşan ikili ilişki modeli benimsenmiştir.

7.3.2.2 Kuruluş ve Faaliyet Esasları

Yatırım fonlarının kuruluş ve faaliyet esasları S.P.K.'nın 38.maddesi ve S.P.Kur.'nın 31 Temmuz 1992 tarihli mükerrer R.G.'de yayınlanan Seri VII, No:2 ve bu Tebliğe ek 26 Ağustos 1993 tarihli R.G.'de yayınlanan Seri VII, No:4 sayılı Tebliğlerinde düzenlenmiştir. Buna göre, daha önce yatırım fonları sadece bankalar tarafından kurulabiliyor iken değişiklikten sonraki Seri VII, No:2 Tebliğinde yayınlanan "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 7.maddesine göre "Bankalar, sigorta şirketleri, aracı kurumlar, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı kanunun geçici

¹⁷⁵ BOZKURT, Önal; a.g.e., s.321.

20.maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklardan, Kurul'un Tebliğle belirleyeceği esaslara uyanlar yatırım fonu kurabilirler."

Tebliğin 7.maddesinde bankalar, sigorta şirketleri ve aracı kurumların fon kurup yönetebilecekleri ifade edilmektedir. Bunlar aralarında oluşturacakları bir konsorsiyum eliyle de Kurul'dan izin almak kaydıyla fon kurup yönetme işini yapabilirler. Fon kurmak isteyen banka ve aracı kurumların S.P.K.'da tanımlanan sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak üzere kurul'dan izin almış olmaları, aracı kurum ve sigorta şirketlerinin ödenmiş sermayesi asgari 10 milyar lira olması ve ayrıca aracı kurumun, bankalar ve sigorta şirketleri hakkında son bir yıl içerisinde sermaye piyasası faaliyetleri dolayısıyla herhangi bir idari tedbir kararı verilmemiş yahut idari veya cezai bir kovuşturmaya geçilmemiş olması şarttır.

Kurucuların kurabilecekleri fonların iç tüzüklerinde belirtilen fon tutarlarının toplamı, son altı aylık bilançolarında yer alan ödenmiş sermaye, yedek akçeler, yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların çıkarılmasıyla bulunan tutarın on katını aşamaz. Ayrıca fonların kuruluşta asgari fon tutarı 20 milyar liradan az olamaz.

Kurucu, yatırım fonunun kurulması için iç tüzükte öngörülen fon tutarı kadar avans tahsis eder. Söz konusu avans ile portföy oluşturulur ve katılma belgeleri kayda alınma prosedürüne uygun bir şekilde halka arz yoluyla satılır. Avans, katılma belgelerinin satış hasılatından iç tüzük hükümlerine göre kurucuya iade edilir.

Yatırım fonlarının faaliyetlerini sürdürmeleri sırasında uymak zorunda oldukları bir takım sınırlamalar mevcuttur. Bunlar;

- Fon, kurucunun hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetlerini ve başka fonların katılma belgelerini ve yatırım ortaklıklarının hisse senetlerini satın alamaz.
- Fon portföyüne alım satımlar borsa kanalıyla yapılır,

- Portföye raiç bedelin üzerinde alım ve portföyden raiç bedelin altında satım yapılamaz.
- Yatırım fonları, portföy değerlerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramaz.
- Fon portföy değerinin %10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramaz.
- Fonlar, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamazlar.
- Kurucuların doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı, portföyünün %20'sini geçemez.
- Fonlar portföylerinin en çok %25'ini Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçlarına yatırabilirler. Ancak, fonlar, portföyündeki varlıkların riskten korunması amacıyla, fon portföyünün %5'ini geçmemek şartıyla yabancı vadeli işlem sözleşmelerini ve opsiyonları dahil edebilirler.

Yatırım fonları iştirakçilerine katılma belgesi adı altında bir belge verir. Katılma belgesi, belge sahibinin kurucu ve saklayıcı kuruma karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona karşı kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, emre veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilir. Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgesi pay sayısına bölünmesiyle elde edilir.

Katılma belgelerinin halka arzedilmesi zorunludur. Kurucu bunların ihraç ve kayda alınması için kurula kayıt başvurusunda bulunur. Kurul yapılan başvuruları, izahname ve sirküleri kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde inceler ve katılma belgelerini kayda alır. Kurulca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde kurucunun merkezinin bulunduğu yer ticaret siciline tescil ve T.T.S.G'de ilan edilir. İzahnamenin tescilini takip eden 10 işgünü içinde sirküler günlük gazetelerde ilan edilir ve

sirkülerde belirtilen tarihten başlayarak ilan edilen yer veya yerlerde katılma belgeleri hesaplanan fiyattan tasarruf sahiplerine satışa sunulur.

7.3.2.3 Sermaye Piyasası Açısından Önemi

Türk Sermaye Piyasasının gelişimini sağlıklı bir şekilde sağlayabilmesi için özellikle bankalara büyük ve önemli görevler düşmektedir. Bu düşünceden hareketle düzenleyici otorite aracı ve yardımcı kuruluş olarak bankalara bu güne kadar büyük imkanlar ve ayrıcalıklar sağlamıştır. Önceleri Yatırım Fonları'nın kurulmasına ilişkin olarak sadece bankalara bu yetki verilmiş olmasına rağmen 2499 sayılı S.P.K.'nun çıkarıldığı 1982 yılından 1986 yılına kadar bu konuda bankalar çekimser davranmışlar ve girişimde bulunmamışlardır.

Bankaların 1986 yılından sonra yatırım fonu kurmalarının sebebi ise; özellikle bankaların taahhüt yoluyla satışını garanti ettikleri, fakat pazarlayamadıkları şirket tahvil ve finansman bonolarının yaklaşık 1/3'ünün bankaların kendilerinin kurdukları fonlara aktarılmak suretiyle tasfiye edildiği belirlenmiştir¹⁷⁶.

Bankaların bu fonksiyonu etkin bir şekilde yerine getirmediğini gören düzenleyici otorite yatırım fonlarının bankalar dışında aracı kurumlar ve sigorta şirketleri tarafından da kurulabilmelerine imkan sağlamıştır. 1996 yılı itibariyle faaliyet gösteren yatırım fonu sayısı, (daha sonra detaylı olarak üzerinde duracağımız) 40'ı A tipi yatırım fonu olmak üzere 105'e çıkmıştır.

Yatırım fonlarının gerek sermaye piyasası, gerekse tasarruf sahipleri açısından sağladığı avantajları şu şekilde sıralayabiliriz¹⁷⁷;

¹⁷⁶ SOYDEMİR, Selim - AKYÜZ, Abdullah; **Issues Related to the Management and Performance to Mutual Funds in Turkey; the Role, Regulation and Operation of Investment Companies**, 1989, s.150.

¹⁷⁷ SİREL, Yavuz; "Yatırım Fonları", Kalkınma Dergisi, Ekim 1993, s.25.

- Risk dağıtım ilkelerine uygun bir portföy oluşturarak, mali varlığa ve bilgi düzeyine yeterince sahip olmayan tasarruf sahiplerine sermaye piyasası araçlarından oluşan portföylere yatırım imkanı sağlar,
- Saklama hizmetlerinin güvenlik içinde yürütülmesini sağlar,
- Yatırımcıya, her gün ilan edilen fiyat üzerinden katılma belgesini bankaya veya aracı kuruluşa satabilme imkanı sağlar. Banka veya aracı kuruluş katılma belgesini geri almak zorundadır.
- Fon işlemleri büyük miktarlarda yapıldığı için, işlem başına operasyon maliyeti düşüktür,
- Portföyün profesyonel yöneticiler tarafından oluşturulması ve yönetilmesi tasarruf sahiplerinin ilgisinin artmasına neden olmuştur.
- Fon yatırımcısına vergi avantajları sağlar,
- Katılma belgelerinin küçük küpürlü oluşu sayesinde alım ve satımı kolaydır.

Saymış olduğumuz bu tür avantajlara rağmen yatırım fonlarının 3794 sayılı kanunun düzenlenmesine kadar pek fazla gelişmemiş olmasının nedeni, bankaların yatırım fonları kurmalarında hisse senedi ağırlıklı olma zorunluluğudur. Oysa, Sermaye piyasasında adı geçen büyük, güçlü ve halka açık şirketlerin hemen hepsinin de büyük bankaların birinin veya ikisinin önemli iştirakleri vardır. Bu bankalardan biri, kuracağı yatırım fonuna kanundaki sınırlamalar yüzünden ancak %20 oranında kredi iştiraklerinin menkul kıymetlerini alabilecekler, geri kalam %80'i kendi iştiraklerinin dışında temin etmek zorunda kalacaklardır¹⁷⁸. Ayrıca banka portföye kendi hisse senetlerini de koyamamaktadır. Bu sebeptendir ki yasal düzenlemesi ilk kez 1982 yılında yapılmış olmasına rağmen ilk M.K.F.Y. 1987 yılında kurulmuştur. Yatırım fonlarıyla ilgili vergi sorununun bu yıl içerisinde açıklığa kavuşturulmuş olması bir yıl içinde yani 1988 yılı sonuna kadar 18 yatırım fonu faaliyete geçmiştir. Ancak bu fonlarda tahvil ağırlıklı portföyler oluşturduklarından sermaye piyasası açısından gerekli fonksiyonları yerine getirdikleri söylenemez.

¹⁷⁸ KARSLI, Muharrem; a.g.e., s.137.

Gerek yatırım ortaklıklarının gerekse yatırım fonlarının menkul kıymetler piyasasında en önemli kurumsal yatırımcı grubunu oluşturdukları ve borsada en iyi pazar düzenleyici görevi yaptıkları gözönüne alınırsa, her iki kolektif yatırım kurumunda istikrarlı bir piyasa için gerekli oldukları sonucu ortaya çıkar¹⁷⁹. Ayrıca, gelişmekte olan sermaye piyasalarında küçük tasarruf sahipleri ve amatör yatırımcılar menkul kıymetlerin alım ve satımında zamanlama hatası yapabilirler. Bu tür yatırımcılar açısından doğrudan doğruya şirket hisse senetlerine yatırım yapmak yerine, tasarruflarını bu tür kolektif yatırım kurumları aracılığı ile sermaye piyasasına aktarmak en akılcı yol olacaktır.

7.3.2.4 A Tipi Yatırım Fonları ve Özellikleri

S.P.Kur. tarafından 31 Temmuz 1992 tarihinde yayınlanan Seri VII, No:2 Tebliğin'de yatırım fonları için bir sınıflama yapılmış ve A tipi fon olarak adlandırılanlar aşağıdaki gibi tanımlanmıştır. Fon iç tüzüklerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla portföy değerinin %25'ini devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan fonlar A tipi fonlardır. Buna göre, A tipi yatırım fonlarını sermaye piyasasının diğer kurumlarından ayıran başlıca özellikler şunlardır;

— A tipi yatırım fonları, portföylerinde en az %25 oranında hisse senedi bulundurmak zorundadırlar.

— Aralık 1993'de yapılan Vergi Kanunu'ndaki düzenleme ile A tipi yatırım fonları Kurumlar Vergisi'nden muaf tutulmuştur. Bu muafiyet A tipi yatırım fonlarına büyük cazibe kazandırmıştır. Buna göre şirketler sadece %10 stopaj ödeme yoluyla ek %23'lük Kurumlar Vergisi yükümlülüğünden kurtuluyor¹⁸⁰, kurumsal yatırımcılar ise tamamen vergiden muaf sayılıyorlar. Sonuçta vergi avantajı olan tek yatırım aracı A tipi yatırım fonudur.

¹⁷⁹ KARSLI, Muharrem; a.g.e., s.137.

¹⁸⁰ TREND, "Yatırım Fonunda Kazanç Dönemi", (10 Ekim 1993), Yıl:1, Sayı:27, s.20.

- A tipi yatırım fonlarıyla yatırımcılar, riski az getirisi yüksek bir yatırım seçeneği imkanına sahip olurken, aynı zamanda bu fonlar %25 hisse senedinin yanısıra Hazine Bonusu, Devlet Tahvili ve özel sektör tahvillerinden oluştuğu için risk dengelenmiş ve birden fazla yatırım araçları arasında dağıtılmış olmaktadır. Sonuçta bol seçenekli bir tasarruf buketi olan bu fonlar, yatırım araçlarının getirilerine bağlı olarak sürekli değiştiğinden yatırımcı parasını her zaman koruma şansına sahip olmaktadır.
- A tipi yatırım fonları sundukları portföy yönetim hizmeti ile tasarruf sahiplerinin paralarının ehil ellerde, profesyonelce işletilmesi imkanı sağlamaktadırlar.
- Bu fonlara yapılan yatırımlar tasarruf sahipleri tarafından her an paraya çevrilebilir. Diğer bir ifade ile likiditesi yüksektir.

7.3.2.5 A Tipi Yatırım Fonlarının Faydaları

A tipi yatırım fonlarının gerek tasarruf sahiplerine, gerekse borsanın gelişimine sağladığı birçok faydalar vardır. Bunları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz;

- Ülkemizde borsanın yeterince likiditasyon ve derinlik kazanamamasının, düşen piyasada istikrarını sürdüremeyen spekülative bir yapı kazanmasının önemli nedenlerinden birisi olan kurumsal yatırımcı eksikliğini A tipi fonlar giderecektir¹⁸¹.
- Bu fonlar bir yandan özelleştirme dolayısıyla beklenen arzların borsadaki dengeleri sarsmadan gerçekleştirilebilmesini, diğer yandan da borsadaki fiyat hareketlerinden kaynaklanabilecek riskleri dengeleyecektir.
- Bu fonlar birer kurumsal yatırımcı olarak borsada hem alıcı, hem satıcı konumunda olacaktır. Portföylerinde vergi muafiyetinden istifade edebilmek için tutmak zorunda oldukları %25 hisse senedi oranı, borsa düştüğünde bu sınırın altına ineceği için, bu fonlar tekrar borsaya dönüp hisse senedi almak ve hisse senedi oranını %25'in altına düşürmemeye

¹⁸¹ SİREL, Yavuz; a.g.m., s.26.

çalışacaklardır. Bu durumda, borsa için yeniden bir talep ortaya çıkacak ve borsanın düşüş trendine karşın bir hareket oluşacaktır. Borsa yükseldiğinde ise portföylerindeki hisse senetlerinin değeri %25'i aşmaya başlayacak ve fonlar bu kez hisse senedi satma eğilimine gireceklerdir. Bu da borsada ölçüsüz bir fiyat artışının önüne geçecektir.

- A tipi yatırım fonları yatırımcı açısından da vergi avantajlarının yanısıra, portföylerindeki menkul kıymetleri çeşitlendirdikleri için oluşabilecek riskleri dengeleyebileceklerdir. Hisse senetlerinden kaybedilse bile, fonun oluşturduğu havuzda yer alan hazine bonusu gibi araçların garantili faizleri bu kaybı azaltacaktır.
- Bu fonlar, özellikle küçük yatırımcıların kendi kaderine veya piyasadaki büyük oyuncuların merhametine terkedilmesine engel olan bir mekanizma oluşturacaktır. Fonlar ellerindeki portföyleri ne kadar başarılı yönetirlerse, yatırımcılar o kadar çok kazanacaktır.
- Bu fonlar sundukları portföy yönetimi hizmeti ile yatırımcının parasını işin ehli olan profesyonellerce kârlı bir şekilde işletilmesini sağlayacaklardır. Bu katılma belgesini satın alan küçük yatırımcı, S.P.Kur.'dan yetki almış bir profesyonel ekibin hizmetini de satın almış olacaktır.
- A tipi fonlar, Türkiye'de gerek portföy işletmeciliği gibi meslekleri gerek teknik, gerekse temel analiz gibi finansal uzmanlık yöntemlerini geliştirme gibi işlevleride görmektedirler¹⁸².

Görüldüğü gibi bu tür yatırım fonları, bilgi ve deneyimi az, küçük tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına girmeleri ve bu sayede küçük tasarrufların ekonomiye kazandırılması, küçük birikimlerin belirli bir menkul kıymet portföyünden yararlanmasına imkan vermesi ve sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olması, menkul kıymet çeşitlendirilmesi gibi hem yatırımcı hem de sermaye piyasasının gelişmesi açısından büyük öneme sahiptir.

¹⁸² ERTUNA, Caner, "A tipi Fonlar Yatırımcıya Kalkan Olacak", 19 Ocak 1994, Dünya Gazetesi.

Sermaye piyasasının gelişiminde bu kadar önemli yer tutan yatırım fonlarının cazibesinin artırılması yolunda bazı görüşler ileri sürülmektedir. Bu görüşlere göre¹⁸³;

A tipi fonların içindeki hisse senedi oranı artırılmalıdır. Bu alanda yapılacak bir değişiklikle A tipi fonlarda hisse senedi oranı %25'den %50'ye çıkartılabilir. Diğer taraftan şirketler için %10 olan kurumlar vergisi oranının, hisse senedi yüksek fonlarda düşürülmesi, hatta %80'ni veya %100'ü hisse senedinden oluşan fonlarda kurumlar için verginin sıfırlanması bu fonların cazibesini artıracaktır.

Ayrıca fon yapısındaki bazı aksaklıkların giderilmesi de bu fonların cazibesini artıracaktır. Bu aksaklıklardan birisi, bankaların yatırım fonlarına iştiraklerinden geçiş yapmalarıdır. Bankaların hisse senetlerini yatırım fonlarına geçirmeleri ile, hisse senedi talebi değil, hisse senedi arzı ortaya çıkmaktadır. Bu da fonların kuruluşundaki amaca aykırı bir durum arz etmektedir.

A tipi yatırım fonlarının bu cazip durumlarına rağmen bazı olumsuz yönleri de bulunmaktadır. Örneğin; hisse senetleri düşmeye başlayınca A tipi fonlarda aynı hızla zarar ettirmektedir. Bu durumda hisse senetlerini satma imkanı yoktur. Çünkü fondaki hisse senedi nisbeti bir gün dahi %25'in altına düşerse fon, A tipi fon olmaktan çıkmaktadır. Bu durumda zarar da olduğu gibi yatırımcıya yansımaktadır. Hal böyle olunca A tipi fondan kaçan kazanacaktır, duran ise zarar edecektir¹⁸⁴.

7.3.2.6 Yatırım Fonları İle İlgili Genel Değerlendirme

Daha önce Türkiye'de yatırım fonu kurup halka mal etme şansına sadece bankalar sahipken 3794 sayılı kanunla yatırım fonları hakkında yeni düzenlemeler geliştirilmiş ve yatırım fonu kurma yetkisi bankaların tekelinden

¹⁸³ AROLAT, Osman; "Fonları Cazip Kılmanın Yolu", 21 Ocak 1994, Dünya Gazetesi.

¹⁸⁴ DAĞACALI, Kemal, "A Tipi Fonlara Bir Öneri", 14 Şubat 1994, Dünya Gazetesi Borsa Eki.

çıkarılarak, başta aracı kurumlar ve sigorta şirketleri olmak üzere değişik kuruluşlar yatırım fonu kurabilir hale gelmişlerdir. Bunun sonucu olarak, daha rekabetçi bir ortamda, yatırımcılara daha cazip portföyler oluşturabilecek fonlar ortaya çıkmıştır.

Uygulamada yatırım fonlarıyla ilgili bazı aksaklıklar ortaya çıkmaktadır. Bu aksaklıklardan birisi yatırım fonlarında ihtiyat akçesi ayrılması ile ilgilidir.

Yatırım fonlarında, fon portföyüne dahil menkul kıymetlerin getiri ve değer artışlarının bir kısmının katılma belgesi fiyatlarına yansıtılmayarak, katılma belgesi fiyatlarının eksik tesbiti ve böylece yatırım fonları bünyesinde ihtiyat akçesi oluşturulmasına S.P.Kur. düzenlemesiyle imkan tanınmıştır. İhtiyat akçesi nedeniyle, hesaplanan ihtiyatlar, fiyatı düşük belirlenen katılma belgesinden bağımsız olarak, repo işlemi fiyatının hesaplanmasında kullanılabilir hale gelmektedir. İhtiyat akçesi iki ayrı fiyatın ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Yatırım fonunun bir mal varlığı topluluğu olduğu ve yatırımcının bu mal varlığına satın aldığı katılma belgesiyle iştirak ettiği düşünülürse, yatırımcı fon portföyündeki menkul kıymeti doğrudan kendisi satın alsa, getiri ve değer artışının tamamından kendisi istifade edecekken, ihtiyat akçesine ilişkin düzenleme ile, ihtiyatlar kadar miktar katılma belgesine intikal etmeyeceğinden daha düşük bir getiri ile yetinmek zorunda kalacaktır.

Bu işlem, yatırım fonu portföy yöneticisinin göreviyle de bağdaşmaktadır. Zira portföy yöneticisinin görevi; fon portföyüne katılmış yatırımcının azami gelir temini amacıyla portföy yönetimi ve işletimidir. İleride borsada meydana gelebilecek düşüşlere karşı, sonradan fona katılan yatırımcıların, fiyat düşüşlerinden korunmasını sağlamak amacıyla, ilk iştirakçilerin gelirlerini sonrakilere aktarmak değildir. Bu nedenle yapılan düzenleme, yatırım fonunun riskini dağıtarak getirinin cari getiri oranına yaklaştırılması veya üzerine

çıkarılması amacını bir yana itmekte, getiriği artırmak değil, getiriği bölüşmek gibi bir uygulamaya zemin hazırlamaktır¹⁸⁵.

Daha önce de belirtildiği gibi S.P.K. ile insider trading (içerden öğrenme) yasaklanmıştır. Ancak yatırım fonlarında ihtiyat akçesi ayrılması, fon yöneticilerini bir içerden öğrenen olarak faaliyet göstermelerine, dolayısıyla insider trading'e imkan tanımaktadır. Zira fonda biriken ihtiyat akçesi istenildiği zaman ilgililere bildirilerek katılma belgesi fiyatına eklenebilir. İhtiyat akçesinin katılma belgesinin fiyatına intikal erttirilmesinden önce katılma belgesi alması planlananlar, ihtiyatın fiyata yansıtılmasıyla önemli kazançlar elde edebilirler ya da ihtiyat akçesi, özellikle repo'da katılma belgesi sahipleri için farklı, repo tarafı için farklı fiyat tesbit edilerek kullanılabilir¹⁸⁶.

İnsider trading'in S.P.K. ile yasaklandığını dikkate aldığımızda, yatırım fonlarında ihtiyat akçesi uygulamasının, insider trading'e ilişkin hükümlerle uyumlu olmadığı görülmektedir.

S.P.Kur. tarafından yayınlanan "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" nde yer almasına rağmen portföyü oluşturan yatırım araçlarından biri olan gayri menkuller için henüz bir düzenleme yapılmamış olması bir eksikliktir. Ayrıca aynı tebliğde yer alan ve yatırım fonu kurucusu olabilecek merciler arasında sayılan, kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanunu'n geçici 20.maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar ile ilgili olarak da henüz bir düzenleme yapılmamıştır.

Sonuç olarak yatırım fonları, piyasada istikrar sağlayabilecek kurumsal yatırımcılardan birisi olmaya adaydır. Ancak, kendilerinden beklenen fonksiyonları sağlayabilmeleri için piyasadaki koparılmadan piyasa içinde yer almaları sağlanmalı ve yeni girişimcilerle rekabet ortamı geliştirilmelidir. Böylece fonların değişik portföyler de yönetimi söz konusu olabilecektir. Çok

¹⁸⁵ ŞENGÜL, Selami; "Mali Piyasalarda Bazı Uygulamaların Yaratabileceği Sorunlar", İşletme ve Finans Dergisi, Ekim 1993, s.67.

¹⁸⁶ ŞENGÜL, Selami; a.g.m., s.68.

çeşitli fonun kurulması ile birlikte bu fonların piyasalarda kendilerinden beklenen piyasanın istikrarını sağlama fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getirebileceklerdir.

7.4 Sermaye Piyasasında Faaliyet Göstermesine İzin Verilen Diğer Kurumlar

3794 sayılı Kanunla değişik 2499 sayılı S.P.K.'nun sayılı 39.maddesinde diğer sermaye piyasası kurumları sayılmıştır. Buna göre; "Sermaye Piyasası araçlarının takas ve saklanması, derecelendirilmesi ve bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlarla, sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesi ile uğraşan kuruluşlar, yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getiren şirketler, ortaklık ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek münhasıran bu kanunun 13/A maddesinde belirlenen varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç etmek amacıyla teşkil edilen genel finans ortaklıkları, ipoteğe dayalı menkul kıymetler merkezleridir. "

Yukarıdaki kanun maddesine göre sermaye piyasasında yeni oluşan ya da oluşturulacak olan kurumları şöyle sıralayabiliriz

- Takas ve saklama ortaklıkları,
- Sermaye piyasası araçlarını derecelendirme ve denetim kuruluşları,
- Yatırım danışmanlığı şirketleri,
- Portföy yönetim şirketleri,
- Genel finans ortaklıkları,
- İpoteğe dayalı menkul kıymetler merkezleridir.

Sayılan bu kurumların bir kısmı yasal olarak düzenlenmiş, bir kısmı için çalışmalar devam etmekte olup, yakın bir gelecekte yasal dayanaklarına kavuşacaklardır. S.P.K. değişiklik tasarısı içinde yer alan risk sermayesi fonu, gayrimenkul yatırım fonu ve gayrimenkul yatırım ortaklığı gibi kurumlar yasa metninden çıkarılmıştır.

Yukarıda sayılan kurumlardan yasal düzenlenmesi yapılanlar aşağıda ayrıntılı bir şekilde incelenmeye çalışılacaktır.

7.4.1 Genel Finans Ortaklıkları

7.4.1.1 Tanımı ve Hukuki Yapısı

Genel finans ortaklıkları, 31 Temmuz 1992 tarihli Seri III.14. "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar " hakkındaki S.P.Kur. Tebliği ile düzenlenmiştir. Buna göre "Genel Finans Ortaklıkları: Tebliğ'in 4. maddesinde belirlenen alacakların temellükü ve bu alacaklar karşılık gösterilerek yine bu tebliğ hükümleri çerçevesinde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı ve halka arzı amacıyla kurulan anonim ortaklıkları ifade eder."

Özellikle son yıllarda büyük değişimler gösteren Türk Finans kesiminden kişilere ve kurumlara yönelik kaynak sağlama çabalarına ilişkin yeni teknikler uygulanmaya başlanmıştır. 1992 yılında S.P.K.'da yapılan düzenlemelerle Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (V.D.M.K.) ihracına izin verilmesi sermaye piyasasına kaynak oluşturan çalışmalara yeni bir boyut kazandırmıştır¹⁸⁷.

İşletmeler bilançolarında bulunan fon kaynaklarını çeşitli üretim ve hizmetlerde kullanarak, yatırımlarının verimliliklerini artırmaya çalışmaktadırlar. İşletmeler bilançolarının aktifinde yer alan alacaklar ve duran varlıkları karşılık göstererek V.D.M.K. çıkarabilirler. S.P.K. md. 13/A'da duran varlıkların ve alacakların, Genel Finans Ortaklıkları (GFO) veya bu işi yapmasına izin verilen diğer kurumlar tarafından, satışını kapsamaktadır.

GFO ülkemizde geçmişi çok yeni olan bir kuruluş olup, hukuki yapısı

¹⁸⁷ RODOPLU, Gültekin, a.g.e., s.101.

3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı S.P.K.'nun 13/A ve 22/e maddelerinde, alacaklar karşılık gösterilerek çıkarılacak VDMK ise aynı kanunun 22/c ve 39.maddelerinde düzenlenmiştir.

G.F.O.; tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmeleri, ihracat işlemleri ve bankalar dışındaki mal ve hizmet üreten anonim ortaklıklar ile özelleştirme kapsamına alınan kamu kuruluşlarının müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan, senede bağlanmış alacakları, kendine mal edinmesi şartıyla, karşılık gösterilerek düzenlenen VDMK'in ihracı ve halka arzı amacıyla kurulan ortaklıklardır¹⁸⁸.

7.4.1.2 Kuruluş ve Faaliyet Esasları

G.F.O. ile ilgili kuruluş ve faaliyet esasları S.P.Kur.'nun ilgili tebliğinin 7. ve 8.maddelerinde düzenlenmiştir. Buna göre G.F.O.'nın kuruluşuna izin verilebilmesi için Kurul'a baş vurmaları ve aşağıdaki hususların yerine getirilmesi gerekmektedir.

- T.T.K.'nun ani kuruluş hükümleri çerçevesinde anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,
- Ödenmiş sermayelerinin 10 milyar liradan az olmaması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve tamamının nama yazılı olması,
- Ticaret ünvanlarında "Genel Finans Ortaklığı " ibaresinin bulunması,
- Esas sözleşmelerinin T.T.K., S.P.Kur.'nun ilgili tebliğ hükümlerine uygun olması,
- Kurucularının müflis olmadığı ve yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tesbit edilmiş olması,
- Kurucularının sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin kurul düzenlemelerine aykırı davranışları sebebiyle faaliyet izinlerinden birini veya borsa

¹⁸⁸ S.P.Kur. Tebliği, Seri III, No:14, md. 3-4 ve Seri III, No:15, md.1.f .

üyeliğinin geçici yahut devamlı olarak kaldırılmamış olması gerekmektedir.

Tebliğ'in 8.maddesindeki şartların yerine getirilerek Kurul'a başvurulması ve 9.maddesinde Kurul'a başvuruyu takiben Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan kuruluş izni alınması ve mahkeme tasdiki istenmiştir. Kuruluş iznini takiben genel finans ortaklıkları bir ay içinde, bankalar ise yetkili organ kararını takiben faaliyet izni almak üzere Kurul'a başvururlar. Tebliğ'e göre G.F.O.'nın faaliyet alanı, Tebliğ'de belirlenen alacakların temellükü (kendine mal ettiği alacaklar) karşılığında varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arzı ve Tebliğ'de öngörülen faaliyetleri Tebliğ'in 15. maddesi çerçevesinde yapmaktır. Genel finans ortaklıkları sayılan bu işler dışında başka faaliyetlerde bulunamazlar, kurulmuş ve kurulacak şirketlere ortak olamazlar, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihracı dışında herhangi bir yolla borçlanamazlar. Ancak, bankalar ve finansal kiralama şirketleri kendi işlemlerinden doğan alacakları karşılığında doğrudan varlığa dayalı menkul kıymet çıkarabilirler.

Genel Finans Ortaklıkları kendilerine mal (temellük) ettikleri alacaklar karşılığında çıkarabilecekleri varlığa dayalı menkul değer tutarı öz kaynaklarının 20 katını aşamaz (Seri III, No:14 md.11).

Varlığa dayalı menkul kıymet çıkarmak için alacakların devri (Temliki), alacaklarını devreden kuruluş ile genel finans ortaklığı veya banka arasında yapılacak bir devir sözleşmesiyle gerçekleşir. Devir alınan alacaklar üçüncü kişilere devredilemez (Seri III, No:14 md. 14).

Devir sözleşmesinde aşağıdaki hususların bulunması zorunludur;

- Sözleşmeye taraf olanların adları, ticaret ünvanları ve iş adresleri,
- Sözleşmeye konu olan alacakların türü ve dökümü,
- Alacakların faiz, şahsi ve ayni teminatları ile birlikte genel finans ortaklığına veya bankaya geçişinin sağlanacağına dair hüküm bulunması,

- Alacaklarını devir eden kuruluşun, borçluların borcu ödemek istememe durumunda sorumlu olacağına ilişkin, borcun vadesini izleyen üç gün içinde ödenmemesi halinde borçlulara herhangi bir ihtar, ihbar, protesto, icra takibi veya ikamesine gerek olmaksızın borcun tamamının banka veya genel finans ortaklığına ödeneceğine ilişkin taahhütte bulunması gerekmektedir.
- Uyuşmazlıklarda izlenecek yolun nasıl olacağı,
- Sözleşme uyarınca yapılacak ihtar ve ihbarlarda izlenecek yolun nasıl olacağı,
- Genel finans ortaklığının veya bankanın alacaklarını devreden kuruluşa yapacağı ödemeler.

Tüm bu hususların devir sözleşmesinde yer alması gerekmektedir.

Varlığa dayalı menkul kıymet ihraç eden kurumlar, ihraç ettikleri varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacaklar portföyünü kendi malvarlıklarından ayrı ve özel hesaplarda izlemek ve bunlar için ayrı muhasebe tutmakla yükümlüdürler.

Kurul menkul kıymet satışını kayda aldığı kuruluşların bu menkul kıymetlere ilişkin hesap ve işlemlerini kanun uyarınca denetler ve bu kuruluşlardan menkul kıymetlerin izlenmesine dair her türlü bilgi ve belgeyi isteyebilir.

7.4.1.3 Sermaye Piyasası Açısından Önemi

Son yıllarda, gerek ülkemizde, gerekse diğer ülkelerde finansal piyasalarla ilgili çok önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Menkul kıymet çeşitlerindeki artış, bu konudaki gelişmelere güzel bir örnektir. Türk finans sistemine sunulan en yeni finansman araçlarından biriside VDMK'tir.

VDMK, en fazla bir yıl vadeli bir borçlanma senedir. Gelişmiş ülkelerde VDMK yıllardır kullanılmasına rağmen, ülkemizde geçmişi oldukça yenidir.

İşletmeler bilançolarının aktifinde yer alan "alacaklar" ve "duran varlıklar"ı karşılık göstererek VDMK çıkarabilirler. Genel finans ortaklıkları veya bu işi yapmasına izin verilen diğer kurumlar sözkonusu VDMK'lerin halka satışına aracılık ederler. Bu satışlardan elde edilen fonlarla da yeni yatırımlara kaynak sağlanmış olur. Söyle ki;

Alacakların satışıyla, alacakların kısa sürede tahsil edilmiş olması ve dolayısıyla yeni fon kaynakları oluşturulmuş olması önemlidir. Böylece yeni fon kaynakları, yeni doğacak alacakların finansmanında kullanılabilir. Duran varlıkların satışı yoluyla elde edilen fonlarla ise işletme yeni duran varlıklar almak suretiyle yeni fon kaynakları oluşturma imkanına sahip olacaktır. Çünkü yeni alınan bu duran varlıklar karşılığı da VDMK ihraç etme imkanına sahip olacak olan işletme elde edeceği yeni fonlar aracılığı ile ekonomiye yeni üretim araçları kazandırılmasına imkan sağlamış olacaktır.

Bu tür menkul kıymetlerin ihraç edilmesiyle işletmelerde kullanılan yabancı kaynak oranı artar ve dolayısıyla öz kaynak verimliliği yani kaldıraç etkisi artırılmış olur.

GFO ile ilgili olarak S.P.Kur. ilgili tebliği ile gerekli düzenlemeleri yapmış olmasına rağmen, 1995 yılı sonuna kadar herhangi bir G.F.O kurulması yönünde Kurul'a başvuruda bulunulmamıştır. Bunun da başlıca nedenleri; GFO'nun faaliyet alanlarının sadece tebliğde belirlenen alacakların temellükü karşılığında VDMK ihracı ile sınırlandırılmış olması ve özellikle VDMK'in ihracına yetkili olan bankalara bu konuda bir takım avantajların sağlanmış olması ve yetkilerin verilmiş olmasıdır.

Bankalar tarafından ihraç edilen VDMK'ler için, ayrıca munzam karşılık ve disponibilitate ayrılmaması, bankalara tasarruf sahiplerine daha yüksek faiz verme imkanı tanımaktadır. Ayrıca, bankalar, ihraç ettikleri VDMK'leri kredi işlemlerinde teminat olarak kabul etmekte ve istenildiği an paraya çevrilme

imkanı sağlamaktadırlar. Bu nedenle, bankaların VDMK ihraç etme şansları, işletmelere ve genel finans ortaklıklarına göre fazladır¹⁸⁹.

GFO ile ilgili yasal düzenlemeler yapılırken başta bankalara karşı bir alternatif kurum olarak düşünülmüştür. Bu kurumlarla finansal piyasalarda derinlik oluşturulması, Türk sanayicisinin finansman ihtiyacına yardımcı olmak gibi düşüncelerle ortaya çıkmış¹⁹⁰ ancak olay bankalara bir seçenek olmaktan çıkmış durumdadır. Çünkü; bankalar dışındaki ihraççılar tarafından ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerde, Kurul'ca gerekli görülmesi halinde banka garantisi sağlanması şarttır (Tebliğ Seri II, No:14, md.16). Bankalar dışındaki her kuruluş, genel finans ortaklıkları ve leasing şirketleri bir bankadan güvence getirmek durumundadırlar. Kurul tebliğindeki bu hüküm bankalara bu konuda ne kadar geniş imkanlar sağlandığını açıkça ifade etmektedir.

7.4.2 Portföy Yönetim Şirketleri

7.4.2.1 Tanımı ve Hukuki Yapısı

Çeşitli sermaye piyasası araçlarında risk dağılımı dikkate alınarak bir sınırlama yapılmaksızın oluşan yatırım ve plasman uygulamalarına portföy denilmektedir¹⁹¹. Portföy yöneticiliği, sermaye piyasası araçlarından oluşan portföylerin müşterilerle yağılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde vekil sıfatı ile yönetilmesidir¹⁹². Tasarrufun tek bir menkul kıymete yatırılması yerine, çok sayıda menkul değerden oluşan portföye yapılması, riskin azalacağı varsayımından hareketle, büyük sayılar kanunu olarak bilinen genel ilkeye dayanmaktadır.

¹⁸⁹ CEYLAN, ALİ-KORKMAZ, Turhan; a.g.e., s.59.

¹⁹⁰ RODOPLU, Gültekin; a.g.e., s.105-106.

¹⁹¹ RODOPLU, Gültekin; a.g.e.,s.107

¹⁹² S.P.Kur. Tebliği, Seri V, No:29, md.5, 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete..

Bilindiği gibi ekonominin dinamik yapısı gereği, zamanla ekonomik şartlar değişebilmektedir. Dolayısıyla, menkul kıymetlere yatırım yapmış olan kişi veya kurumların portföylerinden bazı kıymetleri çıkarıp satmaları, yerlerine yenilerini almaları gerekebilir. Portföyden hangi kıymetlerin ne zaman satılacağı ve yerlerine hangi kıymetlerin alınacağına karar vermek, uzmanlık ve sorumluluk isteyen bir iştir. Bu nedenle, batı ülkelerinde "portföy yönetimi" genellikle bankalar veya uzman kuruluşlar tarafından yapılmaktadır¹⁹³. Türkiye'de ise 1992 yılına kadar portföy yönetimini, bizzat yatırımcının kendisi yapmaya çalışmıştır¹⁹⁴. Özellikle küçük yatırımcılar bu konuda uzman olmadıkları için zarar etmişlerdir. S.P.Kur. piyasada, güven ve istikrarın sağlanması amacıyla, "profesyonel portföy yöneticiliği" nin Türkiye'de yerleşmesini sağlayan çalışmalarını tamamlamıştır. Böylece, Türkiye'de portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı yasal bir çerçeveye oturmuştur. Yasal düzenlemelerin hemen ardından, sermaye piyasasında faaliyet gösteren bir çok aracı kurum, profesyonel portföy yöneticiliği belgesini almış ve müşterilerine portföy yönetimi hizmeti sunmaya başlamışlardır.

Resmi Gazete'nin 13 Mayıs 1992 tarih ve 21227 sayılı nüshasında S.P.K.'daki değişiklikler yer almaktadır. Buna göre, küçük tasarruf sahiplerini korumak amacıyla aracı kuruluşlara müşteri portföyü yönetimi görevi verilmiştir.

Müşteri portföyü yönetimi faaliyeti, 19.12.1996 tarihli 22852 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan S.P.Kur.'nun Seri V, No:29 "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Portföy Yönetim Şirketlerine İlişkin Esaslar" hakkında tebliği ile düzenlenmiştir. Tebliğ'de portföy yönetim şirketi, "portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmak üzere kurulan ve gerekli şartları yerine getirerek Kurul'dan yetki belgesi almış ortaklıklardır" şeklinde tanımlanmıştır. Portföy yönetim şirketleri, Kurul'dan yetki belgesi almak şartıyla, portföy yöneticiliği faaliyeti dışında, yatırım danışmanlığı faaliyetini de

¹⁹³ KARSLI, Muharrem; a.g.e., s.81.

¹⁹⁴ YILDIRIM, Abdurrahman; a.g.e.; s.89.

yapabilirler.

7.4.2.2 Kuruluş ve Faaliyet Esasları

Portföy yönetim şirketlerinin kurulmasına Kurul'ca izin verilebilmesi için;

- Anonim şirket şeklinde kurulmaları,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Asgari 125 Milyar TL. 'sı ödenmiş sermayeye sahip bulunmaları,
- Esas sözleşmelerinin kanun hükümlerine ve Kurul düzenlemelerine uygun olması,
- Kurucuların müflis olmadığına veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığına tesbit edilmiş olması gerekir.
- Asgari ödenmiş sermayelerinin 100 Milyar TL. ile ödenmiş sermayelerinin 125 Milyar TL.'sından fazla olması halinde 125 Milyar TL.'ni aşan kısmın %10'unun İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'nde devlet tahvili veya hazine bonusu şeklinde bloke edilmiş olması,
- Sermayelerinin en az %50'sinin banka, aracı kurum, hayat sigortası veya portföy yönetim şirketlerine ait olması ve bunlar dışında kalan ortaklarının gerçek kişi olması gerekir (Tebliğ, md.6).

Kuruluş izni için, kuruluş şartlarının mevcudiyetini belgeleyen evraklarla Kurul'a başvurulur. Kurul'un uygun görüşü alındıktan sonra TTK'na göre kuruluş işlemleri tamamlanmak üzere Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na başvurulur.

Kuruluş işlemlerini tamamlayan şirket, faaliyet izni için tekrar Kurul'a başvurur. Faaliyet izninin verilebilmesi için Kurul'ca aranan genel ve özel şartlar Tebliğ'in 9. ve 10. maddelerinde sayılmıştır. Buna göre portföy yönetim şirketlerinin aşağıdaki şartları taşıması gerekir;

- Yeterli bir çalışma mekanı, teknik donanım ve organizasyonun yapılmış olmaları,
- Yüksek öğrenim görmüş, sermaye piyasası, borsa, bankacılık, ekonomi, maliye, işletme, finansman konularında bilgili, finans piyasalarında en az üç yıllık mesleki tecrübesi bulunan, tüm zamanını işine ayırabilecek yeterli sayıda portföy yöneticisini sağlamış olmaları,
- Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun yüksek öğrenim kurumlarından mezun olması,
- Genel müdürünün yüksek öğrenim kurumundan mezun olması, sermaye piyasaları ile ilgili en az on yıllık mesleki tecrübeye sahip bulunması gerekir.

Portföy yönetim faaliyetinde bulunacak portföy yönetim şirketlerinin uymak zorunda oldukları portföy yönetim ilkeleri şöyle özetlenebilir (S.P.Kur. Teb., Seri V, No:29, md.12-13).

- Müşterilerinin yazılı bir emri olmadan, portföye piyasa değerinin üstünde sermaye piyasası aracı satın alamazlar ve portföyden bu değer altında sermaye piyasası aracı satamazlar.
- Yetkili kurumlar, müşterilerine, portföyün önceden tesbit edilmiş belirli bir getiriye sağlayacağına dair herhangi bir sözlü veya yazılı garanti veremezler.
- Birden fazla müşteri portföyü yönettikleri durumlarda müşterilerinden birine yarar, diğerine zarar getirecek davranışlarda bulunamazlar.
- Doğrudan veya dolaylı olarak kendi nam ve hesaplarına portföy oluşturamazlar.
- Kendi mali taahhütlerini içeren evrak çıkaramaz, ödünç para verme işlemleri yapamaz ve kredi alamazlar.
- Portföy yönetim şirketi dışında başka bir şirkete ortak olamazlar.

- Portföy yöneticiliği faaliyet ve buna ilişkin işlemler dışında hiç bir ticari, sınai ve zirai faaliyette bulunamaz, gerekli olanın üstünde taşınmaz mal edinemezler.
- Yapılan bir alım satım işleminden dolayı herhangi bir ihraççıdan veya aracı kuruluştan kendilerine komisyon, iskonto vb. menfaat sağlıyorsa durumu müşterilerine tutar belirtmeksizin açıklamak zorundadırlar.

Bu gibi ilkelere uymak zorunda olan portföy yönetim şirketleri, müşterileriyle yazılı bir sözleşme yaparlar. Sözleşmede Kurul'un gerekli gördüğü asgari hükümlere yer verilir. Söz konusu hükümlerin bazıları şunlardır;

- Portföyün hangi yatırım araçlarından oluşacağı ve nakit olarak tutulacak azami oran,
- Portföyün içerdiği sermaye piyasası araçlarının değerlendirme esasları,
- Alınip satılması istenmeyen sermaye piyasası araçları,
- Portföye dahil, sermaye piyasası araçlarının içerdiği hakların kullanılmasıyla ilgili haklar,
- Portföy hesabına yapılacak alım satımlarda kullanılacak aracı kuruluşların ünvanları,
- Saklama ve sigorta hizmetleri,
- Müşteri emirlerinin ne şekilde alınacağı,
- Sözleşmenin fesih şekli,
- Yetkili kurumu, müşteriye, portföy yöneticisini tanıtıcı bilgiler ve imzalar.

Portföy yöneticisinin kurumdan ayrılması durumunda yetkili kurum, müşteriye yazılı olarak bilgi vermek zorundadır.

Sözleşmede, yatırımcının sözleşmeyi imzalamadan önce S.P.Kur.'nun Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Portföy Yönetim Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ni okuyup anladığına ilişkin beyanının yer alması zorunludur.

Sözleşmeler, müteselsil sıra numaralı ve en az iki nüsha olarak düzenlenir ve bir örneği yatırımcıya verilir.

7.4.2.3 Sermaye Piyasası Açısından Önemi

1992 yılı içinde S.P.K.'da yapılan yeni düzenlemeler ile portföy yönetimi hizmetlerinin gelişmesi teşvik edilmiştir. Bir yandan bu yollarla sağlanan fonlara çeşitli vergi avantajları sağlanırken, diğer yandan bu fonlara katılan küçük tasarruf sahiplerinin sistemin genel işleyişi dışında istismar edilmesini önleyecek sistemler geliştirilmiştir. Ancak sağlanan vergi avantajlarından küçük ve orta ölçekli bireysel tasarrufçulardan daha çok şirketler yararlanmaya başlamıştır. Küçük tasarrufların bu yöne kanalize edilebilmesi için biraz daha zamana ihtiyaç vardır¹⁹⁵.

Son yıllarda Türk sermaye piyasasında görülen gelişmeler, portföy yönetim şirketlerinin de yasal bir düzenlemeye kavuşmasına neden olmuş ve bu konuda ortaya çıkan eksikliklerin giderilmesine çalışılmıştır. Daha önce borsada işlem gören hisse senedi sayısı 56 iken bir çok tasarruf sahibi yatırımlarını kendisi izleyip kendisi gerçekleştirebilmekteydi. Oysa borsada son yıllarda meydana gelen gelişmelerden sonra, bir yandan her gün piyasaya yeni giren yatırım araçları, diğer yandan da borsada işlem gören hisse senetlerinin hızla artması bireysel tasarrufçuları paralarını daha profesyonelce yönetmeye itmiştir. Bunun sonucu olarak portföy yönetimi hızla yayılarak hem aracı kurum ve bankaları, hem de tasarruf sahiplerini bu alana çekmiştir. Yapılan portföy yönetimlerinde tasarruf sahiplerine alternatif yatırım araçlarının çok üzerinde getiri sağlanması da bu alana karşı olan ilgiyi artırmıştır. Özellikle küçük tasarruf sahipleri açısından profesyonel kişiler eliyle yönetilen portföy yönetimi borsada kazanmanın tek yolu haline gelmiştir¹⁹⁶.

¹⁹⁵ GÜL, Ali Rıza; **Portföy Yönetiminin Yeri ve İşlevi**, İktisat Der.Özel Eki, Aralık 1993, s.5.

¹⁹⁶ ERKARAKAŞ, Nalan; **İbre Borsadan Yana Çevrildi**, Dünya Gazetesi, Borsa Menkul Değerler Eki, 20.12.1993, s.7.

Aracı kurumlar, portföy yönetim hizmetlerine olan talebi karşılamak amacıyla, kanunun kendilerine verdiği yetkiyi kullanarak bünyelerinde oluşturdukları birimlerle yetinmeyerek bağımsız şirket şeklinde portföy yönetim şirketleri kurmaya başlamışlardır. Sermaye piyasasında portföy yönetimi gibi yeni getirilen sistemler kişilerin daha akılcı yatırım yapmalarını kolaylaştırmıştır. Burada uzman kişiler fertlerin yatırımlarını yönlendirerek daha rantabl hisselerle yönelmelerini sağlamıştır¹⁹⁷.

Portföy yönetim şirketleri yardımıyla borsa daha fazla canlılık kazanırken, küçük tasarruf sahipleri de, riskin dağıtılması ilkesi temel alınarak menkul kıymet alış verişinde daha iyi bir gelir sağlama hususunda uzman kuruluş kadrolarından yararlanma imkanına kavuşmaktadır.

Sonuç olarak, sermaye piyasasında menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyen küçük tasarruf sahipleri genellikle sermaye piyasasının kurallarını bilemez ve doğru karar veremezler. Ayrıca küçük tasarruflarla oluşturulan portföyler riski yeterince dağıtamadıklarından çok çabuk zarara uğrama tehlikesiyle karşı karşıyadırlar. Aynı şekilde, menkul kıymet ihraç eden ortaklıklarda piyasadaki değişiklikleri izlemek ve tedbir almada zorlanırlar. Portföy yönetim şirketleri gerek tasarruf sahiplerinin ve gerekse yatırımcı şirketlerin bu ihtiyaçlarını karşılamak üzere sermaye piyasasına kazandırılmışlardır.

7.4.3 Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti

7.4.3.1 Tanımı ve Hukuki Yapısı

Yatırım danışmanlığı faaliyeti, 20 Nisan 1995 tarih ve 22264 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan S.P.Kur.'nun "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir.

¹⁹⁷ GÜNGÖR, Erkan; Özelleştirme Borsaya Olan Talebi Artırdı, Dünya Gazetesi, Borsa Menkul Değerler Eki, 20.12.1993, s.12.

Tebliğ'in 3.maddesinde "yatırım danışmanlığı, müşterilere sermaye piyasası araçlarıyla bunlar ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar, şirket birleşme ve el değiştirmeleri, şirketlerin finansman ihtiyacının karşılanması hakkında ve benzeri konularda yönlendirici nitelikte yazılı veya sözlü yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunulması faaliyetidir." şeklinde tanımlanmıştır.

Bu konularda süreklilik arz etmeyen ve istisnai bir kaç olaya yönelik olarak verilmiş yatırım tavsiyeleri ve gazete, dergi, radyo, televizyon vb. yayınlarda yer alan yatırım bilgileri, yatırım danışmanlığı kapsamı dışındadır (S.P.Kur.Tebliğ'i Seri V, No:23, md.4/a-b).

Tebliğ'e göre, yatırım danışmanlığı hizmetleri Kurul'dan "yetki belgesi" almış aracı kuruluşlarca yürütülür (Tebliğ, md.5).

7.4.3.2 Faaliyet İzni ve Esasları

Yatırım danışmanlığı faaliyeti izin ve esasları genel hatları ile portföy yönetim faaliyetleri izin ve esasları ile aynıdır. Tekrardan kaçınarak aradaki farklar aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır.

Yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilmek için, aracı kuruluşların S.P.Kur.'nun Seri V, No: 23 Tebliğ'inde belirtilen şartları yerine getirerek Kurul'dan faaliyet izni almaları gerekir. Kurul tarafından faaliyet izni verilmesi uygun görülen kuruma, yatırım danışmanlığı yapabileceğine dair bir yetki belgesi verilir. Alınan yetki belgesini 15 gün içinde ilgili Ticaret Sicili'ne tescil ve ilan ettirilmesi gerekir.

Söz konusu Tebliğ'e göre; Aracı kuruluşlar yatırım danışmanlığı faaliyeti yapmak üzere Kurul'dan izin almak için, faaliyet konusuna ilişkin potansiyel iş hacmini gösteren bir etüdü yatırım danışmanlığı faaliyeti ile ilgili yöneticileri ve diğer ihtisas personelini tanıtıcı bilgileri, teşkilat şemalarını, teknik donanım ve organizasyonu tanıtıcı bilgileri Kurul'a sunmak zorundadır (Tebliğ, md.8).

Aracı kuruluşların yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilmeleri için bünyelerinde yatırım danışmanlığı ve araştırma faaliyeti için yeterli mekan,

teknik donanım, organizasyon ile yüksek öğrenim görmüş, sermaye piyasası, borsa, bankacılık, ekonomi, maliye, işletme ve finansman konularında ilgili ve mali piyasalarda en az üç yıllık mesleki tecrübesi bulunan yeterli sayıda ihtisas personelini sağlamış bulunması şarttır (Tebliğ, md.7).

S.P.Kur. yatırım danışmanlığına ilişkin ilkeleri adı geçen tebliğinde şu şekilde düzenlemiştir.

- Müşterilerine gerçek dışı, yanlış, yanıltıcı veya abartılmış bilgilere dayalı tavsiyelerde bulunamazlar,
- Yatırım tavsiyelerini güvenilir belge, destekleyici rapor ve analizlere dayandırmak zorundadırlar,
- Müşterilerinin mali durumunu, yatırım araçlarını, likidite, getiri ve risk tercihlerini dikkate alarak en uygun yatırım kararını almalarını sağlarlar,
- Verilen yatırım tavsiyeleriyle ilgili olarak müşterilere önceden tesbit edilmiş belli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir garanti veremezler,
- Yatırım danışmanlığı hizmetlerini yürütürken doğrudan veya dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir menfaat çatışması olduğunda öncelikle müşterisinin menfaatını gözetmekle yükümlüdürler,
- Yazılı, basılı veya sözlü biçimde müşterilerine duyurulacak ve yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarını müşterilerine duyurmadan önce kendileri veya 3. şahıslar lehine kullanamazlar (Tebliğ, md.9).

7.4.3.3 Sermaye Piyasası Açısından Önemi

Bilimsellik ve uzmanlık gerektiren portföy yönetimi, belli bir politika çerçevesinde yürütülür. Risk, verim ve değer artış faktörlerinin bir veya ikisine ağırlık verilmek suretiyle yürütülen bu politika, portföyün sahibi olan yatırımcı tarafından belirlenir ve portföy yöneticisine bildirilir. Ancak, yatırım politikasının

belirlenmesinde en önemli rolü portföy yöneticisi oynar¹⁹⁸. Portföy yöneticisi, yatırımcının amacının belirlenmesini sağlayabileceği gibi, yatırımcının risk karşısındaki durumunu da ortaya koyarak, yatırım kararlarının alınmasına yardımcı olur.

Sermaye piyasası gelişmiş olan ülkelere bakıldığında yatırım danışmanlık hizmeti veren kuruluşlar tarafından yatırımların yönlendirilmesi, rastgele seçilmiş portföyler yerine amaca uygun portföylerin seçimi yatırımcıların yüksek getiri sağlamalarına ya da amaçların gerçekleşmesine yardımcı olduğu görülmektedir.

Ülkemizde de sermaye piyasasında son yıllarda gözlenen olumlu gelişmeler, yatırım danışmanlığı hizmetlerine olan talebi artırmış, sonuçta kişilerin daha rasyonel yatırım kararları vermelerine imkan sağlamıştır. Zira , sonuçta, bu kuruluşlarda çalışan uzman kişiler fertlerin yatırımını yönlendirerek toplanan fonların daha etkin kullanılmasını sağlamaktadır.

Menkul kıymetlerle ilgili olarak temettü, tahvil faizi ve benzeri gelirlerin zamanında toplanıp değerlendirilmesi, tahvil vadelerinin izlenmesi, vadesi dolan kazançların tahsili, portföyün yapısında değişiklik yapılması gibi işler bu kuruluşlar tarafından dikkatle takip edilmektedir. Çünkü, bu tür işlemler, yatırımcının çıkarlarını önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Piyasanın eğilimlerini değerlendirmek, tam zamanında satış veya alıma geçmenin getirdiği fırsatlar, çoğu zaman büyük kazançların kaybedilmesine veya elde edilmesine neden olmaktadır.

Yatırım danışmanlığı faaliyetiyle ilgili olarak S.P.Kur.'nun 20.04.1995 tarihinde yürürlüğe giren Seri V, No:23 tebliği ile, özellikle küçük yatırımcıların tasarruflarının profesyoneller tarafından daha verimli ve rasyonel biçimde değerlendirilmesine imkan sağlanmış ve bunlar kısa bir süre içinde göstermiş oldukları performans ile yatırımcıların ilgi odağı haline gelmiştir.

¹⁹⁸ CHRISTY, A.George-Clendemin, C.John; *Introduction to Investments*, Sixty Edition, McGraw-Hill Book Company, New York, 1974, s.647.

Yatırım danışmanlığı sayesinde yatırımcı diğer yatırım araçlarından daha fazla gelir elde ettiği için bu kuruluşlara olan ilgi de her geçen gün artmaktadır.

7.4.4 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı

7.4.4.1 Tanımı ve Hukuki Yapısı

3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı S.P.K.'nun sermaye piyasasının kurumlarıyla ilgili olarak getirdiği yeniliklerden biriside Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı (RSYO) dır.

RSYO ile ilgili söz konusu hukuki düzenlemeler 3794 sayılı kanun'la değişik 2499 sayılı S.P.K.'nun 22/c ve 36.maddeleri çerçevesinde ve daha sonra 6 Temmuz 1993 tarih ve 21629 sayılı mükerrer R.G.'de yayınlanan Seri VIII, No:21 S.P.Kur. Tebliği ile RSYO'na ilişkin esaslar belirlenmiştir.

Tebliğ'in 3.maddesinde risk sermayesi yatırımı şöyle tanımlanmıştır. "Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarımı biçimine risk sermayesi yatırımı denir."

Girişim şirketlerinin, sınıai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları gerekir.

Söz konusu tebliğde RSYO ise; "Kayıtlı sermayeli olarak kurulan, başlangıç veya çıkarılmış sermayesini esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelterek, risk sermayesi, yatırım

faaliyetinde bulunan ortaklıklara RSYO denir.” şeklinde tanımlanmıştır (Teb. md. 3.f).

Aynı Tebliğ’de, girişim şirketleri; “RSYO tarafından risk sermayesi yatırımı yapılan anonim ortaklıklar” şeklinde tanımlanmıştır. Tebliğ’in ikinci bölümünde kuruluş ve halka arza ilişkin esaslar belirlenmiş, kuruluş şartları, RSYO’nun esas sözleşmelerinde bulunması gerekli asgari hükümler belirtilmiş ve tedrici usulde kuruluş ve ani usulde kuruluş halinde izlenmesi gereken prosedür açıklığa kavuşturulmuştur.

Bilindiği gibi sermaye piyasalarının önemli fonksiyonlarından biri yeni kaynak oluşturmak, diğeri de oluşturulan kaynakları verimli alanlarda kullanmaktır. RSYO’da böyle bir düşüncenin ürünü olarak sermaye piyasasına kazandırılmış bir kurumdur.

Risk sermayesi, kaynak yetersizliği nedeniyle hayata geçirilemeyen, başarıya ulaşma imkanı yüksek yatırım projelerinin finansmanını, yönetimine katıldığı yeni şirketler kurarak yapan ve ileride oluşacak kârlar ile hisse senetleri fiyat artışlarından istifade etmeyi hedefleyen örgütlenmiş bir portföy yönetim kuruluşudur¹⁹⁹.

7.4.4.2 Kuruluş ve Faaliyet Esasları

RSYO’nun kuruluş ve faaliyet esasları S.P.Kur.’nun ilgili tebliğinin 4.maddesinde ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Buna göre; RSYO risk sermayesi faaliyette bulunmak üzere kurula başvurmuş olması ve aşağıdaki şartları yerine getirmiş olması gerekir(Tebliğ, md.4) ;

- Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,
- Başlangıç sermayelerinin 100 milyar liradan, kayıtlı sermayelerinin 300 milyar liradan ve pay bedelinin 250 milyon liradan az olmaması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve nama yazılı olması,

¹⁹⁹ RODOPLU, Gültekin; a.g.e., s.117.

- Ortaklık süresinin 5 yıldan az olmaması,
- Ticaret ünvanlarında "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,
- Esas sözleşmelerinin TTK, S.P.K. ve bu tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi,
- Kurucuların bu tebliğde öngörülen şartları taşıması,
- Yabancı ortakların, 6224 sayılı Kanun çerçevesinde gerekli müsadeyi almış olmaları gerekir.

RSYO'nun faaliyetlerini sadece risk sermayesi yatırımlarına yönlendirmek amacıyla, bu ortaklıkların ilgili tebliğin 18.maddesinde bazı sınırlamalar getirilmiştir.

Buna göre, RSYO'lar ödünç para verme işleriyle uğraşamayacakları gibi, mevduat toplayamaz ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemleri yapamazlar. Ayrıca ticari, sınai ve zırai faaliyetlerin yanısıra risk sermayesi yatırımı dışındaki sermaye piyasası faaliyetlerinde de bulunamazlar.

RSYO'nun yatırımlarına da bazı sınırlamalar getirilmiştir. Bunlardan ilki; yatırım yapılacak şirketlere ilişkindir. Buna göre, RSYO'nun sermayelerinin %10'dan fazlasına sahip olan hissedarlarının ayrı ayrı ya da birlikte, sermayesinin %10 veya daha fazlasına sahip oldukları ortaklıklara yatırım yapabilmeleri için esas sözleşmelerinde açık hüküm bulunması gerekmektedir. İkinci sınırlama ise, yatırım yapılacak şirketin menkul kıymetinin portföyde tutuluş süresine ilişkindir. Bu süre azami on yıl ile sınırlandırılmıştır (Teb. md.19). Bu sınırlama RSYO'ların holdinge dönüşmelerini önlemek amacıyla yöneliktir²⁰⁰.

İlgili Tebliğ'in 20.maddesi ile de RSYO'nun yönetim ilkeleri belirlenmiştir. Buna göre, RSYO'ları; hiç bir şekilde diğer risk sermayesi yatırım ortaklıklarına yatırım yapamazlar. Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı veren hisse senedi dışında imtiyazlı hisse senedi ihraç edemeyecekleri

²⁰⁰ ESER, Serdar; "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı", UG Bankacılık Der., Eylül 1993, s.72.

gibi, faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır veya taşınmaz mal edinmeleri de mümkün değildir (Teb. md.20).

RSYO'lar yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimine katılıp, bu şirketlere genel danışmanlık ve yöneticilik hizmetleri sunabileceği gibi, kendisi de girişim şirketlerinin seçimine ve yatırımların yönetimine ilişkin olarak uzmanlaşmış kişi ve kuruluşlardan danışmanlık hizmetleri alabilir. Ancak bu tür bir hizmetin alınabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması ve yönetim kurulunca karar alınması gerekir (Tebliğ, md.21).

7.4.4.3 Sermaye Piyasası Açısından Önemi

Risk sermayesi, sınırlı sayıdaki risk sermayedarlarının, gelecek vadeden, pazarı iyi ve kârlılığı ümit verici olan küçük-kapalı anonim ortaklıklara yatırım yapmaları ve bu ortaklıkların en iyi, en elverişli noktaya ulaştıkları tarihte ortaklığı halka açıp paylarını satarak koydukları parayı kâr ile geri aldıkları sermayedir²⁰¹. Bu yönüyle, RSYO'na bir bakıma geçmiş yıllarda Türkiye Sanayi Kalkınma Bankası'nın oynamış olduğu rol yüklenmek istenmiştir. Bu kuruluşlar halkın yatırım yapmaya cesaret edemeyeceği şirketlere yatırım yapıp, girişimcilere destek verecek, ileriki yıllarda riskin azalması, yatırımların kârlı hale gelmesi durumunda, yatırım yapmış oldukları sermaye piyasası araçlarının halka intikal etmesine aracılık edeceklerdir.

Risk sermayesi şirketlerinin amacı, yatırım yapılan şirketin denetimini ele geçirmek değil, teknolojik yeniliğin uygulamaya geçirilmesi sonucu elde edilecek ticari kârdan yararlanmaktır. Bu şirketler, finanse ettiği girişimcinin başarıya ulaşmasını ve satın aldığı hisse senetlerinin değerinin artmasını bekler. Bunu sağlamak için ortağı olduğu şirketin yönetimine katılabileceği gibi, yönetim danışmanlık hizmeti de verebilir. Ancak nihai amaç, finansa ettiği şirketin ucuza aldığı hisselerini borsada büyük kârla satabilmektedir. Ancak her

²⁰¹ GÜCENME, Ümit; a.g.e., s.79.

girişimcide olduğu gibi başarı ihtimali kadar, başarısızlık ihtimali de vardır. Girişimci işletmenin başarısızlığı ya da iflası, yatırılan sermayenin tamamen kaybedilmesi sonucunu da doğurabilir. Bu nedenle risk sermayesi şirketi, yatırımda bulunacağı şirketi ve onun uygulamaya koymayı düşündüğü projeye ilgili gerekli incelemeleri yapmak zorundadır.

RSYO'lar sermaye piyasasının gelişimine katkıda bulunmak ve yüksek riskten kaçınmak amacıyla yapacakları yatırımlarda, işletmelerin gelişim aşamalarını ve sektörel dağılımlarını, göz önüne alarak risk yatırım portföyü oluştururlar. Böylece bazı yatırımlardaki zararlar diğerlerinin sağladığı yüksek kârlar ile telafi edilir.

Şüphesiz ki her yatırımcı girişimi karşılığında belirli bir getiri bekler. Ancak, bu amaca yönelik olarak sürdürülen faaliyetler sırasında finansal darboğaza düşmüş olabilirler. Parlak fikirleri ve yöntemleri olan, ancak yeterli sermayeleri olmadığı için bu düşüncelerini yatırıma dönüştüremeyen girişimcilerin destelenerek, bu yatırımların ekonomiye kazandırılması açısından önemli olan risk sermayesi uygulamasının, ekonomiye sağladığı bir takım faydalar vardır.

Risk sermayesi şirketlerinin sermaye piyasasına, dolayısı ile ekonomiye sağladığı bu faydaları şöyle sıralayabiliriz²⁰².

- Bu tür şirketler bünyelerinde uzmanlaşmış kişiler çalıştırdıklarından kaynakların daha rasyonel kullanılmasını sağlarlar.
- Girişimci şirketlere yeni teknoloji transferi sağlar.
- Ülkeye yabancı sermayenin daha hızlı girmesine yol açar.
- Üretimi, dolayısıyla ihracatı artırıcı etki yapar.
- Sermaye piyasasına kaynak transferi ve yeni araçların gelmesini sağlar.
- Ülkeden beyin göçünü önler.

²⁰² ERTUNA, Caner; "Risk Sermayesi Yatırımlarından Beklenen Faydalar", Ekonomik Bülten, 12-18 Temmuz 1993, s.1.

Ekonomiye bu kadar olumlu katkılarda bulunabilecek olan RSYO'ların henüz uygulamada faaliyet gösteren bir tek örneği yoktur. Bu tür şirketlerin kurulabilmesi için herşeyden önce bir ülkede üç temel şart bulunmaktadır²⁰³. Bu şartlar;

- Sermayesi ve özkaynağı güçlü kurumsal yatırımcıların olması,
- Büyüyen, yeni teknolojiler oluşturan bir ekonominin olması, ayrıca bu teknolojileri oluşturacak, büyümeye katkıda bulunacak bir müteşebbis kitlesinin olması,
- Mevzuat ve kanuni yapının, risk sermayesi fonlarının kurulmasına imkan vermesi gerekir.

Bunlardan mevzuata ilişkin eksiklik giderilmiş, dahası S.P.Kur.'nun ilgili tebliğinde RSYO için teşvik niteliğinde sayılabilecek önemli bir yenilik getirilerek RSYO'ların kâr dağıtımında S.P.K.'na tabi şirketler için getirilen hükümlere bağımlı olma zorunluluğu kaldırılarak, kâr dağıtımına ilişkin hususların esas sözleşmede serbestçe belirlenmesine imkan tanınmıştır (Teb. md.25).

RSYO'ların başarılı olabilmesi ve sermaye piyasasının gelişimine yeterli katkılar sağlayabilmesi için bu kurumlar, vergi kanunlarındaki düzenlemeler ile de desteklenmiştir. Buna göre, RSYO'lar kurumlar vergisinden istisna edilerek sadece asgari kurumlar vergisi oranına tabi tutulmuşlardır. Bu da yeterli sermayesi olan kişi ve kuruluşları RSYO şirketi kurmaya teşvik edecektir.

Ancak bu önemli bir teşvik olmakla birlikte tek başına yeterli değildir. Ülkemizin şartları gereği (yüksek enflasyon, uzun vadeli yatırımlar konusunda çekingenlik vb.) ilk örneğin devletçe oluşturulması çok önemlidir. Uzun vadeli bir finansman yöntemi olan risk sermayesi uygulamasında, kaynağın kesintisiz olması çok önemlidir²⁰⁴. Bu alanda devletin öncülüğü ile gerçekleştirilecek ilk örneğin başarılı olması, kuruluş aşamasındaki sektöre güven duyulması

²⁰³ YEŞİLADA, Atilla; "KOSGEB" Risk sermayesi Paneli, Haziran-1993,s.21.

²⁰⁴ KALIR, Nurhan; Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulaması, Kalkınma Der., Ekim 1993, s.16.

sonucunu doğuracak ve bu sektöre yeni yatırımcıların girmesini de teşvik edecektir.

7.4.5 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

7.4.5.1 Tanımı ve Hukuki Yapısı

S.P.Kur.'nun 22 Temmuz 1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri VI, No:7 "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ve bu Tebliğ'e ek olarak 23 Ocak 1996 tarih ve 22532 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri VI, No:8 Tebliği ile Türk Sermaye Piyasası'na Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı adıyla yeni bir sermaye piyasası kurumu kazandırılmıştır.

Söz konusu Tebliğ'in 3.maddesinde gayrimenkul yatırım ortaklığı "Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır. " şeklinde tanımlanmaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın amaçlarını şöyle sıralayabiliriz;

- Ortaklık portföyü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- Portföy çeşitlendirmesi ile yatırım riskini en aza indirecek bir biçimde dağıtmak,
- Gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı araçlara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimi ile ilgili olarak gerekli önlemleri almak,
- Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak (Tebliğ, md.4).

7.4.5.2 Kuruluş ve Faaliyet Esasları

Anonim şirket şeklinde kurulması zorunlu olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, ani usulde kurulabilecekleri gibi daha önce kurulmuş olan ortaklıklar da gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşuna izin verilebilmesi için;

- Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurul'a başvurmuş olmaları,
- Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde ve hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmaları,
- Başlangıç sermayelerinin 250 Milyar TL.'da az olmaması,
- Başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Ticaret ünvanlarında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,
- Esas sözleşmelerinin Kanun hükümlerine uygun olması,
- Kurucuların müflis olmadığı ve yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tesbit edilmiş olması gerekir (Tebliğ, md.5).

Yukarıdaki şartları taşıyan ve gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetinde bulunmak isteyen ortaklık yöneticileri Kurul'a bir dilekçe ile başvururlar. Kurul'un olumlu görüşü alındıktan sonra T.T.K.'na göre istenecek gerekli belgelerle birlikte Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na kuruluş izni almak için müracaat ederler. Ani kuruluş şeklini tercih eden kurucuların, başlangıç sermayesinin tamamını taahhüt etmeleri ve pay bedellerini tam olarak nakden bir bankaya bloke etmeleri zorunludur. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan gerekli kuruluş izni alındıktan sonra 15 gün içinde kurucular gayrimenkul yatırım ortaklığının merkezinin bulunduğu yer Ticaret Mahkemesi'ne müracaat ederek kuruluş tasdikini talep ederler. Tasdik işleminden sonra ortaklık ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan olunur.

Kuruluş işlemlerini tamamlayan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının en geç altı ay içinde halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması için Kurul'a başvuruda bulunması gerekir. Kurul, gayrimenkul yatırım ortaklığının portföy işletmeciliği faaliyet izni ve hisse senetlerinin kayda alınması başvurularını birlikte değerlendirir. Kurul ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, organizasyon yapısına, yönetici kadroya, uzman personele ve donanımına sahip olup olmadığı inceler. İnceleme sonucunda uygun bulursa faaliyet iznini içeren yetki belgesi verilir.

Yetki belgesini Kurul'dan alan gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

- Gayrimenkula dayalı sermaye piyasası araçlarına (gayrimenkul sertifikası ve konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler gibi) yatırım yapabilirler.
- Bina, arsa ve araziden oluşan gayrimenkullere yatırım yapabilirler.
- Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler.
- İlgili mevzuat uyarınca gerekli izinleri alınmış, projesi hazırlanmış, inşaata başlayabilmesi için gerekli belgelerin tam ve doğru olduğu ekspertis şirketlerince onaylanmış, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapabilirler.
- Kira geliri elde etmek amacıyla, bitmiş veya asgari %50'si tamamlanmış gayrimenkullere yatırım yapabilirler (Tebliğ, md.16).

S.P.Kur.'nun yayınladığı Seri VI, No:7 Tebliği ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyet ve yönetimlerine bazı kısıtlamalar da getirilmiştir. Söz konusu tebliğin 17.maddesine göre gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

- Kısa vadeli fonlarını değerlendirebilmek amacıyla gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları dışındaki sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler. Ancak yatırım yapacakları tutar çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'unu aşamaz.

- Borsa veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarını portföye alım ve satımlarında, bu işlemleri borsa veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda yapmak zorundadırlar.
- Hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimine hakim olmak amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamazlar.
- Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç Türk ve yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar.
- Altın ve diğer kıymetli madenler ile yabancı gayrimenkul ve menkul kıymetlere yatırım yapamazlar.
- Kurucu intifa senedi, oydan yoksun hisse senedi, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senedi dışında imtiyaz veren hisse senedi ihraç edemezler.
- Kredi temini amacı dışında, portföyündeki varlıkları rehin veremez, teminat olarak gösteremez ve ipotek tesis ettiremezler.
- Portföylerinde yer alan varlıkları sigorta ettirmek zorundadırlar.

7.4.5.3 Sermaye Piyasası Açısından Önemi

S.P.Kur.'nun 1995 yılı ortalarında gayrimenkul yatırım ortaklığı adıyla Türk Sermaye Piyasası'na kazandırmış olduğu kurum uygulamada büyük bir eksikliği gidermiştir. Gayrimenkul yatırım ortaklığı, bir veya birden fazla gayrimenkulü tamamen veya kısmen satın alır, satın alınan gayrimenkul bitmemişse tamamen satar veya kiralar ; ya da bir kısmını satın aldığı binanın amaca uygun tadilatından sonra kiralayabilir veya satabilir. Tüm bu hallerde elde edilen kira ve değer artış kazançları gayrimenkul yatırım ortaklığına yatırım yapmış bulunan yatırımcılara dağıtılır. Başka bir ifade ile tasarruf sahipleri gayrimenkul yatırım ortaklığının kira ve gayrimenkul değer kazançları

dolayısıyla temettü (kâr payı) ve hisse senedi değer artışı kazancı oranlarının artmasından yararlanır. Böylece, yatırımcılar küçük tasarruflarıyla gayrimenkul alamazken, kira geliri ve gayrimenkul değer kazancından yararlanır hale gelmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklığı toplu konut alışveriş merkezi, büyük kent otoparkı, spor tesisi gibi binaların üretim, tesis ve işletimini imkan dahiline sokarak demir, çimento, kereste, beyaz eşya, mobilya ve halı gibi sektörlerin de gelişimine katkıda bulunacaktır. Özellikle büyük kentlerde hem gayrimenkul fiyatlarını tanzim edici, hemde ortaya çıkan rantın küçük yatırımcı kitlesi tarafından mümkün kılmaktadır²⁰⁵.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının oluşturdukları portföyler, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı araçlardan oluşmaktadır. Portföyde yer alan menkul kıymetlerin tüm alım ve satım işlemleri borsadan izlenebileceği için bir gayrimenkulün gerçek değerini herkes çok yakından takip edebilecektir. Bu kurumlar gayrimenkul sektörüne şeffaflık getireceğinden fahiş fiyat oluşturulması artık pek mümkün olmayacaktır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı kurarak borsaya kote olmayı amaçlayan firmaların sayısının artması gayrimenkulü sabit varlık olarak gören kişi ve kuruluşlar için çok önemlidir. Çünkü bu kişi ve kuruluşlar sabit varlık edinmek amacıyla yapmış oldukları yatırımlar karşılığı ellerinde bulunan menkul kıymetlerini gerçek değerine en yakın şekli ile ve istedikleri zaman ellerinden çıkarabilme imkanına sahip olmuşlardır.

Türk Sermaye Piyasası'nda gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı araçlarla portföy oluşturmak için kurulan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sayısı her geçen gün artmaktadır. Bu gelişmeler gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Türk Sermaye Piyasası'nda hissedilen bir eksikliği giderdiğini göstermektedir. Bu tür ortaklıkların çoğalması sistemin daha sağlıklı işlemesine katkıda bulunacaktır.

²⁰⁵ TEKER, Murat Bahadır; **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**, S.P.Kur. Yayın No:43, Ankara 1996, s.93.

III. BÖLÜM

İMKB'de FAALİYET GÖSTEREN ARACI KURUMLARIN YAPISAL ÖZELLİKLERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

8. İMKB ve Aracı Kurumlardaki Son Gelişmeler

8.1 İMKB'deki Gelişmeler

Ülkemizde sermaye piyasalarının geçmişi çok eskilere dayanmakla birlikte, bu alandaki teknik, kurumsal ve yasal altyapının oluşturulmasına yönelik kapsamlı çalışmalar 1980 yılı sonlarında gerçekleştirilmiştir. 1980'li yıllarda uygulamaya konulan mali liberalizasyon programı çerçevesinde değerlendirilen sermaye piyasalarının düzenlenmesi ve geliştirilmesi çalışmaları, 1981 yılında SPK'nun yürürlüğe girmesi ve 1982 yılında S.P.Kur.'nun kurulması ile başlamış, bugün Türk sermaye piyasaları dinamik ve hızlı gelişen bir yapıya kavuşmuştur.

S.P.Kur.'nun kurulduğu 1982 yılından 1985'e kadar geçen süre içerisinde piyasaların temel kurumsal ve hukuksal çerçevesini oluşturmaya yönelik çalışmalara ağırlık verilmiştir. 1985 yılı sonunda İMKB'nin yeniden örgütlenerek faaliyete geçmesini takiben, sermaye piyasaları belirgin bir gelişme göstermiş, uygulanan liberal ekonomi modeli birinci ve ikinci el piyasalardaki işlem hacmini önemli ölçüde arttırmıştır.

1985 yılı sonunda yeniden faaliyete geçen İMKB hisse senedi piyasasındaki gelişmeleri Tablo 3.1'deki rakamlar ortaya koymaktadır.

TABLO : 3.1 İMKB'nda Hisse Senedi İşlem Hacmi

YILLAR	Hisse Senedi İşlem Hacmi (milyon T.L.)
1986	8.703
1987	105.376
1988	148.944
1990	15.313.100
1991	24.512.000
1992	56.400.000
1993	255.600.000
1994	650.700.000
1995	2.374.796.000

KAYNAK : Aracı Kurumlar-1995 S.P.Kur. Yayın No:45, Ankara,1996'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi İMKB hisse senedi piyasasında 1992 yılında 56.4 trilyon TL., 1993 yılında 255.6 trilyon TL., 1994 yılında ise 650.7 trilyon TL.'si işlem hacmi gerçekleştirilmiştir. 1995 yılında işlem hacmi bir önceki yıla göre %365 artış göstererek 2.374.796 trilyon TL.'sına ulaşmıştır. Şüphesiz bu gelişmenin en önemli nedenlerinin başında son yıllarda gerek kamu ortaklığı tarafından yapılan özelleştirme çerçevesinde, gerekse özel kesimin hisselerinin bir kısmını halka arz etmesiyle borsa hızlı bir gelişme içerisine girmiştir.

Kamu ve özel kesim tarafından ihraç edilmiş bono ve tahvillerin ikinci el piyasada alım-satımını organize etmek üzere İMKB bünyesinde 1991 yılında oluşturulan tahvil ve bono piyasası kesin alım-satım pazarında işlem hacmi

1992 yılında 18 trilyon TL. iken 1993 yılında 122.6 trilyon TL.'ya ve 1994 yılında ise 270 trilyon TL.'ya yükselmiştir. Bu rakam 1995 yılında %274.07 artış göstererek 740 trilyon TL.'sına ulaşmıştır. Repo-Ters Repo piyasasındaki işlem hacmi ise 1993 yılında 59 trilyon TL.'sı , 1994 yılında 756,7 trilyon TL.'sı olarak gerçekleşmiştir.1995 yılında söz konusu işlem hacmi %764.08 oranında çok büyük bir artış göstererek 5.781.776 trilyon TL.'sına ulaşmıştır²¹³.

İkinci el piyasalarda yaşanan gelişmelere paralel olarak birinci el piyasada da menkul kıymet ihraçlarında önemli artışlar kaydedilmiştir. 1993 yılında toplam 72 trilyon TL.'lık, 1994 yılında 84,7 trilyon TL., 1995 yılında ise 174.528 trilyon TL.'lık özel kesim menkul kıymet ihracı kurul kaydına alınmış bulunmamaktadır. 1995 yılında Kurul kaydına alınan toplam 174.528 trilyon TL.'lık menkul kıymetin dağılımı Tablo 3.2 'deki gibidir.

TABLO: 3.2 1994-1995 Yılında İkinci El Piyasalarda İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Dağılımı

Menkul Kıymet Türü	1994 (milyon TL.)	1995 (milyon TL.)
Hisse Senedi	37.600.000	56.400.000
Özel Sektör Tahvili	491.000	1.900.000
Finansman Bonosu	156.000	1.600.000
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	42.300.000	114.000.000
Banka Bonosu ve Banka Garantili Bono	2.000.000	1.300.000
Yatırım Fonu Katılma Belgesi	2.200.000	4.400.000

KAYNAK : Aracı Kurumlar-1994-1995,S.P.Kur. Yayın No:18-45, Ankara 1995-1996'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

²¹³ Aracı Kurumlar-1995 , S.P.Kur.Yayınları, Yayın No:45, Ankara 1996, s.2.

8.2 Aracı Kurumlardaki Gelişmeler

Kuşkusuz sermaye piyasasının gelişmesinde mali kuruluşlara, özellikle aracı kurumlara büyük görevler düşmektedir. Borsanın faaliyete geçtiği 1986 yılında 8 olan aracı kurum sayısı piyasadaki gelişmeler paralelinde sürekli artarak 1990 yılında 109'a ulaşmıştır. Özellikle 1990-1991 yılları arasında aracı kurum sayısında yaşanan bu hızlı artış çerçevesinde İMKB'nin fiziki imkansızlıkları da gözönünde bulundurularak aracı kurum kuruluşuna izin verme işlemleri 1991 yılı sonunda durdurulmuş ve mevcut başvurular da değerlendirmeye alınarak 1992 yılı itibariyle aracı kurum sayısı 112 olarak dondurulmuştur.

1994 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrasında 9 aracı kurumun faaliyetlerinin durdurulmasıyla 1994 yılı sonunda faaliyette bulunan aracı kurum sayısı 103'e düşmüş, faaliyetleri geçici olarak durdurulan iki aracı kurumun yeniden faaliyete geçmesiyle aracı kurum sayısı 105'e ulaşmıştır. 1995 yılının özellikle ikinci yarısında aracı kurumlarda baş gösteren mali yetersizlikler nedeniyle bazı aracı kurumların sermaye piyasası faaliyetleri durdurulmuştur. 25.04.1996 tarihi itibariyle fiilen faaliyette bulunan aracı kurum sayısı toplam 97'dir.

Tablo 3.3'de görüleceği gibi, borsada hisse senedi işlem hacminde 1995 yılı içinde aracı kurumlar bankalar karşısında ezici bir üstünlük sağlamışlardır.

TABLO: 3.3 1995 Yılında Gerçekleşen Hisse Senedi İşlem Hacmi

Üye	Sayı	İşlem Hacmi (milyon T.L.)	%
Yatırım Bankaları	12	78.972.689	1.66
Ticari Bankalar	50	1.046.111.481	22.03
Aracı Kurumlar	103	3.623.203.410	76.31
TOPLAM	165	4.748.110.579	100.00

KAYNAK : Zaman Gazetesi, 30 Ocak 1996.

Tablonun incelenmesi halinde görüldüğü gibi aracı kurumlar, 1995 yılı içinde hisse senedi işlem hacminin %76'sını gerçekleştirmişlerdir. Bankalar ise sadece %24'lük bir işlemin gerçekleşmesine aracılık etmişlerdir. Geçmiş yıllarla kıyaslandığında aracı kurum işlem hacminde meydana gelen bu artışın en önemli nedenlerinden birisi kuşkusuz ki aracı kurum sayısında meydana gelen artıştır.

8.2.1 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütleri

Aracı kurumların işlem hacminde ortaya çıkan bu artışta söz konusu kurumların merkez dışı örgütlerinin yaygınlaşmasının da büyük etkisi olmuştur.

Aracı Kurumların merkez dışı örgütleri 1 Mayıs 1995 tarihine kadar şube ve acentalardan oluşmaktayken, bu tarihten itibaren yürürlüğe giren Seri:V, No:19 "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği" ile birlikte irtibat büroları da merkez dışı örgütler arasında sayılmıştır.

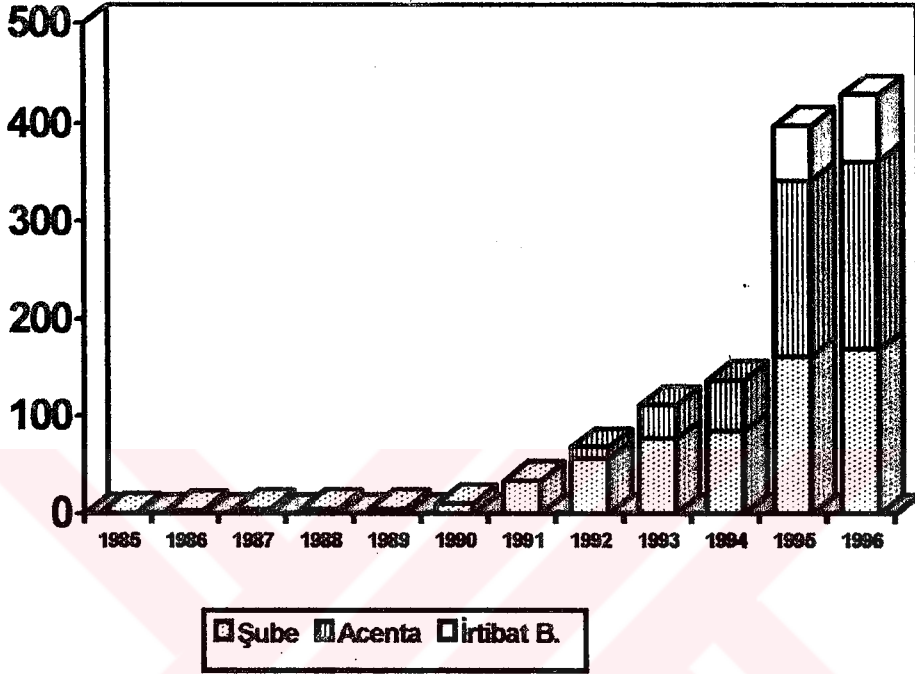
Aracı Kurumların merkez dışı örgütlerinin sayısında yıllar itibariyle görülen değişimin yer aldığı Tablo 3.4 aşağıdaki gibidir.

TABLO : 3.4 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Sayısında Yıllar İtibariyle Görülen Değişim

Yıllar	Şube	Acenta	İrtibat Bürosu	Toplam	Genel Toplam
1985	1	—	—	1	1
1986	2	—	—	2	3
1987	2	—	—	2	5
1988	—	—	—	—	5
1989	—	—	—	—	5
1990	5	—	—	5	10
1991	24	—	—	24	34
1992	22	12	—	34	68
1993	20	23	—	43	111
1994	9	18	—	27	138
1995	77	126	56	259	397
1996/4	7	13	11	31	428
Toplam İzin Verilen	169	192	67	428	428
Toplam Faaliyette Bulunan	122	131	61	—	318

KAYNAK : Aracı Kurumlar -1995, S.P.Kur. Yayın No:45, Ankara 1996.

GRAFİK : 3.1 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Sayısında Yıllar itibarıyla Görülen Değişim



KAYNAK : Aracı Kurumlar -1995, S.P.Kur. Yay.No:45, Ankara 1996 'dan Yararlanılarak Hazırlanmıştır.

Yukarıdaki tablodan izleneceği gibi aracı kurumların merkez dışı örgütleri 1985-1991 yılları arasında toplam 34 şubeden oluşmaktayken, 1992 yılından itibaren acenta tipi örgütlenmenin yasal düzenlemelerinin yapılmasının da etkisiyle, 1992-1994 yılları arasında bu sayı giderek artmıştır. 1993 yılında 76'sı şube 35' i acenta olmak üzere toplam 111 olan merkez dışı örgüt sayısı, 1994 yılında eklenen 9 şube ve 18 acenta ile toplam 138'e, 1995 yılında 77 şube, 126 acenta ve 56 irtibat bürosu ile genel toplamda 397'ye ulaşmıştır.

Faaliyetleri durdurulan ya da aracı kurumlar tarafından kapatılan veya sözleşmesi feshedilen 47 şube ve 61 acenta ve 2 irtibat bürosu dikkate alındığında, Nisan 1996 tarihi itibarıyla aracı kurumların halen faaliyette

bulunan merkez dışı örgütlerinin sayısı ise 122 şube, 131 acenta ve 65 irtibat bürosu olmak üzere toplam 318'dir.

8.2.2 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Coğrafi Yoğunluğu

Mayıs 1996 tarihi itibarıyla aracı kurumların şube, acenta ve irtibat bürolarından oluşan merkez dışı örgütlerinin illere ve bölgelere göre dağılımına ilişkin bilgiler Tablo 3.5'de yer almaktadır.

Tablodan da izlenebileceği gibi aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin en yoğun olarak bulunduğu bölge Marmara Bölgesi'dir. Bu bölgede 55 şube, 81 acenta ve 28 irtibat bürosu olmak üzere toplam 164 merkez dışı örgüt bulunmaktadır. Bu rakam aracı kurumların toplam merkez dışı örgütlerinin yaklaşık olarak %53'ünün Marmara Bölgesi'nde bulunduğunu işaret etmektedir.

Ege Bölgesi 21 şube, 17 acenta ve 13 irtibat bürosu olmak üzere 51 merkez dışı örgüt ile ikinci sırada yer almaktadır. Ege Bölgesi'nde faaliyet gösteren merkez dışı örgütlerin sayısı genel toplamın yaklaşık %16'sını oluşturmaktadır.

İç Anadolu Bölgesi 26 şube, 12 acenta ve 7 irtibat bürosu ile 3.sırada yer almaktadır. Toplam 45 merkez dışı örgüt sayısı hala faaliyette bulunan merkez dışı örgütlerin %15'ini ifade etmektedir.

Aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin yoğunluğu bakımından ilk üç sırayı alan bu bölgeler il bazında incelendiğinde ise; İstanbul, zmir ve Ankara'nın ilk sıralarda olduğu dikkati çekmektedir. Ankara'da daha çok şube tipindeki merkez dışı örgütlerin yoğun olarak yer aldığı gözlenirken, gerek şube, gerek acenta ve gerekse irtibat bürosu tipindeki örgütlenmelerin en yoğun olarak bulunduğu ilimiz İstanbul'dur. İstanbul'da faaliyet gösteren merkez dışı örgüt sayıları tüm Türkiye genelinde faaliyet gösteren şubelerin

%37'sini, acentaların %40'nı ve irtibat bürolarının %28'ini oluşturmaktadır. Toplam merkez dışı örgüt sayısında ise İstanbul'da yer alan merkez dışı örgütler faaliyet gösteren toplam merkez dışı örgütlerin %37'sini oluşturmaktadır.

Akdeniz Bölgesi'nde ise 16 şube, 13 acenta ve 5 irtibat bürosu olmak üzere toplam 34 merkez dışı örgüt bulunmaktadır. Akdeniz Bölgesi'nde yer alan Mersin ve Adana illeri, Ankara, İstanbul ve İzmir'den sonra gelişme potansiyeli yüksek diğer iki ilimiz olarak değerlendirilmektedir. Mevcut durumda 3 şube, 7 acenta ve 5 irtibat bürosunun faaliyette bulunduğu Karadeniz Bölgesi, daha çok acenta tipi örgütlenmenin tercih edildiği bir yapı sergilenmektedir. Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde ise aracı kurumların henüz 1 şube, 1 acenta ve 3 irtibat bürosu olmak üzere toplam 5 merkez dışı örgütü bulunmaktadır. Doğu Anadolu Bölgesi ise 1 acenta ve 3 irtibat bürosu ile en az merkez dışı örgüte sahip bölgemiz olmaktadır.

Ayrıca 2'si Frankfurt'da, 1'i Köln'de olmak üzere yurtdışında faaliyet gösteren 3 irtibat bürosu bulunmaktadır.

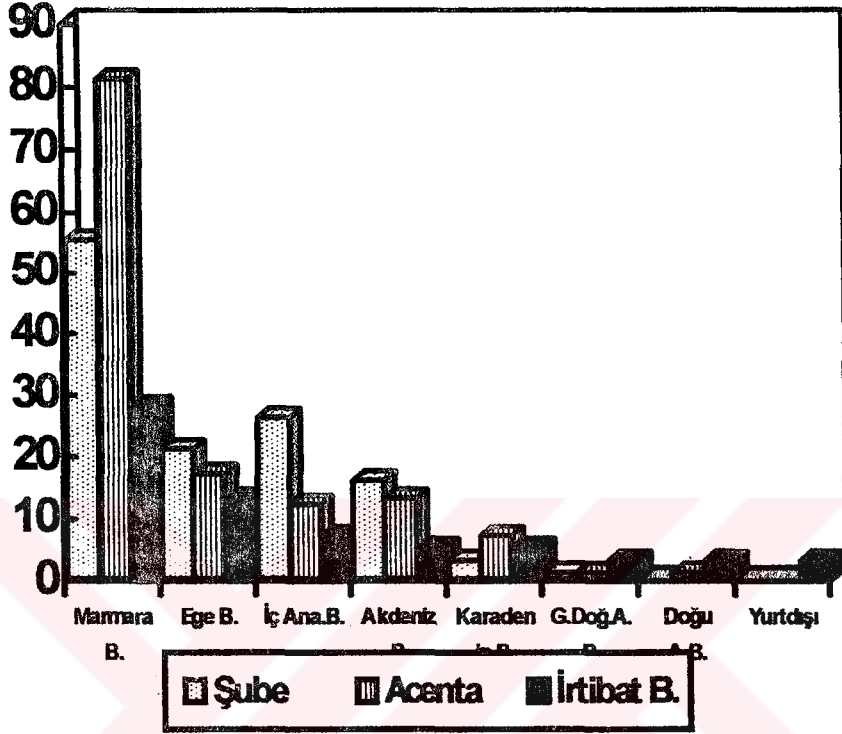
TABLO: 3.5 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Bölgesel Yoğunluğu

	Şube	Acenta	İrtibat Bürosu	Toplam
MARMARA BÖLGESİ	55	81	28	164
Balikesir	—	6	—	6
Bursa	7	10	2	19
İstanbul	47	54	19	120
İzmit	1	6	2	9
Sakarya	—	1	3	4
Çanakkale	—	1	—	1
Yalova	—	1	1	2
Edirne	—	1	1	2
EGE BÖLGESİ	21	17	13	51
Denizli	2	3	1	6
İzmir	18	8	5	31
Kütahya	—	1	—	1
Manisa	—	2	—	2

TABLO 3.5 'in Devamı

Muğla	—	2	2	4
Aydın	1	1	2	4
Uşak	—	—	3	3
İÇ ANADOLU BÖLGESİ	26	12	7	45
Ankara	22	5	1	28
Eskişehir	1	4	—	5
Kayseri	—	—	2	2
Konya	3	—	3	6
Kırıkkale	—	1	—	1
Afyon	—	1	—	1
Nevşehir	—	1	—	1
Malatya	—	—	1	1
AKDENİZ BÖLGESİ	16	13	5	34
Adana	6	4	—	10
Antalya	3	3	—	6
Mersin	6	4	—	10
Hatay	—	2	1	3
Tarsus	1	—	3	4
İskenderun	—	—	1	1
KARADENİZ BÖLGESİ	3	7	5	15
Rize	—	1	—	1
Samsun	—	2	—	2
Zonguldak	3	2	1	6
Trabzon	—	1	—	1
Karabük	—	1	2	3
Bolu	—	—	1	1
Ordu	—	—	1	1
GÜNEY DOĞU ANADOLU BÖLGESİ	1	1	3	5
Diyarbakır	—	—	2	2
Gaziantep	1	1	—	2
Şanlıurfa	—	—	1	1
DOĞU ANADOLU BÖLGESİ	—	1	3	4
Adıyaman	—	—	1	1
Van	—	1	—	1
Elazığ	—	—	2	2
YURTDIŞI	—	—	3	3
Almanya(Frankfurt)	—	—	2	2
Almanya (Köln)	—	—	1	1
TOPLAM	122	132	65	319

KAYNAK : Aracı Kurumlar-1995 , S.P.Kur. Yayın No:45, Ankara 1996.

GRAFİK : 3.2 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Bölgesel Yoğunluğu

KAYNAK : Aracı Kurumlar - 1995 S.P.Kur. Yay.No:45, Ankara 1996'dan Yararlanılarak Hazırlanmıştır.

8.2.3 Aracı Kurumların İşlem Hacimleri

Daha önce de ifade edildiği gibi İMKB işlem hacminin yaklaşık %76'sı aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Aracı kurumların 1994 yılında gerçekleştirdikleri hisse senedi, tahvil ve bono piyasasındaki işlem hacimleri aracı kurum bazında tablo 3.6'da verilmektedir.

TABLO: 3.6 Aracı Kurumların 1994 yılı İMKB İşlem Hacimleri
(Ocak-Aralık 1994)

	ARACI KURUMUN ÜNVANI	HİSSE SENEDİ PİYASASI	TAHVİL VE BONO PİYASASI	TOPLAM	GÜNLÜK ORT.İŞLEM HACMİ MİLYON TL
	ARACI KURUMLAR	964.742.966	605.503.736	1.570.246.702	54.197.388
1	Acar Men.Değ. A.Ş.	7.630.289	1.638.286	9.268.575	308.953
2	Akdeniz Men.D.T.A.Ş.	8.066.601	87.802	8.154.403	271.813
3	Aks Men.Değ. A.Ş.	24.665.115	376.153	25.041.268	834.709
4	Aktif Men.Değ. A.Ş.	13.234.518	134.339	13.368.857	445.629
5	Alan Men.Değ. A.Ş.	18.171.277	—	18.171.277	605.709
6	Alfa Men.Değ. A.Ş.	10.639.236	—	10.639.236	354.641
7	AliAlpay Men.D.T.A.Ş.	8.115.412	—	8.115.412	270.514
8	Altay Men.Değ.A.Ş.	7.639.013	389.124	8.028.137	267.605
9	Altın Men.Değ.A.Ş.	4.721.430	—	4.721.430	157.381
10	Ar Men.Değ.A.Ş.	5.903.622	10.447	5.914.069	197.136
11	An Men.Kıy.A.Ş.	6.363.020	—	6.363.020	212.101
12	Argil Men.Değ.A.Ş.	1.136.288	221.774	1.358.062	45.269
13	Artı Men.Kıy. A.Ş.	5.653.982	—	5.653.982	188.466
14	Arz.Men.Kıy.ve Y.A.Ş.	7.442.020	—	7.442.020	248.067
15	As Men.Kıy. A.Ş.	8.026.863	—	8.026.863	267.562
16	Ata Men.Kıy. A.Ş.	49.219.945	84.368.041	133.587.986	4.452.933
17	Ay Borsa Men.Değ.A.Ş.	10.162.721	17.792	10.180.513	339.350
18	B.A.B.Men.Değ.T.A.Ş.	8.221.099	979	8.222.078	274.069
19	Bahadır Men.Kıy.A.Ş.	4.405.938	—	4.405.938	146.865
20	Bahar Men.Değ.A.Ş.	5.761.474	—	5.761.474	192.049
21	Boran Men.Değ.A.Ş.	3.463.369	—	3.463.369	115.446
22	Başak Men.Değ.A.Ş.	4.686.439	—	4.686.439	156.215

TABLO: 3.6'nın Devamı

23	Başkent Değ.ve Y.A.Ş.	8.053.413	569.041	8.622.454	287.415
24	Bayındır Men.Değ.A.Ş.	9.202.822	9.184.714	18.387.536	612.918
25	Bender Men.Değ.A.Ş.	4.587.358	118.510	4.705.868	156.862
26	Birikim Men.Değ.A.Ş.	12.562.641	—	12.562.641	418.755
27	Boğaziçi en.Değ.A.Ş.	2.688.288	1.667.034	4.255.322	145.177
28	Boyut Men.Değ.A.Ş.	2.876.901	—	2.876.901	95.897
29	BumerayY.ve D.A.Ş.	20.326.656	2.817.631	23.144.287	771.476
30	Camiş Men.Değ.A.Ş.	5.867.923	1.848.255	7.716.178	257.206
31	Can Men.Değ. A.Ş.	5.350.471	35.538	5.386.009	179.534
32	Censa Men.Değ.A.Ş.	4.380.017	—	4.380.017	146.001
33	Çağdaş Men.Değ.A.Ş.	13.199.304	189.775	13.389.079	446.303
34	Çağrı Men.Değ.A.Ş.	807.006	—	807.006	26.900
35	Data Men.Kıy.Tic.A.Ş.	11.860.592	—	11.860.592	395.353
36	Değer Men.Değ.A.Ş.	1.675.973	—	1.675.973	55.866
37	Deha Men.Değ.A.Ş.	12.965.813	1.147.002	14.112.815	470.427
38	Delta Men.Değ.A.Ş.	12.034.776	—	12.034.776	401.159
39	Derborsa B. Bank A.Ş.	10.052.335	21.138.777	31.191.112	1.039.704
40	Dünya Men.Değ.A.Ş.	6.946.583	—	6.946.583	231.553
41	Eczacıbaşı Men.D.A.Ş.	12.473.701	47.420.848	59.894.549	1.996.485
42	Eğemen M.K.-Dan.A.Ş.	8.956.411	—	8.954.411	298.547
43	Ekinciler Y.ve M.D.A.Ş.	9.738.470	32.865.884	42.604.354	1.420.145
44	Ekol Men.Değ.A.Ş.	14.157.409	—	14.157.409	471.914
45	Emper Men.Değ.A.Ş.	3.149.857	—	3.149.857	104.995
46	Entez Men.Değ.A.Ş.	9.161.007	—	9.161.007	305.367
47	Erciyes Men.Değ.A.Ş.	935.201	—	935.201	31.173
48	Evgin Men.Değ.T.A.Ş.	3.538.683	—	3.538.683	117.956

TABLO: 3.6'nın Devamı

49	Evis Men.Değ.A.Ş.	1.954.224	—	1.954.224	65.141
50	Finanscorp Fin.Yat.A.Ş.	4.764.770	601.281	5.366.051	178.868
51	Form Men.Değ.A.Ş.	9.757.037	33.446	9.790.483	326.349
52	Garanti Men.Kıy.A.Ş.	7.811.421	95.769.609	103.581.030	3.452.701
53	Gedik Men.Değ.A.Ş.	14.709.812	7.409.045	22.118.857	737.295
54	Genborsa M.D.T.A.Ş.	2.324.689	232.977	2.557.666	85.256
55	Gen.Yt.Hiz.-M.K.T.A.Ş.	3.027.390	—	3.027.390	100.903
56	GFC.Gen.Fin.M.D.A.Ş.	9.060.524	8.027	9.068.551	302.285
57	Global Men.Değ.A.Ş.	63.061.174	80.050.121	143.111.295	4.770.377
58	Güney Men.Değ.A.Ş.	16.065.897	—	16.065.897	535.530
59	Güven Men.Değ.A.Ş.	4.846.798	2.557.633	7.404.431	246.814
60	Hak.Men.Kıy.A.Ş.	3.267.852	5.056.648	8.324.500	277.483
61	Hedef Men.Değ.A.Ş.	6.032.741	—	6.032.741	201.091
62	Işıklar Men.Kıy.A.Ş.	15.735.895	367.809	16.103.704	536.790
63	İnfa Men.Değ.A.Ş.	1.183.889	—	1.183.889	39.463
64	Kapital Men.Değ.A.Ş.	4.472.370	526.301	4.998.671	166.622
65	Karan Men.Kıy.A.Ş.	32.400.639	33.007.820	65.408.459	2.180.282
66	Morbaş Men.Değ.A.Ş.	19.989.544	—	19.989.544	666.318
67	Mel Men.Değ.A.Ş.	7.945.446	8.276	7.953.722	265.124
68	Meksa Men.Değ.T.A.Ş.	9.038.169	7.370.195	16.408.364	546.945
69	Menka Men.Değ.T.A.Ş.	3.581.168	—	3.581.168	119.372
70	Meridyen Men.Değ.A.Ş.	3.453.333	446.347	3.899.680	129.989
71	Method Men.Değ.A.Ş.	4.891.923	2.367.465	7.259.388	241.980
72	Murad.Kuran M.D.A.Ş.	2.617.287	—	2.617.287	87.243
73	M.Yılmaz Men.Değ.A.Ş.	6.717.887	111.717	6.829.604	227.653
74	Nural Men.Kıy.A.Ş.	13.142.970	14.469.776	27.612.746	920.425

TABLO: 3.6'nın Devamı

75	Oki Yat.ve Men.D.A.Ş.	4.841.423	1.201.329	6.042.752	201.425
76	Oyak Men.Değ.A.Ş.	8.263.114	32.726.133	40.989.247	1.366.308
77	Öncü Men.Değ.A.Ş.	8.793.458	7.747.738	16.541.196	551.373
78	Önder Men.Değ.A.Ş.	24.288.839	11.832	24.300.671	810.022
79	Öner Men.Kıy.A.Ş.	15.299.330	154.501	15.453.831	515.128
80	Özhan Oral M.K.T.A.Ş.	10.050.468	—	10.050.468	335.016
81	Park Men.Değ.A.Ş.	4.071.156	—	4.071.156	135.705
82	Pay Men.Değ.A.Ş.	7.002.965	—	7.002.965	233.432
83	Piramit Men.Kıy.A.Ş.	12.396.579	—	12.396.579	413.219
84	Polen Men.Kıy.A.Ş.	16.219.474	—	16.219.474	540.649
85	Prestij Men.Değ.A.Ş.	5.432.262	—	5.432.262	181.075
86	Prim Men.Değ.A.Ş.	5.289.393	—	5.289.393	176.313
87	Riva Men.Değ.A.Ş.	731.763	424.200	1.155.963	38.532
88	S.Hekimoğlu M.K.A.Ş.	5.437.228	—	5.437.228	181.241
89	San Men.Değ.A.Ş.	4.399.696	833.718	5.233.414	174.447
90	Sayılgan M.Değ.T.A.Ş.	4.849.568	—	4.849.568	161.652
91	Soymen Men.Kıy.A.Ş.	996.215	5.107	1.001.322	33.377
92	Stok Men.Değ.A.Ş.	5.093.104	—	5.093.104	169.770
93	Strateji Men.Değ.A.Ş.	12.372.307	—	12.372.307	412.410
94	Şahin Men.Değ.A.Ş.	1.218.956	—	1.218.956	40.632
95	Şetaborsa M.Değ.A.Ş.	903.189	—	903.189	30.106
96	Tacirler Men.Değ.A.Ş.	33.761.860	18.977.071	52.738.931	1.757.964
97	Taksim Men.Değ.A.Ş.	10.142.500	—	10.142.500	338.083
98	Tan Men.Değ.A.Ş.	2.668.611	—	2.668.611	88.954
99	Tektaş Men.Değ.A.Ş.	4.117.483	—	4.117.483	137.249
100	Tezal Men.Değ.A.Ş.	3.171.342	—	3.171.342	105.711

TABLO: 3.6'nın Devamı

101	Toros Men.Değ.A.Ş.	8.359.578	—	8.359.578	278.653
102	Tür Men.Değ.ve F.A.Ş.	11.003.802	—	11.003.802	366.793
103	Universal Fin.M.D.A.Ş.	8.243.033	2.777.682	11.020.715	367.357
104	Yatırım Fin.A.Ş.	13.968.942	84.036.186	98.005.128	3.266.838
105	Yener Kaya Men.D.A.Ş.	8.621.197	—	8.621.198	287.373

KAYNAK : Aracı Kurumlar-1994, Ser.Piy.Kur. Yayın No:18, Ankara 1995.

8.2.4 Aracı Kurumların 1994 yılı İşlem Hacimlerinin Gerçekleşme Şekillerine Göre Dağılımı

Aracı kurumların 1994 yılında gerçekleştirdikleri işlem hacimlerinin hisse senedi, tahvil ve bono piyasalarındaki gerçekleşme oranları Tablo 3.7'de verilmektedir. Tablo incelendiğinde İMKB' de faaliyet gösteren 105 aracı kurumdan 52 tanesinin sadece hisse senedi piyasasında faaliyet gösterdikleri, buna karşılık tahvil ve bono piyasasında herhangi bir etkinliklerinin olmadığı ortaya çıkmaktadır. Dikkat çeken bir başka nokta ise; 105 aracı kurumdan sadece 9 tanesinin işlem hacimlerinin %50'sinden fazlasını tahvil ve bono piyasası işlemleri oluştururken, 96 aracı kurumun işlem hacimlerinin %50'sinden fazlası hisse senedi piyasası işlemlerinden oluşmaktadır.

TABLO: 3.7 Aracı Kurumların 1994 yılı İMKB İşlem Hacimlerinin Gerçekleşme Şekillerine Göre Dağılımı

	ARACI KURUMUN ÜNVANI	HİSSE SENEDİ PİYASASI %	TAHVİL VE BONO PİY. %	TOPLAM İŞLEM HACMİ %
1	Acar Men.Değ. A.Ş.	82.32	17.68	100.00
2	Akdeniz Men.D.T.A.Ş.	98.92	1.08	100.00
3	Aks Men.Değ. A.Ş.	98.45	1.51	100.00
4	Aktif Men.Değ. A.Ş.	98.99	1.01	100.00
5	Alan Men.Değ. A.Ş.	100.00	—	100.00
6	Alfa Men.Değ. A.Ş.	100.00	—	100.00
7	AliAlpay Men.D.T.A.Ş.	100.00	—	100.00
8	Altay Men.Değ.A.Ş.	95.15	4.85	100.00
9	Altın Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
10	Ar Men.Değ.A.Ş.	98.82	1.18	100.00
11	Arı Men.Kıy.A.Ş.	100.00	—	100.00
12	Arıgil Men.Değ.A.Ş.	83.66	16.34	100.00
13	Artı Men.Kıy. A.Ş.	100.00	—	100.00
14	Aız.Men.Kıy.ve Y.A.Ş.	100.00	—	100.00
15	As Men.Kıy. A.Ş.	100.00	—	100.00
16	Ata Men.Kıy. A.Ş.	36.84	63.16	100.00
17	Ay Borsa Men.Değ.A.Ş.	99.82	0.18	100.00
18	B.A.B.Men.Değ.T.A.Ş.	99.98	0.02	100.00
19	Bahadır Men.Kıy.A.Ş.	100.00	—	100.00
20	Bahar Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
21	Boran Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
22	Başak Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
23	Başkent Değ.ve Y.A.Ş.	93.40	6.60	100.00

TABLO: 3.7'nin Devamı

24	Bayındır Den.Değ.A.Ş.	50.04	49.96	100.00
25	Bender Men.Değ.A.Ş.	97.48	2.52	100.00
26	Birikim Men.Değ.A.Ş.	—	100.00	100.00
27	Boğaziçi en.Değ.A.Ş.	63.17	36.83	100.00
28	Boyut Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
29	BumerayY.ve D.A.Ş.	87.82	12.18	100.00
30	Camış Men.Değ.A.Ş.	76.04	23.96	100.00
31	Can Men.Değ. A.Ş.	99.34	0.66	100.00
32	Censa Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
33	Çağdaş Men.Değ.A.Ş.	98.58	1.42	100.00
34	Çağrı Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
35	Data Men.Kıy.Tic.A.Ş.	100.00	—	100.00
36	Değer Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
37	Deha Men.Değ.A.Ş.	91.87	8.13	100.00
38	Delta Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
39	Derborsa B. Bank A.Ş.	32.22	67.78	100.00
40	Dünya Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
41	Eczacıbaşı Men.D.A.Ş.	20.82	79.18	100.00
42	Eğemen M.K.-Dan.A.Ş.	100.00	—	100.00
43	Ekinciler Y.ve M.D.A.Ş.	22.85	77.15	100.00
44	Ekol Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
45	Emper Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
46	Entez Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
47	Erciyes Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
48	Evgin Men.Değ.T.A.Ş.	100.00	—	100.00
49	Evis Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00

TABLO: 3.7'nin Devamı

50	Finanscorp Fin.Yat.A.Ş.	88.79	11.21	100.00
51	Form Men.Değ.A.Ş.	99.61	0.39	100.00
52	Garanti Men.Kıy.A.Ş.	7.54	92.46	100.00
53	Gedik Men.Değ.A.Ş.	66.50	33.50	100.00
54	Genborsa M.D.T.A.Ş.	90.89	9.11	100.00
55	Gen.Yt.Hiz.-M.K.T.A.Ş.	100.00	—	100.00
56	GFC.Gen.Fin.M.D.A.Ş.	99.91	0.09	100.00
57	Global Men.Değ.A.Ş.	44.06	55.94	100.00
58	Güney Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
59	Güven Men.Değ.A.Ş.	65.45	34.55	100.00
60	Hak.Men.Kıy.A.Ş.	39.25	60.75	100.00
61	Hedef Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
62	Işıklar Men.Kıy.A.Ş.	97.71	2.29	100.00
63	İnfa Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
64	Kapital Men.Değ.A.Ş.	89.47	10.53	100.00
65	Karan Men.Kıy.A.Ş.	49.53	50.47	100.00
66	Morbaş Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
67	Mei Men.Değ.A.Ş.	99.89	0.11	100.00
68	Meksa Men.Değ.T.A.Ş.	55.08	44.92	100.00
69	Menka Men.Değ.T.A.Ş.	100.00	—	100.00
70	Meridyen Men.Değ.A.Ş.	88.55	11.45	100.00
71	Method Men.Değ.A.Ş.	67.38	32.62	100.00
72	Murad.Kuran M.D.A.Ş.	100.00	—	100.00
73	M.Yılmaz Men.Değ.A.Ş.	98.36	1.64	100.00
74	Nural Men.Kıy.A.Ş.	47.59	52.41	100.00
75	Oki Yat.ve Men.D.A.Ş.	80.11	19.89	100.00

TABLO: 3.7'nin Devamı

76	Oyak Men.Değ.A.Ş.	20.15	79.85	100.00
77	Öncü Men.Değ.A.Ş.	53.16	46.84	100.00
78	Önder Men.Değ.A.Ş.	99.95	0.05	100.00
79	Öner Men.Kıy.A.Ş.	99.00	1.00	100.00
80	Özhan Oral M.K.T.A.Ş.	100.00	—	100.00
81	Park Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
82	Pay Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
83	Piramit Men.Kıy.A.Ş.	100.00	—	100.00
84	Polen Men.Kıy.A.Ş.	100.00	—	100.00
85	Prestij Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
86	Prim Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
87	Riva Men.Değ.A.Ş.	63.30	36.70	100.00
88	S.Hekimoğlu M.K.A.Ş.	100.00	—	100.00
89	San Men.Değ.A.Ş.	84.06	15.94	100.00
90	Sayılgan M.Değ.T.A.Ş.	100.00	—	100.00
91	Soymen Men.Kıy.A.Ş.	99.48	0.52	100.00
92	Stok Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
93	Strateji Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
94	Şahin Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
95	Şelatborsa M.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
96	Tacirler Men.Değ.A.Ş.	64.01	35.99	100.00
97	Taksim Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
98	Tan Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
99	Tektaş Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
100	Tezal Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00
101	Toros Men.Değ.A.Ş.	100.00	—	100.00

TABLO: 3.7'nin Devamı

102	Tür Men.Değ.ve F.A.Ş.	100.00	—	100.00
103	Universal Fin.M.D.A.Ş.	74.79	25.21	100.00
104	Yatırım Fin.A.Ş.	14.25	85.75	100.00
105	Yener Kaya Men.D.A.Ş.	100.00	—	100.00

KAYNAK : Aracı Kurumlar-1994 , Ser. Piy. Kur. Yayın No:18, Ankara 1995'
ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

8.2.5 Aracı Kurumların 1994 Yılı İşlem Hacimlerinin İMKB İşlem Hacmine Oranları

İMKB'de faaliyet gösteren 105 aracı kurumun 1994 yılı içerisinde hisse senedi ve tahvil-bono piyasasında gerçekleştirdikleri işlem hacimleri, İMKB toplam işlem hacimlerine oranlanmış ve her bir aracı kurumun toplam işlem hacmi içerisindeki payı tablo 3.8'de verilmiştir.

TABLO: 3.8 Aracı Kurumların 1994 Yılı Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacimlerinin İMKB İşlem Hacimlerine Oranları

Sıra NO	ARACI KURUMUN ÜNVANI	HİSSE SENEDİ PİYASASI	
		İşlem Hacmi (Milyon TL.)	İMKB İşlem Hac. Oranı (%)
	ARACI KURUMLAR	964.742.966	100.00
1	Riva Men.Değ.A.Ş.	731.763	0.08
2	Çağrı Men.Değ.A.Ş.	807.006	0.08
3	Şetaborsa M.Değ.A.Ş.	903.189	0.10
4	Erciyes Men.Değ.A.Ş.	935.201	0.10
5	Soymen Men.Kıy.A.Ş.	996.215	0.11

TABLO: 3.8'in Devamı

6	Arigil Men.Değ.A.Ş.	1.136.288	0.12
7	İnfa Men.Değ.A.Ş.	1.183.889	0.12
8	Şahin Men.Değ.A.Ş.	1.218.956	0.13
9	Değer Men.Değ.A.Ş.	1.675.973	0.17
10	Evis Men.Değ.A.Ş.	1.954.224	0.20
11	Genborsa M.D.T.A.Ş.	2.324.689	0.24
12	Murad.Kuran M.D.A.Ş.	2.617.287	0.27
13	Tan Men.Değ.A.Ş.	2.668.611	0.28
14	Boğaziçi en.Değ.A.Ş.	2.688.288	0.28
15	Boyut Men.Değ.A.Ş.	2.876.901	0.30
16	Gen.Yt.Hiz.-M.K.T.A.Ş.	3.024.390	0.31
17	Emper Men.Değ.A.Ş.	3.149.857	0.33
18	Tezal Men.Değ.A.Ş.	3.171.342	0.33
19	Hak.Men.Kıy.A.Ş.	3.267.852	0.35
20	Meridyen Men.Değ.A.Ş.	3.453.333	0.36
21	Boran Men.Değ.A.Ş.	3.463.369	0.36
22	Evgin Men.Değ.T.A.Ş.	3.538.683	0.37
23	Menka Men.Değ.T.A.Ş.	3.581.168	0.37
24	Park Men.Değ.A.Ş.	4.071.156	0.42
25	Tektaş Men.Değ.A.Ş.	4.117.483	0.43
26	Censa Men.Değ.A.Ş.	4.380.017	0.46
27	San Men.Değ.A.Ş.	4.399.696	0.46
28	Bahadır Men.Kıy.A.Ş.	4.405.938	0.46
29	Kapital Men.Değ.A.Ş.	4.472.370	0.46
30	Bender Men.Değ.A.Ş.	4.587.358	0.48
32	Altın Men.Değ.A.Ş.	4.721.430	0.48
31	Başak Men.Değ.A.Ş.	4.686.439	0.49

TABLO: 3.8'in Devamı

33	Finanscorp Fin.Yat.A.Ş.	4.764.770	0.49
34	Oki Yat.ve Men.D.A.Ş.	4.841.423	0.50
36	Sayılgan M.Değ.T.A.Ş.	4.849.568	0.50
37	Method Men.Değ.A.Ş.	4.891.923	0.50
35	Güven Men.Değ.A.Ş.	4.846.798	0.51
38	Stok Men.Değ.A.Ş.	5.093.104	0.53
39	Prim Men.Değ.A.Ş.	5.289.393	0.55
40	Can Men.Değ. A.Ş.	5.350.471	0.55
41	Prestij Men.Değ.A.Ş.	5.432.262	0.56
42	S.Hekimoğlu M.K.A.Ş.	5.437.228	0.56
43	Artı Men.Kıy. A.Ş.	5.653.982	0.59
44	Bahar Men.Değ.A.Ş.	5.761.474	0.60
45	Camış Men.Değ.A.Ş.	5.867.923	0.61
46	Ar Men.Değ.A.Ş.	5.903.622	0.61
47	Hedef Men.Değ.A.Ş.	6.032.741	0.63
48	Arı Men.Kıy.A.Ş.	6.363.020	0.66
49	M.Yılmaz Men.Değ.A.Ş.	6.717.887	0.70
50	Dünya Men.Değ.A.Ş.	6.946.583	0.72
51	Pay Men.Değ.A.Ş.	7.002.965	0.73
52	Arz.Men.Kıy.ve Y.A.Ş.	7.442.020	0.77
53	Acar Men.Değ. A.Ş.	7.630.289	0.79
54	Altay Men.Değ.A.Ş.	7.639.013	0.79
55	Garanti Men.Kıy.A.Ş.	7.811.421	0.81
56	Mel Men.Değ.A.Ş.	7.945.446	0.82
57	As Men.Kıy. A.Ş.	8.026.863	0.83
58	Başkent Değ.ve Y.A.Ş.	8.053.413	0.83
59	Akdeniz Men.D.T.A.Ş.	8.066.601	0.84

TABLO: 3.8'in Devamı

60	AliAlpay Men.D.T.A.Ş.	8.115.412	0.84
61	B.A.B.Men.Değ.T.A.Ş.	8.221.099	0.85
62	Universal Fin.M.D.A.Ş.	8.243.033	0.85
63	Oyak Men.Değ.A.Ş.	8.263.114	0.86
64	Toros Men.Değ.A.Ş.	8.359.578	0.86
65	Yener Kaya Men.D.A.Ş.	8.621.197	0.89
66	Öncü Men.Değ.A.Ş.	8.793.458	0.91
67	Eğemen M.K.-Dan.A.Ş.	8.956.411	0.93
68	Meksa Men.Değ.T.A.Ş.	9.038.169	0.93
69	GFC.Gen.Fin.M.D.A.Ş.	9.060.524	0.94
70	Entez Men.Değ.A.Ş.	9.161.007	0.95
71	Bayındır Den.Değ.A.Ş.	9.202.822	0.95
72	Ekinciler Y.ve M.D.A.Ş.	9.738.470	1.01
73	Form Men.Değ.A.Ş.	9.754.037	1.02
74	Özhan Oral M.K.T.A.Ş.	10.050.468	1.04
75	Derborsa B. Bank A.Ş.	10.052.335	1.04
76	Taksim Men.Değ.A.Ş.	10.142.500	1.05
77	Ay Borsa Men.Değ.A.Ş.	10.162.721	1.05
78	Alfa Men.Değ. A.Ş.	10.639.236	1.10
79	Tür Men.Değ.ve F.A.Ş.	11.003.802	1.14
80	Data Men.Kıy.Tic.A.Ş.	11.860.592	1.23
81	Delta Men.Değ.A.Ş.	12.034.776	1.25
82	Strateji Men.Değ.A.Ş.	12.372.307	1.28
83	Piramit Men.Kıy.A.Ş.	12.396.579	1.28
84	Eczacıbaşı Men.D.A.Ş.	12.473.701	1.30
85	Birikim Men.Değ.A.Ş.	12.562.641	1.30
86	Deha Men.Değ.A.Ş.	12.965.813	1.34

TABLO: 3.8'in Devamı

87	Nural Men.Kıy.A.Ş.	13.142.970	1.36
88	Çağdaş Men.Değ.A.Ş.	13.199.304	1.37
89	Aktif Men.Değ. A.Ş.	13.234.518	1.37
90	Yatırım Fin.A.Ş.	13.968.942	1.44
91	Ekol Men.Değ.A.Ş.	14.157.409	1.47
92	Gedik Men.Değ.A.Ş.	14.709.812	1.52
93	Öner Men.Kıy.A.Ş.	15.299.330	1.58
94	Işıklar Men.Kıy.A.Ş.	15.735.895	1.63
95	Güney Men.Değ.A.Ş.	16.065.897	1.67
96	Polen Men.Kıy.A.Ş.	16.219.474	1.68
97	Alan Men.Değ. A.Ş.	18.171.277	1.88
98	Morbaş Men.Değ.A.Ş.	19.989.544	2.07
99	BumerayY.ve D.A.Ş.	20.326.656	2.10
100	Önder Men.Değ.A.Ş.	24.288.839	2.51
101	Aks Men.Değ. A.Ş.	24.665.115	2.56
102	Karan Men.Kıy.A.Ş.	32.400.639	3.36
103	Tacirler Men.Değ.A.Ş.	33.761.860	3.50
104	Ata Men.Kıy. A.Ş.	49.219.945	5.10
105	Global Men.Değ.A.Ş.	63.061.174	6.54

KAYNAK : Aracı Kurumlar-1994, Ser.Piy.Kur. Yayın No:18, Ankara 1995'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

Aracı kurumların 1994 yılı içerisinde İMKB hisse senedi piyasasında gerçekleştirdikleri işlem hacimlerinin söz konusu bu kurumlar arasındaki dağılımı aşağıda Lorenz diyagramı ile açıklanmaya çalışılmıştır.

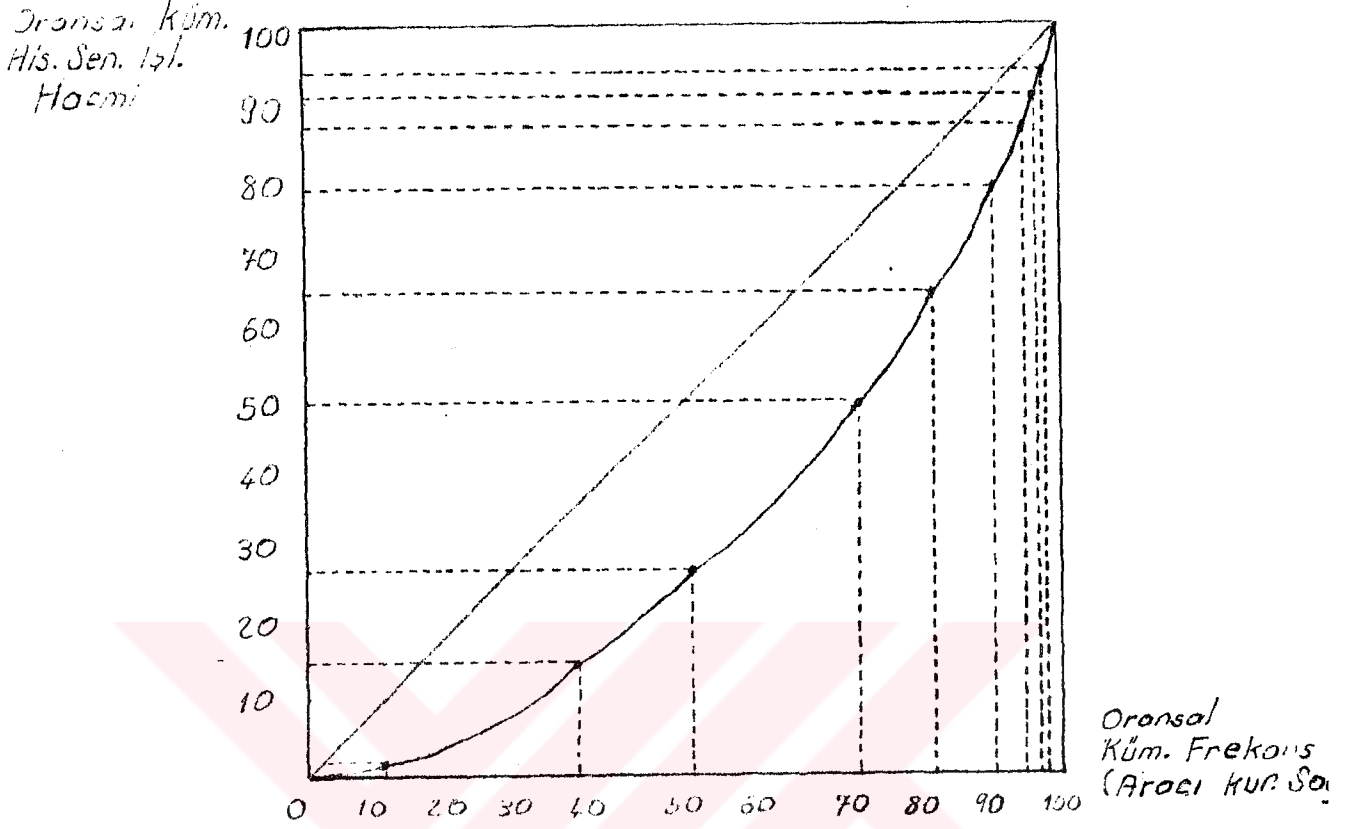
Diyagramın çizilmesi amacıyla 105 aracı kurumun işlem hacimleri küçükten büyüğe doğru bir sıralamaya tabi tutulmuştur. Bu sıralamada 731

milyar TL.'lik işlem hacmine sahip aracı kurum 1.sırayı alırken 63.061 milyar TL.'lik işlem hacmine sahip olan aracı kurum 105.sırayı almıştır. Aracı kurumların işlem hacimleri arasındaki fark çok yüksek olduğundan sınıf aralıklarında boşluk kalmaması için söz konusu sınıf aralığı 2.500 milyar TL. olarak alınmıştır.

105 aracı kurum arasında 25.000 milyar TL. ve daha fazla işlem hacmi gerçekleştiren 4 işletme vardır. Bunların işlem hacmi diğer aracı kurumların işlem hacimlerine göre çok yüksek olduğundan (bu aracı kurumların işlem hacimleri sırasıyla 32.400, 33.761, 49.219 ve 63.061 milyar TL. olarak gerçekleşmiştir.) 2.500 milyar TL.'lik gruplar oluşturulamamış ve 25.000 milyar TL.'nin üst sınırı açık bırakılmıştır.

TABLO: 3.8/A Lorenz Diyagramının Hazırlanmasına İlişkin Veriler

(X_i) Hisse Senedi İşlem Hacmi (milyar TL.)	(f_i) Aracı Kurum Sayısı	(M_i) Grup Orta Değeri	($\sum f_i$) Kümülatif Frekans	($f_i \times M_i$) İşlem Hacmi	($\sum f_i \times M_i$) Kümülatif İşlem Hacmi	Oransal Kümülatif Frekans (%)	Oransal Kümülatif İşlem Hacmi (%)
$0 \leq X < 2500$	11	1.250	11	13.750	13.750	10,9	1,7
$2500 \leq X < 5000$	26	3.750	37	97.500	111.250	36,6	14,0
$5000 \leq X < 7500$	15	6.250	52	93.750	205.000	51,5	25,8
$7500 \leq X < 10000$	21	8.750	73	183.750	388.750	72,3	48,9
$10000 \leq X < 12500$	11	11.250	84	123.750	512.500	83,2	64,9
$12500 \leq X < 15000$	8	13.750	92	110.000	622.500	91,1	78,4
$15000 \leq X < 17500$	4	16.250	96	65.000	687.500	95,1	86,6
$17500 \leq X < 20000$	2	18.750	98	37.500	725.000	97,0	91,3
$20000 \leq X < 22500$	1	21.250	99	21.250	746.250	98,0	94,0
$22500 \leq X < 25000$	2	23.750	101	47.500	793.750	100,0	100,0
$25000 \leq X$	4						



GRAFİK: 3.3 1994 Yılı İMKB Hisse Senedi Piyasasında Gerçekleştirilen İşlem Hacminin Aracı Kurumlar Arasında Dağılımı

İMKB hisse senedi piyasasında gerçekleşen işlem hacminin aracı kurumlar arasındaki dağılımına baktığımızda; aracı kurumların % 10,9'unun toplam işlem hacminin sadece %1,7 'sini, %36,6 'sının işlem hacminin %14 'ünü, %51,5 'inin ise işlem hacminin %25,8 'ini gerçekleştirdikleri dikkat çekmektedir. Aracı kurumların yaklaşık yarısının İMKB hisse senedi piyasası işlem hacminin sadece %25,8 'lik kısmını gerçekleştiriyor olması söz konusu bu kurumların performansları arasında dengeli bir dağılımın olmadığı sonucunu ortaya koymaktadır. Yukarıdaki grafikten de anlaşılacağı gibi toplam işlem hacminin yaklaşık yarısını aracı kurumların %72,3'ü gerçekleştirirken kalan yarısını aracı kurumların %27,7 'si

gerçekleştirmektedir. Bu sonucu aşağıda hesaplanan "toplanma oranı" ile de görmek mümkündür.

(Q _i) Oransal Kümülatif İşlem Hacmi	(P _i) Oransal Kümülatif Frekans
1,7	10,9
14,0	36,6
25,8	51,5
48,9	72,3
64,9	83,2
78,4	91,1
86,6	95,1
91,3	97,0
94,0	98,0
<hr/>	<hr/>
505,6	635,7

$$(\text{Toplanma Oranı}) T.O. = \frac{\sum_{i=1}^{m-1} (P_i - Q_i)}{\sum_{i=1}^{m-1} P_i} = \frac{635,7-505,6}{635,7} = 0,204$$

$$0 \leq T.O. < 1$$

Toplanma Oranının sıfıra yakın olması dengeli bir dağılımın olduğu, 1'e yakın olması ise dengeden uzak bir dağılımın olduğu manasına gelmektedir.

Yukarıdaki hesaplamada toplanma oranının 0,204 çıkması dengeye yakın bir dağılımın olduğunu göstermektedir. Ancak daha öncede ifade edildiği gibi hesaplamaya katılmayan ve toplam işlem hacminin %18,5 'ini gerçekleştiren 4 aracı kurumda dikkate alındığında dağılımın dengeden uzaklaşacağını söylemek mümkündür.

TABLO: 3.9 Aracı Kurumların 1994 Yılı Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacimlerinin İMKB İşlem Hacmine Oranları

Sıra NO	ARACI KURUMUN ÜNVANI	TAHVİL VE BONO PİYASASI	
		İşlem Hacmi (Milyon TL.)	İMKB İşlem Hac. Oranı (%)
	ARACI KURUMLAR	603.537.736	100.00
1	Alan Men.Değ. A.Ş.	---	---
2	Alfa Men.Değ. A.Ş.	---	---
3	AliAlpay Men.D.T.A.Ş.	---	---
4	Altın Men.Değ.A.Ş.	---	---
5	Anı Men.Kıy.A.Ş.	---	---
6	Artı Men.Kıy. A.Ş.	---	---
7	Arz.Men.Kıy.ve Y.A.Ş.	---	---
8	As Men.Kıy. A.Ş.	---	---
9	Bahadır Men.Kıy.A.Ş.	---	---
10	Bahar Men.Değ.A.Ş.	---	---
11	Boran Men.Değ.A.Ş.	---	---
12	Başak Men.Değ.A.Ş.	---	---
13	Boyut Men.Değ.A.Ş.	---	---
14	Censa Men.Değ.A.Ş.	---	---
15	Çağrı Men.Değ.A.Ş.	---	---
16	Data Men.Kıy.Tic.A.Ş.	---	---
17	Değer Men.Değ.A.Ş.	---	---
18	Delta Men.Değ.A.Ş.	---	---
19	Dünya Men.Değ.A.Ş.	---	---
20	Eğemen M.K.-Dan.A.Ş.	---	---
21	Ekol Men.Değ.A.Ş.	---	---

TABLO: 3.9'un Devamı

22	Emper Men.Değ.A.Ş.	—	—
23	Entez Men.Değ.A.Ş.	—	—
24	Erciyes Men.Değ.A.Ş.	—	—
25	Evgin Men.Değ.T.A.Ş.	—	—
26	Evis Men.Değ.A.Ş.	—	—
27	Genl.Yt.Hiz.-M.K.T.A.Ş.	—	—
28	Güney Men.Değ.A.Ş.	—	—
29	Hedef Men.Değ.A.Ş.	—	—
30	İnfa Men.Değ.A.Ş.	—	—
31	Morbaş Men.Değ.A.Ş.	—	—
32	Menka Men.Değ.T.A.Ş.	—	—
33	Murad.Kuran M.D.A.Ş.	—	—
34	Özhan Oral M.K.T.A.Ş.	—	—
35	Park Men.Değ.A.Ş.	—	—
36	Pay Men.Değ.A.Ş.	—	—
37	Piramit Men.Kıy.A.Ş.	—	—
38	Polen Men.Kıy.A.Ş.	—	—
39	Prestij Men.Değ.A.Ş.	—	—
40	Prim Men.Değ.A.Ş.	—	—
41	S.Hekimoğlu M.K.A.Ş.	—	—
42	Sayılgan M.Değ.T.A.Ş.	—	—
43	Stok Men.Değ.A.Ş.	—	—
44	Strateji Men.Değ.A.Ş.	—	—
45	Şahin Men.Değ.A.Ş.	—	—
46	Şetatborsa M.Değ.A.Ş.	—	—
47	Taksim Men.Değ.A.Ş.	—	—

TABLO: 3.9'un Devamı

48	Tan Men.Değ.A.Ş.	—	—
49	Tektaş Men.Değ.A.Ş.	—	—
50	Tezal Men.Değ.A.Ş.	—	—
51	Toros Men.Değ.A.Ş.	—	—
52	Tür Men.Değ.ve F.A.Ş.	—	—
53	Yener Kaya Men.D.A.Ş.	—	—
54	Birikim Men.Değ.A.Ş.	—	—
55	B.A.B.Men.Değ.T.A.Ş.	979	*
56	Form Men.Değ.A.Ş.	3.446	*
57	Soymen Men.Kıy.A.Ş.	5.107	*
58	GFC.Gen.Fin.M.D.A.Ş.	8.027	*
59	Mel Men.Değ.A.Ş.	8.276	*
60	Ar Men.Değ.A.Ş.	10.447	*
61	Önder Men.Değ.A.Ş.	11.832	*
62	Ay Borsa Men.Değ.A.Ş.	17.792	*
63	Can Men.Değ. A.Ş.	35.538	0.01
64	Akdeniz Men.D.T.A.Ş.	87.802	0.01
65	M.Yılmaz Men.Değ.A.Ş.	111.717	0.02
66	Bender Men.Değ.A.Ş.	118.510	0.02
67	Aktif Men.Değ. A.Ş.	134.339	0.02
68	Öner Men.Kıy.A.Ş.	154.501	0.03
69	Çağdaş Men.Değ.A.Ş.	189.775	0.03
70	Arıgil Men.Değ.A.Ş.	221.774	0.04
71	Genborsa M.D.T.A.Ş.	232.977	0.04
72	Işıklar Men.Kıy.A.Ş.	367.809	0.06
73	Aks Men.Değ. A.Ş.	376.153	0.06
74	Altay Men.Değ.A.Ş.	389.124	0.06

TABLO: 3.9'un Devamı

75	Riva Men.Değ.A.Ş.	424.200	0.07
76	Meridyen Men.Değ.A.Ş.	446.347	0.07
77	Kapital Men.Değ.A.Ş.	526.301	0.09
78	Başkent Değ.ve Y.A.Ş.	569.041	0.09
79	Finanscorp Fin.Yat.A.Ş.	601.281	0.10
80	San Men.Değ.A.Ş.	833.718	0.14
81	Deha Men.Değ.A.Ş.	1.147.002	0.19
82	Oki Yat.ve Men.D.A.Ş.	1.201.329	0.20
83	Acar Men.Değ. A.Ş.	1.638.286	0.27
84	Boğaziçi en.Değ.A.Ş.	1.667.034	0.28
85	Camış Men.Değ.A.Ş.	1.848.255	0.31
86	Method Men.Değ.A.Ş.	2.367.465	0.39
87	Güven Men.Değ.A.Ş.	2.557.633	0.42
88	Universal Fin.M.D.A.Ş.	2.777.682	0.46
89	Bumeray Y.ve D.A.Ş.	2.817.631	0.47
90	Hak.Men.Kıy.A.Ş.	5.056.648	0.84
91	Meksa Men.Değ.T.A.Ş.	7.370.195	1.22
92	Gedik Men.Değ.A.Ş.	7.409.045	1.22
93	Öncü Men.Değ.A.Ş.	7.747.738	1.28
94	Bayındır Den.Değ.A.Ş.	9.184.914	1.51
95	Nural Men.Kıy.A.Ş.	14.469.776	2.39
96	Tacirler Men.Değ.A.Ş.	18.977.071	3.13
97	Derborsa B. Bank A.Ş.	21.138.777	3.50
98	Oyak Men.Değ.A.Ş.	32.726.133	5.40
99	Ekinciler Y.ve M.D.A.Ş.	32.865.884	5.43
100	Karan Men.Kıy.A.Ş.	33.007.820	5.45
101	Eczacıbaşı Men.D.A.Ş.	47.420.848	7.83

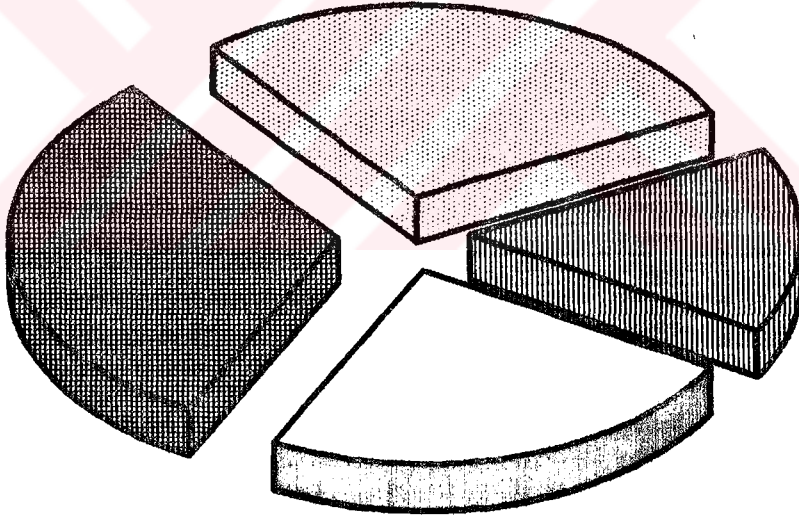
TABLO: 3.9'un Devamı

102	Global Men.Değ.A.Ş.	80.050.121	13.22
103	Yatırım Fin.A.Ş.	84.036.186	13.88
104	Ata Men.Kıy. A.Ş.	84.368.041	13.93
105	Garanti Men.Kıy.A.Ş.	95.769.609	15.82

* İşlem hacimleri % 0'a yakın olduğundan dikkate alınmamıştır.

KAYNAK : Aracı Kurumlar-1994, Ser. Piy. Kur. Yayın No:18, Ankara 1995'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

GRAFİK: 3.4 Aracı Kurumların 1994 Yılı İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında Gerçekleştirdikleri İşlem Hacimlerinin Dağılımı



- İMKB Tahvil ve Bono Piyasasının %24.44 'ünü Gerçekleştiren Aracı Kurum Sayısı : 36.
- ▤ İMKB Tahvil ve Bono Piyasasının %31.93 'ünü Gerçekleştiren Aracı Kurum Sayısı:4
- ▥ İMKB Tahvil ve Bono Piyasasının %27.80 'ini Gerçekleştiren Aracı Kurum Sayısı:2
- ▧ İMKB Tahvil ve Bono Piyasasının %15.83 'ünü Gerçekleştiren Aracı Kurum Sayısı:1

Tablo 3.7 ve Grafik 3.4 incelendiğinde dikkat çeken en çarpıcı nokta 62 aracı kurumun tahvil-bono piyasası işlemlerine hiç girmemiş olmalarıdır. (Bunlardan 8 aracı kurumun işlem hacmi %0,5 'i dahi bulmadığından hesaplamada dikkate alınmamıştır.) Dikkat çeken diğer bir husus ise tahvil-bono piyasasına giren toplam 43 aracı kurumdaki 36 tanesinin İMKB tahvil-bono piyasasında gerçekleşen işlem hacminin sadece %24,44 'ünü gerçekleştirmiş olmalarıdır. Kalan 7 aracı kurumdaki 4'ü toplam işlem hacminin %31,93 'ünü, 2 'si ise toplam işlem hacminin %27,80 'ini gerçekleştirirken 1 aracı kurumun işlem hacminin İMKB işlem hacminin %15,83 'ünü oluşturduğu ortaya çıkmaktadır.

Grafik 3.4 'den de anlaşılacağı gibi tahvil ve bono piyasasında gerçekleşen işlem hacminin aracı kurumlar arasındaki dağılımında çok büyük farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Bu durumun ortaya çıkmasındaki en önemli neden; İMKB'de gerçekleşen tahvil ve bono piyasası işlemlerinin genellikle bankalar tarafından gerçekleştiriliyor olmasından dolayı aracı kurumlar bu piyasaya girmekte çekingen davranmaktadırlar.

9. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi Hakkında Açıklayıcı Bilgiler

9.1 Araştırmanın Amacı

Bu araştırmada İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumların yapısal özelliklerinin belirlenmesi amaçlanmıştır.

Türkiye'nin gerçek anlamda ilk ve tek menkul kıymetler borsası olan İMKB'nin 1985 yılı sonunda kurularak 1986 yılı başında faaliyete başlaması ile Türkiye'de tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değerlendirebilecekleri yeni bir imkan doğmuştur. Diğer uluslararası menkul kıymetler borsalarıyla kıyaslandığında henüz çok genç bir borsa olan İMKB'da geçmişte yaşanan bankerlik olayı nedeniyle gerek yasal düzenleyiciler gerekse tasarruf sahipleri

çekingen ve ihtiyatlı davranmışlardır. Ancak daha sonraki yıllarda bu çekingenlik yerini sözkonusu imkandan yararlanma isteğine bırakmış ve İMKB'na ilginin büyük olduğu gözlenmiştir.

Kararlı başlangıç dönemi olarak nitelendirebileceğimiz bu dönemi takiben 1987 yılında yatırımcıların hızla artarak yoğunlaşan talep karşısında arzın yetersiz kaldığı yükseliş dönemi yaşanmıştır. Söz konusu dönemde İMKB endeksinde görülen sürekli yükseliş, özelleştirme faaliyeti kapsamında büyük tutardaki KİT hisse senetlerinin satılacağı beklentisi ile yerini 1987 sonbaharında sürekli düşüşe bırakmış ve endeks 1330'dan 570'e kadar düşmüştür. 1988 yılı başlarında enflasyonla mücadele tedbirlerinin bir parçası olarak para arzındaki ve yatırımlardaki kısımla ve yavaşlama nedeniyle ortaya çıkan durgunluktan sonra 1989'da yeniden yükseliş dönemi başlamıştır. Daha önce kurulmuş olan şirketlerin halka açılma faaliyetlerini hızlandırmaları yanında yeni halka açık şirketlerin kurulması ve şirketlerin kârlılıklarındaki yükselmeden kaynaklanan talep artışı karşısında İMKB endeksi bu dönemde 1.000'lerden 5.000'lere kadar yükselmiştir.

1990 yılı Ağustos ayından itibaren yaşanan Körfez Krizi tüm dünya ülkelerinde olduğu gibi ülkemizde de olumsuz etki yaratmış, İMKB'da bu olumsuz etkiden payını almıştır. Ancak Körfez Krizi'nin etkisinden çabuk kurtulmayı başaran İMKB kısa zamanda bu olumsuzluklardan kurtulmuş ve endeksi 70.000'ler seviyesine çıkmıştır.

Gelişimi anahatlarıyla çok kısa olarak bu şekilde özetlenebilen İMKB'nin faaliyetinin 10.yılına gelindiğinde, kurulduğu günden başlayarak gördüğü ilginin, yaşadığı dönemlerin özelliklerinden fazlaca etkilenmeden sürekli olarak geliştiği gözlenmektedir.

İMKB'nin gördüğü ilginin sürekli artışı, içinde bulunduğu çevrenin de genişlemesine yol açmıştır. Başlangıçta yüzlerle, binlerle ifade edilen hisse senedi yatırımcılarının sayısı günümüzde artık milyonlu rakamlara ulaşmıştır.

Yatırımcıların borsa işlemlerinin yaklaşık %76'sını gerçekleştiren aracı kurum sayısı da 1986 yılında 8 iken bu sayı 1991 yılında 105 olarak dondurulmuştur.

Türkiye'de sermaye piyasasının gelişimi açısından oldukça önemli gelişmelerin işareti olarak kabul edilebilecek bu olgu beraberinde bazı ihtiyaçları da ortaya çıkarmıştır.

Sözkonusu ihtiyaçların başında bilgi ihtiyacı gelmektedir. Menkul kıymetlere yatırım yapmanın Türkiye'deki tasarruf sahiplerinin büyük çoğunluğu için yeni bir yatırım alanı olması ve yatırımcıların borsa işlemlerini kendi başlarına yapabilme, borsa seanslarını izleyebilme imkanlarının olmayışı nedeniyle işlemlerini bankalar ve aracı kurumlar vasıtası ile gerçekleştirmek zorunda kalmaktadırlar. Daha önce de ifade edildiği gibi borsa işlemlerinin çoğunluğunu gerçekleştiren aracı kurumlar ve bunların yapısal özellikleri hakkında bilgiye ihtiyaç duyulmaktadır. Yatırımcıların bu bilgi ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla yapılan gerek teorik gerek ise uygulamaya yönelik çalışma ve yayınların sayısı sürekli artmaktadır.

İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumların yapısal özelliklerinin belirlenmesine ve bu yolla hisse senedi piyasası ile ilgilenen kişi, kurum ve kuruluşların aracı kurumlarla ilgili bilgi ihtiyaçlarının karşılanmasına katkıda bulunmak bu araştırmanın amacı olmuştur.

Türkiye'de hisse senedi piyasasının daha sağlıklı bir büyüme gösterebilmesi için bu piyasanın vazgeçilmez unsurlarından olan aracı kurumların da daha yakından tanınması ve özelliklerinin çok iyi bilinmesi gerekmektedir.

Aracı kurumların yapısal özelliklerinin belirlenmesi piyasanın işleyişine ilişkin yasal düzenlemelerin oluşturulmasına, bu piyasada faaliyette bulunan kurum ve kuruluşların işlevlerini daha uygun şartlarda yerine getirmesine ve giderek piyasanın daha sağlıklı bir yapıya kavuşmasına ve gelişmesine ışık tutmak bakımından büyük bir öneme sahiptir.

Yatırımcıların aracı kurumlarla ilgili bilgi ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik araştırma ve yayınların sayısı hisse senedi piyasası ile ilgili diğer araştırma ve yayınlarla karşılaştırıldığında oldukça yetersiz kalmaktadır.

Bu araştırmanın amacı yatırımcıların aracı kurumların yapısal özelliklerine ilişkin bilgi ihtiyaçlarının karşılanmasına katkıda bulunmaktadır.

9.2 Araştırmanın Yöntemi

İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumların yapısal özelliklerinin belirlenmesine yönelik bu araştırma "anket çalışması" na dayanarak gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki süreç izlenmiştir.

9.2.1 Anket Sorularının Hazırlanması

Ankette yer alan Türkiye'de aracı kurumların yapısal özelliklerini belirlemeye yönelik sorular yapılan kaynak taraması ve konuyla ilgili uzman kişilerle bir dizi görüş alışverişi sonrasında geliştirilmiştir. Gerek soruların geliştirilmesi gerekse elde edilen bulguların değerlendirilmesinde yararlanılan kaynaklar çalışmamızın sonunda sıralanmış olup, sözkonusu kaynaklardan sağlanan bilgiler özel bir saha çalışması için harmanlanarak kullanıldığından bu bölümde mümkün olduğu kadar dipnot uygulamasına gidilmemiştir.

Yapılan anket çalışmasında yer alan soruların dil bakımından anlaşılabilir, aracı kurum yöneticilerinin cevap vermede zorlanmayacakları ve cevaplamaktan kaçınmayacakları nitelikte olmasına özen gösterilmiştir.

Geliştirilen sorular anket çalışmasının gerçekleştirilmesine yardımcı olan ve İMKB'de faaliyet gösteren bir aracı kurumda broker olarak çalışan bir kişiye açıklanarak, tartışma ortamı yaratılmış, böylelikle hem soruların anlaşılabilir ve cevaplanabilir nitelikte olup olmadıkları test edilmiş, hem de anketin uygulanması safhasında ortaya çıkabilecek sorunlar başlangıçta

önlenmeye çalışılmıştır. Böylece son şeklini alan ve toplam 21 sorudan oluşan anket formuna çalışmamızın ekinde yer verilmiştir.

9.2.2 Araştırma Alanının Belirlenmesi ve Anketin Yapılması

İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumların yapısal özelliklerinin belirlenmesi amacıyla yapılan bu araştırmanın alanı tasarruf sahiplerinin bu tasarruflarını İMKB'de değerlendirmelerine aracılık eden aracı kurumlar olarak belirlenmiştir. Aracı kurumların yapabilecekleri tüm işlemleri yapabilen ancak aracı kurum sayılmayan bankalar bu araştırmanın kapsamı dışında bırakılmışlardır.

İMKB'de faaliyet gösteren 105 aracı kurumun hemen hepsine anket formu gönderilmiştir. Bu aracı kurum yöneticilerinin bazıları ile yüzyüze görüşülebilme imkanı bulunmuştur. Aracı kurum sayısının çokluğu ve İstanbul'un çok değişik semtlerine yayılmış olmaları nedeniyle hepsiyle görüşmek mümkün olmamıştır. Ancak yüz yüze görüşebilme imkanı bulamadığımız bazı aracı kurumlar da anket formunu cevaplayarak postayla iletmişlerdir.

Anket uygulaması İMKB'de faaliyet gösteren 37 aracı kurumda gerçekleştirilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu'nca Haziran 1995 tarihinde yayınlanan "Aracı Kurumlar-1994" adlı kitapta aracı kurum sayısının 105 olarak yer aldığı dikkate alındığında anket uygulaması yapılan 37 aracı kurumun tüm aracı kurumların %35'ini oluşturduğu görülmektedir. Rastgele seçime dayalı istatistiki incelemelerde ana kütlenin %10'unun tümü temsil edilmesine karşılık anket uygulamasının belirtilen oranda gerçekleşmiş olması daha anlamlı sonuç alınmasına katkıda bulunmuştur.

Anket uygulamasının gerçekleştirilmesi sırasında aracı kurumların ad veya ünvanları sorulmamıştır. Anketin cevaplandırılması sırasında cevap

verenlerin objektiflikten uzaklaşmalarını önlemek amacıyla buna ihtiyaç duyulmamıştır. Ancak buna rağmen bazı aracı kurumlar anket formunu ünvanları ile imzalamışlardır.

9.2.3 Anket Sorularının Değerlendirilmesi

Anket formunda yer alan soruların bir kısmı birbirini kontrol edebilecek şekilde hazırlanmıştır. Aracı kurumların ankete tam, doğru ve samimi bilgileri aktarıp aktarmadıklarını kontrol etmek amacıyla hazırlanan bu sorular, anket formlarının değerlendirilmelerine başlanmadan önce incelenmiş ve iki aracı kurumun cevaplarının ciddiyetten uzak olduğu tesbit edilerek değerlendirme kapsamına alınmamıştır.

Aracı kurumların anket formuna verdikleri cevaplar bilgisayara girilerek büyük bir kısmı bilgisayarda değerlendirilmiştir. Bilgilerin değerlendirilmesinde, grafik ve tabloların hazırlanmasında paket programlardan yararlanılmıştır.

Bilgisayarda değerlendirmeye uygun olmayan soruların elle değerlendirilmesi yoluna gidilmiş ve böylelikle cevapların doğruluk derecesi artırılmaya çalışılmıştır.

10. İMKB'de Faaliyet Gösteren Aracı Kurumların Yapısal Özelliklerinin Değerlendirilmesi

İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumların yapısal özelliklerini belirleyebilmek amacıyla anket formunda yer alan soruların herbirine aracı kurumların vermiş oldukları cevaplardan elde edilen dağılımlar incelenerek değerlendirilmeye çalışılmıştır.

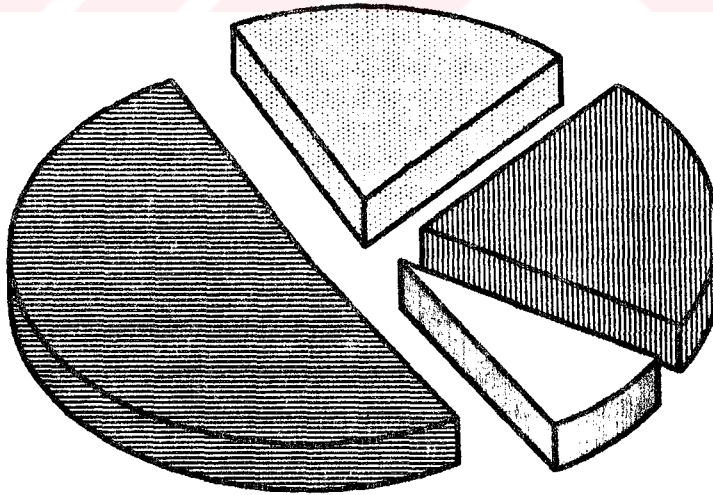
10.1 Aracı Kurumların Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı

Aracı kurumların öncelikle kaç yıldır aracılık faaliyetiyle uğraştıklarını ve çalışma konuları ile ilgili tecrübelerinin yıl itibariyle dağılımını vermek yararlı olabilir (Tablo: 3.10, Grafik:3.5).

TABLO : 3.10 Aracı Kurumların Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı

Yıl	Aracı Kurum Sayısı	%
1 -2	—	—
3 - 4	3	8.11
5 - 6	19	51.35
7 - 8	7	18.91
9 - 10	8	21.63
TOPLAM	37	100.00

GRAFİK : 3.5. Aracı Kurumların Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı



- Aracı Kurum Sayısı : 3, Mesleki Tecrübesi 3-4 Yıl, % Dağılımı 8.11
- Aracı Kurum Sayısı : 19, Mesleki Tecrübesi 5-6 Yıl, % Dağılımı 51.25
- Aracı Kurum Sayısı : 7, Mesleki Tecrübesi 7-8 Yıl, % Dağılımı 18.91
- Aracı Kurum Sayısı : 8, Mesleki Tecrübesi 9-10 Yıl, % Dağılımı 21.63

Tablo 3.10'un incelenmesiyle görülebileceği gibi aracı kurumların %51'i 5-6 yıl, %22'si 9-10 yıl, %19'u 7-8 yıl ve %8'i de 3-4 yıl aracılık faaliyetiyle uğraşmaktadırlar. Özellikle 1991 yılında aracı kurum sayısında görülen aşırı artış, İMKB'nin fiziki kapasitesinin imkansızlıkları da göz önüne alınarak dondurulmuş ve yeni aracı kurumların faaliyete geçmesine mücadele edilmemiştir. Bundan dolayıdır ki ankete cevap veren aracı kurumların hiçbiri 1-2 yıl seçeneğini işaretlememişlerdir.

Aracı kurum sayısının yaklaşık yarısının 5-6 yıllık mesleki tecrübeye sahip olmalarının başlıca nedeni özellikle 1990-1991 yılları arasında faaliyete geçen aracı kurum sayısının çokluğudur.

İMKB'nin kuruluşundan bu yana henüz 10 yıl geçmiş olduğu dikkate alındığında, aracı kurumların mesleki tecrübelerinin yetersiz olduğunu söylemek doğru bir değerlendirme olmayacaktır.

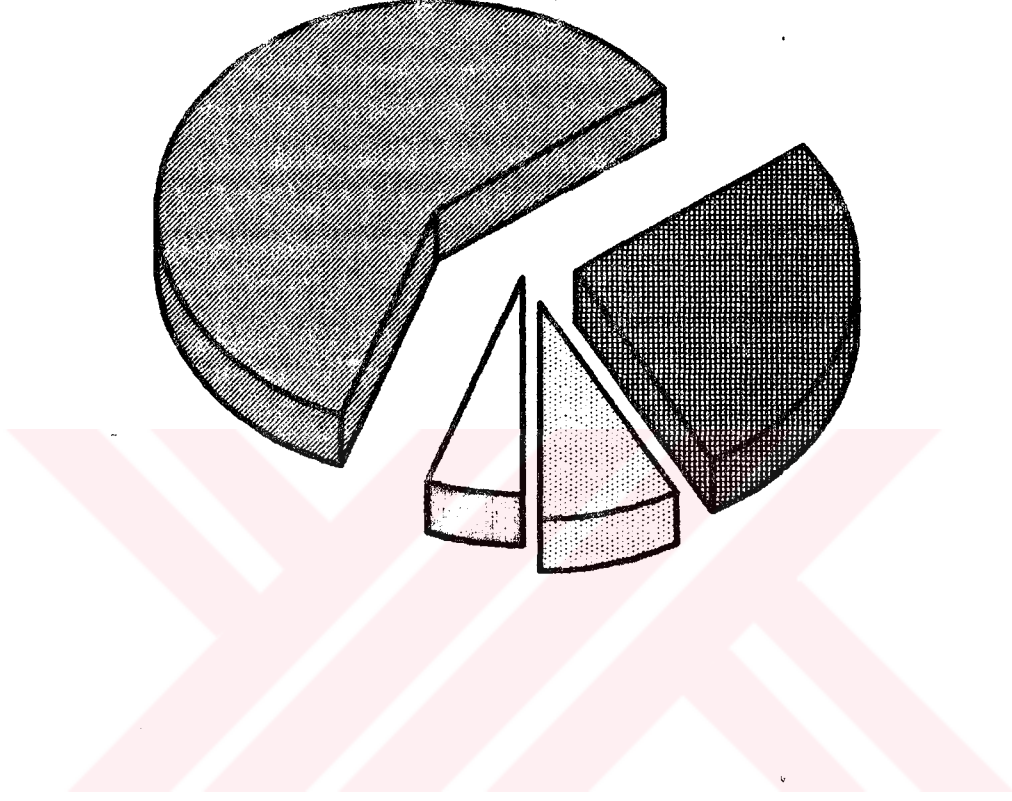
10.2 Aracı Kurumların Ortak Sayılarına Göre Dağılımı

A.Ş. şeklinde kurulmaları zorunlu olan aracı kurumların ortak sayılarına göre dağılımları Tablo: 3.11 ve Grafik: 3.6 'da gösterilmiştir.

TABLO: 3.11 Aracı Kurumların Ortak Sayılarına Göre Dağılımı

(Haziran-1996 tarihi itibarıyla)

ORTAK SAYISI	Aracı Kurum Sayısı	%
-5	22	59.46
6-10	10	27.03
11-20	3	8.11
21-30	2	5.40
31-40	—	—
41-50	—	—
51- ...	—	—
TOPLAM	37	100.00

GRAFİK: 3.6 Aracı Kurumların Ortak Sayılarına Göre Dağılımı

- 22 Aracı Kurumun Ortak sayısı :5, % Dağılımı 59.46
- 10 Aracı Kurumun Ortak sayısı :6-10 , % Dağılımı 27.03
- 3 Aracı Kurumun Ortak sayısı :11-20, % Dağılımı 8.11
- 2 Aracı Kurumun Ortak sayısı :21-30, % Dağılımı 5.40

Tablo: 3.11 incelendiğinde ankete katılan 37 aracı kurumun %59.46'sını oluşturan 22 aracı kurumun 5 ortaklı, %27.03'ünü oluşturan 10 aracı kurumun 6-10 ortaklı, %8.11'ini oluşturan 3 aracı kurumun 11-20 ortaklı ve %5.40'ını oluşturan 2 aracı kurumun ise 21-30 ortaklı olduğu görülmektedir. Buna karşılık aracı kurumların ortak sayılarının 30'dan fazla olmadığı dikkat çekmektedir.

Elde edilen bu veriler değerlendirildiğinde, asli görevlerinden birisi şirketlerin halka açılmalarına aracılık etmek olan aracı kurumların kendilerinin halka açılmadıkları ve kapalı aile şirketi şeklinde faaliyet göstermeyi tercih ettikleri gözlenmektedir.

Anket formlarının değerlendirilmesinde dikkat çeken bir diğer husus ise, 21-30 ortaklı olduklarını ifade eden 2 aracı kurumun 9-10 yıldır bu faaliyeti yürüttükleridir. Bundan aracı kurumların mesleki tecrübeleri arttıkça ortak sayılarının da artabileceği sonucunu çıkarmak mümkündür.

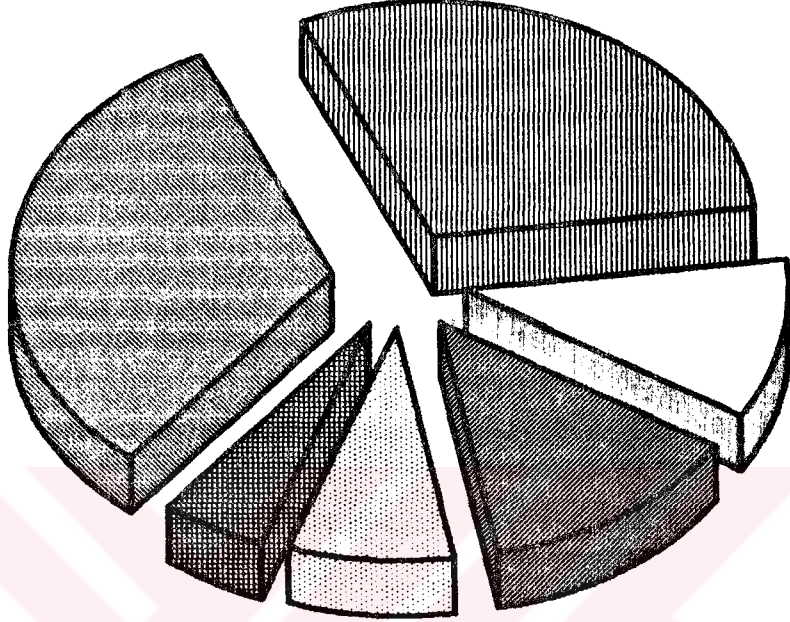
10.3 Aracı Kurumların Personel Sayılarına Göre Dağılımı

Aracı kurumların personel sayılarına ilişkin bulgular aşağıda Tablo:3.12 ve Grafik:3.7'de düzenlenmiştir.

TABLO: 3.12 Aracı Kurumların Personel Sayılarına Göre Dağılımı

(Haziran-1996 tarihi itibarıyla)

Personel Sayısı	Aracı Kurum Sayısı	%
10'dan az	2	5.41
11-20	12	32.43
21-30	11	29.73
31-40	4	10.81
41-50	5	13.51
50'den Fazla	3	8.11
TOPLAM	37	100.00

GRAFİK: 3.7 Aracı Kurumların Personel Sayılarına Göre Dağılımı

-  2 Aracı Kurumun Personel Sayısı 10'dan az, % Dağılımı 5.41
-  12 Aracı Kurumun Personel Sayısı 11-20, % Dağılımı 32.43
-  11 Aracı Kurumun Personel Sayısı 21-30, % Dağılımı 29.73
-  4 Aracı Kurumun Personel Sayısı 31-40, % Dağılımı 10.81
-  5 Aracı Kurumun Personel Sayısı 41-50, % Dağılımı 13.51
-  3 Aracı Kurumun Personel Sayısı 50'den fazla, % Dağılımı 8.11

Tablo: 3.12 incelendiğinde ankete katılan 2 aracı kurumun personelinin 10'dan az, 12 aracı kurumun personel sayısının 11-20 arası, 11 aracı kurumun personelinin 21-30, 4 aracı kurumun personelinin 31-40, 5 aracı kurumun personelinin 41-50 ve 3 aracı kurumun personelinin ise 50'den fazla olduğu görülmektedir. Bunlarda sırasıyla %5.41, %32.43, %29.73, %10.81, %13.51 ve %8.11'e tekabül etmektedir.

Tablodaki veriler irdelendiğinde aracı kurumların %32.43'ünün faaliyetlerini 11-20 personelle, %29.73'ünün ise 21-30 personelle yürüttükleri dikkat çekmektedir.

Aracı kurumların çalıştırdıkları personel sayısı sadece şirket merkezini değil, merkez dışı örgütlerini de kapsamaktadır. Şube, Acenta ve irtibat bürolarından oluşan merkez dışı örgütlerinin ülke geneline yaygınlaşmaları arttıkça aracı kurumlarda çalışan personel sayıları da doğal olarak artacaktır. Bu arada irtibat bürolarının kuruluşuna 1995 yılında izin verildiği dikkate alınırca çalışan personel sayısının nicelik olarak azlığının sebeplerinden birisi ortaya çıkmış olur.

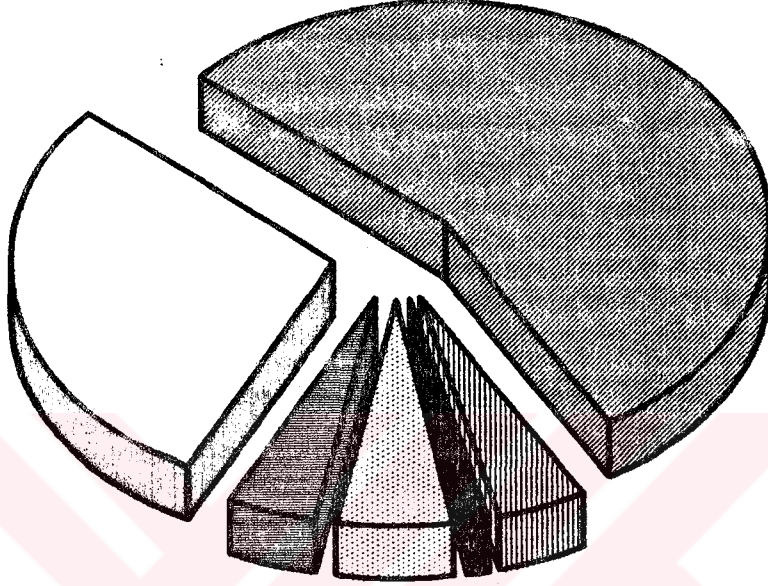
10.4 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Eğitim Durumlarına göre Dağılımı

Aracı kurumlarda çalışan personelin eğitim durumlarına ilişkin tesbitler Tablo:3.13 ve Grafik:3.8'de yer almaktadır.

TABLO: 3.13 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı

Eğitim Durumu	Personel Sayısı	%
İlkokul	64	5.97
Ortaokul	48	4.48
Lise	310	28.91
Üniversite	593	55.32
Yüksek Lisans	46	4.29
Doktora ve Sonrası	11	1.03
TOPLAM	1.071	100.00

GRAFİK : 3.8 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Eğitim Durumlarına Göre Dağılımı



- İlkokul Mezunu Personel Sayısı: 64, % Dağılımı 5.97
- Ortaokul Mezunu Personel Sayısı: 58, % Dağılımı 4.48
- Lise Mezunu Personel Sayısı: 310, % Dağılımı 28.91
- Üniversite Mezunu Personel Sayısı: 593, % Dağılımı 55.32
- Yükseklisans Mezunu Personel Sayısı: 46, % Dağılımı 4.29
- Doktora ve Sonrası Personel Sayısı: 11, % Dağılımı 1.03

Tablo 3.13'den izlenebileceği gibi 37 aracı kurumda çalışan 1072 personelin eğitim durumlarına göre dağılımında ilk sırayı %55.32'lik payla 593 üniversite mezunu almaktadır. Üniversite mezunlarını %28.91'lik payla lise mezunları takip etmektedirki bunların da sayısı 310'dur. Daha sonra %5.97'lik payla üçüncü sırada yer alan ilkökul mezunlarının sayısı 64, dördüncü sırada yer alan ve %4.48'lik paya sahip olan ortaokul mezunlarının sayısı ise 48'dir.

Son iki sırayı ise 46'sı yüksek lisans ve 11'i doktora ve sonrası eğitim görmüş olan personel oluşturmaktadır. Bunların oranı ise %4.29 ve %1.03 olmaktadır.

Aracı kurumların personel eğitim durumlarının incelenmesinde dikkati çeken en önemli husus; toplam personelin yarısından fazlasını oluşturan üniversite mezunlarının sayıdır. Yüksek lisans, doktora ve sonrası eğitim görmüş olanları da üniversite mezunları olarak kabul edersek toplam 1072 personelin 650'sinin üniversite mezunu olduğu ortaya çıkar ki bu da yaklaşık %61'e tekabül etmektedir.

Elde edilen bu bulgular değerlendirildiğinde, Türkiye'de faaliyet gösteren aracı kurumlarda çalışan personellerin eğitim seviyelerinin yüksek olduğu ve aracı kurumların, çalıştırdıkları personellerin niceliğinin yanısıra niteliklerine de önem verdikleri ortaya çıkmaktadır. Bu durum aracı kurumlar vasıtasıyla İMKB'de tasarruflarını değerlendirmeyi düşünen potansiyel yatırımcılara tasarruflarının ehil ellerde değerlendirildiği güven duygusunu aşılacaktır ki, bu da sonuçta hisse senedi ve tahvil piyasasının geleceği bakımından olumlu bir işaret olarak kabul edilebilir.

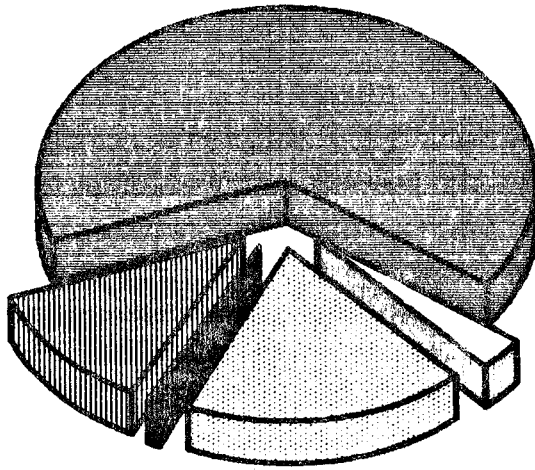
10.5 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Bitirdikleri Fakülte-Yüksekokul Türüne Göre Dağılımı

Aracı kurumlarda çalışan üniversite mezunu personelin bitirdikleri fakülte-yüksekokul türüne göre dağılımları aşağıda Tablo 3.14 ve Grafik: 3.9'da düzenlenmiştir.

TABLO: 3.14 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Bitirdikleri Fakülte-Yüksekokul Türüne Göre Dağılımı

Bitirilen Fakülte Yüksekokul Türü	Personel Sayısı	%
İktisat -İşletme	428	65.84
Hukuk	21	3.24
Mühendislik	119	18.31
Tıp-Eczacılık	6	0.92
Diğer	76	11.69
TOPLAM	650	100.00

GRAFİK: 3.9 Aracı Kurumlarda Çalışan personelin Bitirdikleri Fakülte-Yüksekokul Türüne Göre Dağılımı



■ İktisat-İşletme:428 % 65.84
□ Hukuk:21 % 3.24
▣ Mühendislik:119 % 18.31
■ Tıp-Eczacılık:6 % 0.92
▨ Diğer:76 %11.69

Tablo 3.14'in incelenmesiyle görülebileceği gibi, aracı kurum personelinin bitirdikleri fakülte-yüksekokul türü ile ilgili soruya verdikleri cevaptan 650 personelin fakülte veya yüksekokul mezunu oldukları anlaşılmaktadır.

Bu tablodan elde edilen bulgular değerlendirildiğinde iktisat-işletme mezunu personelin sayısının 428 olduğu ve %65.84'lük payla ilk sırada yer aldıkları görülmektedir. Bu grubu sırasıyla %18.31'lik paya sahip olan mühendislik, %11.69'luk paya sahip olan 76 diğer, %3.24'lük paya sahip olan 21 hukuk ve %0.92 'lik paya sahip olan 6 tıp-eczacılık mezunları takip etmektedir.

Yapılan sıralamada üçüncülüğü alan "diğer" dal mezunlarının toplam içindeki paylarının yüksekliği dikkat çekmektedir. Bu nedenle bu grupta yer alan personelin mezun oldukları fakülte,yüksekokul türleri incelendiğinde sözkonusu personelin uluslararası ilişkiler, siyasal bilgiler, kamu yönetimi, gazetecilik, dil-tarih-coğrafya fakültesi mezunları oldukları görülmüştür.

Rakamların iktisat,işletme mezunu personel üzerinde yoğunlaşmış olduğu dikkate alınırca, aracı kurumların, faaliyet konularıyla yakından ilgili fakülte-yüksekokul mezunu personeli tercih ettikleri ortaya çıkmaktadır. Bu da aracı kurum personellerinin işini bilen, mesleklerinin ehli ve nitelikli personelinin oluştuğu anlamına gelmektedir. Bu durum tasarruf sahibi ve yatırımcılar açısından olumlu bir gelişme olarak nitelendirilebilir.

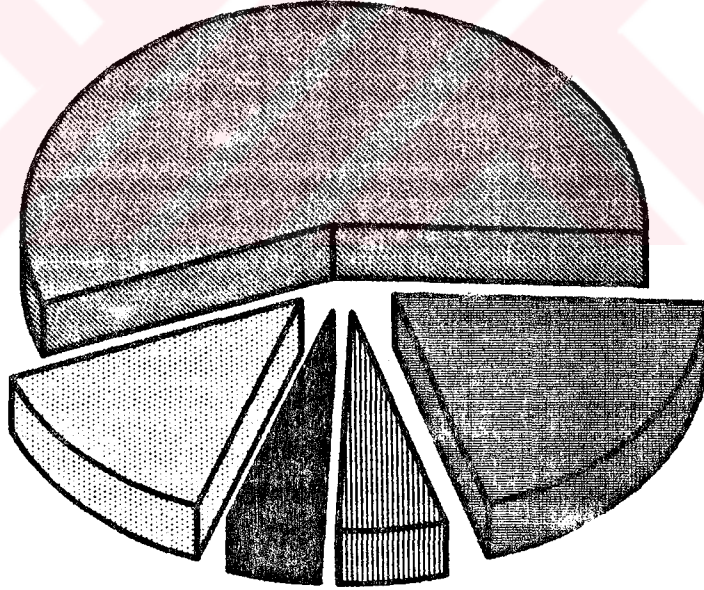
10.6 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Yaş Gruplarına Göre Dağılımı

Aracı kurumlarda çalışan personelin yaş gruplarına göre dağılımları Tablo:3.15 ve Grafik:3.10'da düzenlenmiştir.

TABLO: 3.15 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Yaş Gruplarına Göre Dağılımı

Yaş Grupları	Personel Sayısı	%
20'den Küçük	148	13.80
21-30	603	56.25
31-40	213	19.87
41-50	60	5.60
50'den Büyük	48	4.48
TOPLAM	1072	100.00

GRAFİK: 3.10 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Yaş Gruplarına Göre Dağılımı



- 20 Yaşından Küçük Personel Sayısı :148, % Dağılımı 13.80
- 21-30 Yaş Arası Personel Sayısı :603, % Dağılımı 56.25
- 31-40 Yaş Arası Personel Sayısı :213, % Dağılımı 19.87
- 41-50 Yaş Arası Personel Sayısı :60, % Dağılımı 5.60
- 50 Yaşından Büyük Personel Sayısı, 48, % Dağılımı 4.48

Tablo 3.15'in izlenmesiyle görülebileceği gibi aracı kurum personelinin %13.80'i 0-20, %56.25'i 21-30, %19.87'si 31-40, %5.60'ı 41-50 ve %4.48'i 50 yaş üzeri yaş gruplarında yer almaktadır. Bu verilerden aracı kurumlarda çalışan personelden 21-30 yaş grubunu oluşturanların ağırlıklı bir paya sahip oldukları görülmektedir. Bu grubu 31-40 yaş grubu izlemektedir. Söz konusu iki yaş grubunun payları birlikte dikkate alındığında %76.12'lik bir paya sahip oloukları görülmektedir. Bu durum Türkiye'de faaliyet gösteren aracı kurumlarda çalışan personelin arasında 20-40 yaş grubunun çoğunluğu oluşturduğunun açık bir ifadesi olmaktadır.

Aracı kurumların faaliyet konularının zor, karmaşık, sürekli takip gerektiren ve yorucu bir uğraş olduğu dikkate alındığında genç ve dinamik bir personel grubuyla çalışmanın önemi ve hatta gerekliliği kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, bu durum gelecekte hisse senedi ve tahvil piyasasının daha tecrübeli ve nitelikli personele sahip olacağı konusunda da ümit verici bir gelişme olarak kabul edilebilir.

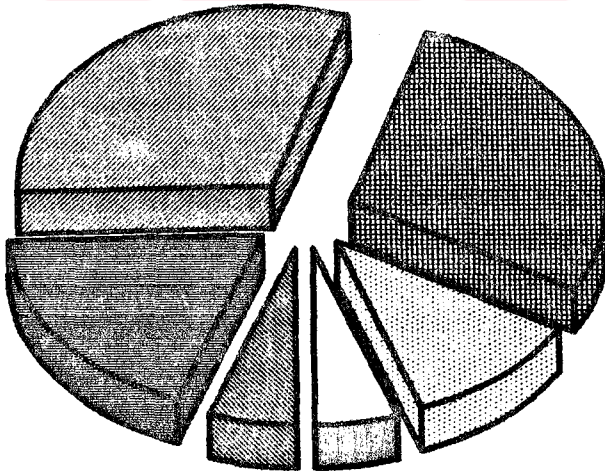
10.7 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı

Aracı kurumların "kurumunuzda çalışan personelin finans piyasalarındaki mesleki tecrübeleri kaç yıldır ?" sorusuna vermiş oldukları cevapların dağılımı Tablo 3.16 ve Grafik: 3.11'de düzenlenmiştir.

TABLO : 3.16 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı

YIL	Personel Sayısı	%
1-2	205	19.12
3-4	326	30.41
5-6	303	28.27
7-8	124	11.57
9-10	56	5.22
10+...	58	5.41
TOPLAM	1072	100.00

GRAFİK: 3.11 Aracı Kurumlarda Çalışan Personelin Mesleki Tecrübelerine Göre Dağılımı



■	1-2 Yıl: 205 % 19.12
▨	3-4 Yıl: 326 % 30.41
■	5-6 Yıl: 303 % 28.27
▨	7-8 Yıl: 124 % 11.57
□	9-10 Yıl: 56 % 5.22
■	10+...Yıl: 58 % 5.41

Tablo 3.16'yı değerlendirdiğimizde, aracı kurumlarda çalışan personelin mesleki tecrübeleriyle ilgili şöyle bir dağılım gözlenmektedir. 37 aracı kurumda çalışan 1072 personelden 205 tanesinin mesleki tecrübesi 1-2 yıldır. Bu da toplam personelin %19.12'sine tekabül etmektedir. Bu grubu %30.41'lik paya sahip personel izlemektedir ki bunların da mesleki tecrübeleri 3-4 yıldır. Daha sonra 5-6 yıllık tecrübeye sahip 303 personel gelmektedir. Bunların payı ise %28.27'dir. Son üç sırayı ise 7-8 yıllık mesleki tecrübeye sahip 124 personel %11.57 ile, 9-10 yıllık mesleki tecrübeye sahip 56 personel %5.22 ile ve son olarak 10 yıldan fazla mesleki tecrübeye sahip 58 personel %5.41'lik payla almaktadır.

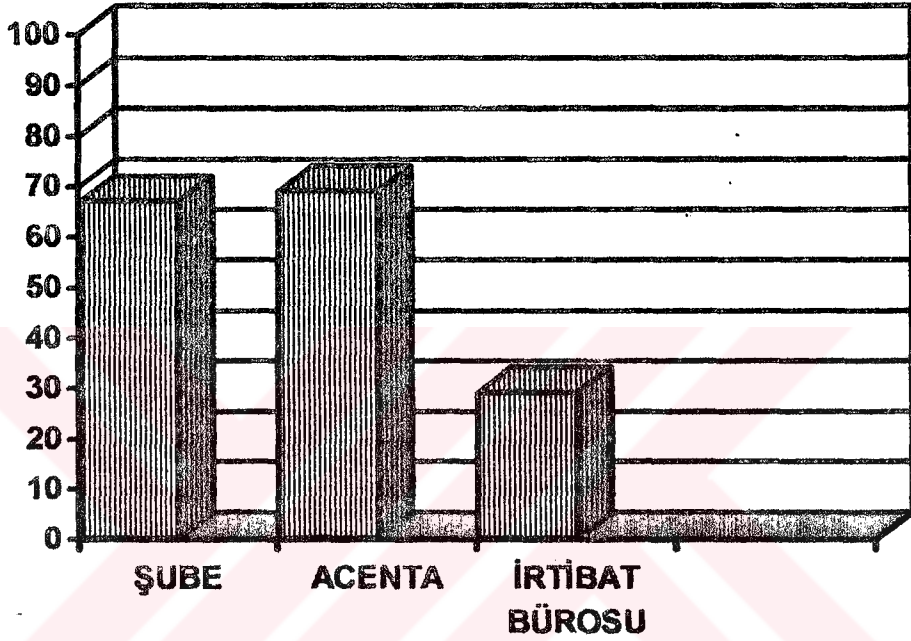
Aracı kurumlarda çalışan personelin mesleki tecrübeleriyle ilgili dağılıma bakıldığında çoğunluğun 3-6 yıl tecrübeli personelden oluştuğu dikkati çekmektedir. Bu gruba giren personelin toplam sayısı 629 olup %58.68'lik bir paya sahiptir. Bu durumun çeşitli nedenleri olabilir. Sözkonusu nedenlerden birinin, daha önce de değindiğimiz gibi, Türkiye'de resmi borsanın, dolayısıyla aracılık faaliyetlerinin henüz onuncu yılını sürdürmekte olmasıdır. Yatırımların ilk başta bu alana karşı çekimser davranmış olmaları aracılık faaliyetlerinin de gelişmesini olumsuz yönde etkilemiştir. 1990-1992 yılları arasında borsanın yatırımcıya güven vermesinin sonucu olarak işlem hacminde ortaya çıkan artış, aracı kurum sayılarının da artmasına neden olmuş ve bu iki yıllık dönemde 48 olan aracı kurum sayısı 112'ye yükselmiştir. Aracı kurumlarda çalışan personelin çoğunluğunun mesleki tecrübelerinin 3-6 yıl arasında olmasının başlıca nedenlerinden birisi 1990-1992 yıllarında aracı kurum sayılarında ortaya çıkan artıştır.

10.8 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Dağılımı

Aracı kurumların merkez dışı örgütleri şube, acenta ve irtibat bürolarından oluşmaktadır. Anket Formunu cevaplayan 37 aracı kurumun merkez dışı örgütlerinin dağılımı Tablo: 3.17 ve Grafik:3.12'de yer almaktadır.

TABLO: 3.17 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Dağılımı

Yıl	Şube	Acenta	İrtibat Bürosu	TOPLAM
1996/6	67	69	29	165

**GRAFİK: 3.12 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Dağılımı**

Tablo 3.17 ve Grafik :3.12 incelendiğinde anket uygulamasına katılan 37 aracı kurumun 1996 yılı Haziran ayı itibariyle 67 şubesi, 69 acentası ve 29 irtibat bürosunun olduğu gözlenmektedir. Söz konusu 37 aracı kuruma ait toplam 165 merkez dışı örgüt bulunmaktadır.

Aracı kurumların yaptığı hizmetlerin tabana yaygınlaştırılması ve küçük tasarruf sahiplerine daha etkin hizmetlerin sunulması bakımından merkez dışı örgütlerin yeterli olduğunu söylemek mümkün değildir. Özellikle irtibat bürosunun şube ve acenta sayılarıyla kıyaslandığında düşük kalmasının en önemli nedeni 1 Mayıs 1995 tarihinde yürürlüğe giren S.P.Kur.'nun Seri:V,

No:19 "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği" ile birlikte irtibat bürolarının da merkez dışı örgütler arasında yer almasıdır. 1995 yılından sonra yaygınlaşmaya başlayan irtibat bürolarının yakın gelecekte aracı kurumlar tarafından etkin ve yaygın olarak ülke genelinde tasarruf sahiplerinin hizmetine sunulacağı söylenebilir.

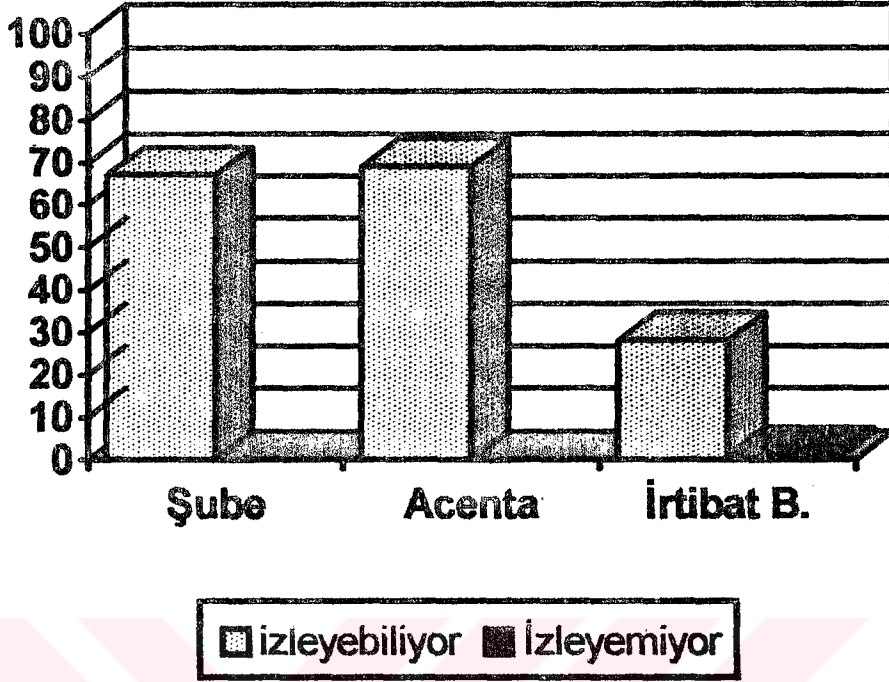
Ayrıca, aracı kurumların merkez dışı örgütleriyle işlem hacimleri arasında da doğru bir orantı bulunmaktadır. Şöyleki aracı kurumların işlem hacimleri arttıkça merkez dışı örgütlerinin sayısı artmakta, merkez dışı örgütlerinin sayısının artması da işlem hacimlerinin artmasına neden olmaktadır. Böylece sebep sonuç ilişkisi bağlamında aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin sayısının ülke genelinde yaygınlaşması tasarrufların yatırıma kanalize edilmesinde büyük görevler düşen aracı kurumların hem kendilerinin daha fazla kazanmalarına neden olacak hem de makro düzeyde ülke ekonomisine büyük yararlar sağlayacaktır.

10.9 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinde Borsa Seanlarının İzlenip İzlenmemesine Göre Dağılımı

Anketin bir önceki sorusunda aracı kurumlara merkez dışı örgütlerinin var olup olmadığı sorulmuştu. Bu soruda ise aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin niteliğinin anlaşılması amacıyla onlara "kurumunuza bağlı merkez dışı örgütlerin kaçında yatırımcılar borsa seanslarını izleme imkanı buluyorlar?" diye sorulmuş ve anketi cevaplayan 37 aracı kurumdan alınan cevapların dağılımı Tablo : 3.18 ve Grafik : 3.13'de yer almıştır.

TABLO: 3.18 Aracı kurumların Merkez Dışı Örgütlerinde Borsa Seanlarının İzlenip İzlenmediğine Göre Dağılımı

	Şube	Acenta	İrtibat B.	TOPLAM	%
İzleyebiliyor	67	69	28	164	99.4
İzleyemiyor	—	—	1	1	0.06



GRAFİK: 3.13 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinde Borsa Seanslarının İzlenip İzlenmemesine Göre Dağılımı

Tablo 3.18 incelendiğinde aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin nitelik yönünden memnuniyet verici bir durumda olduğu ortaya çıkmaktadır. Ankete katılan 37 aracı kuruma bağlı toplam 165 merkez dışı örgütün 67 şube, 69 acenta ve 28 irtibat bürosunda yatırımcıların borsa seanslarını izleyebilme imkanlarının olduğu anlaşılmaktadır. Soruya verilen cevaplar içinde dikkati çeken en önemli husus irtibat bürolarının birinde yatırımcıların borsa seanslarını izleme imkanının olmadığını ifade etmesidir. Bu soruyla ilgili anket formları değerlendirilirken, aracı kurum yöneticisinin soruyu cevaplarken yanlış satırı işaretlemiş olabileceği de düşünülmüş, ancak anket formundaki cevap aynen değerlendirmeye alınmıştır.

Bir önceki sorunun değerlendirilmesinde aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin yetersiz olduğunu belirtmiştik. Ancak mevcut merkez dışı örgütler nitelik yönünden değerlendirildiğinde, teknolojik otomasyonlarının yeterli olduğu görülmektedir. Ülkemizde borsa seanslarının yatırımcılara kapalı

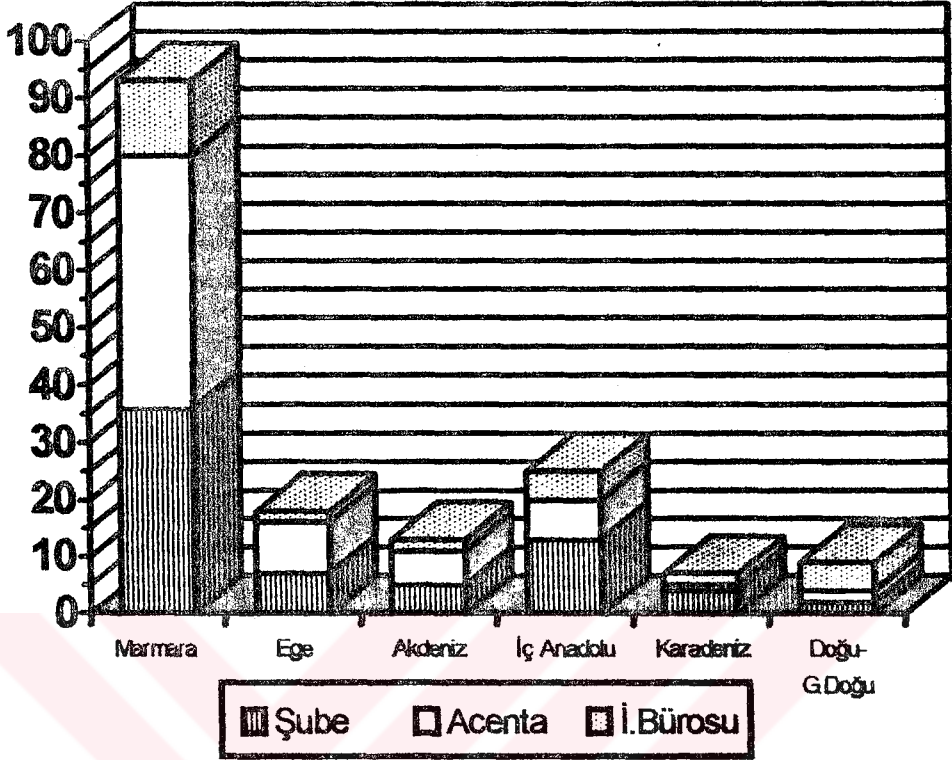
olduğu dikkate alındığında, tasarruf sahiplerinin buldukları ilde borsa seanslarını anında izleyerek alım ve/veya satım emirlerini zamanında verebilmelerine imkan sağlanmış olması azımsanacak bir gelişme değildir. Bu durum, tasarrufların etkin ve yaygın bir şekilde ülke ekonomisine kanalize edilmesinde aracı kurumların oynamış olduğu rolü daha açık bir şekilde ortaya koymaktadır.

10.10 Aracı kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Coğrafi Dağılımı

Ankete katılan 37 aracı kuruma bağlı merkez dışı örgütün Türkiye genelindeki coğrafi dağılımı Tablo: 3.19 ve Grafik :3.14'de yer almaktadır.

TABLO : 3.19 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Coğrafi Dağılımı

Coğrafi Bölge	Şube	Acenta	İrtibat Bürosu	Toplam	%
Marmara Bölgesi	36	44	13	93	56.36
Ege Bölgesi	7	9	2	18	10.91
Akdeniz Bölgesi	5	6	2	13	7.88
İç anadolu Bölgesi	13	7	5	25	15.15
Karadeniz Bölgesi	4	1	2	7	4.24
Doğu ve Güney D.Anadolu Bölgesi	2	2	5	9	5.46
TOPLAM	67	69	29	165	100.00



GRAFİK: 3.14 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütlerinin Coğrafi Dağılımı

Tablo 3.19 incelendiğinde ankete katılan 37 aracı kuruma ait 165 merkez dışı örgütün coğrafi dağılımlarının aşağıdaki gibi olduğu gözlenmektedir.

36'sı şube, 44'ü acenta ve 13'ü irtibat bürosu olmak üzere toplam 93 merkez dışı örgütün Marmara Bölgesi'nde, 7'si şube, 9'u acenta ve 2'si irtibat bürosu olmak üzere toplam 18 merkez dışı örgütün Ege Bölgesi'nde, 5'i şube, 6'sı acenta ve 2'si irtibat bürosu olmak üzere 13 merkez dışı örgütün Akdeniz Bölgesi'nde, 13'ü şube, 7'si acenta ve 5'i irtibat bürosu olmak üzere toplam 25 merkez dışı örgütün İç Anadolu Bölgesi'nde, 4'ü şube, 1'i acenta ve 2'si irtibat bürosu olmak üzere toplam 7 merkez dışı örgütün Karadeniz Bölgesi'nde ve son olarak 2'si şube, 2'si acenta ve 5'i irtibat bürosu olmak üzere 9 merkez

dışı örgütün ise Doğu ve Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde faaliyet gösterdikleri izlenmektedir.

Ortaya çıkan bu sonuçlardan dikkati çeken en önemli husus, aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin Marmara Bölgesi'nde yoğunlaşmış olmasıdır. Toplam 165 merkez dışı örgütün yaklaşık %56.36'sını oluşturan 93 şube, acenta ve irtibat bürosunun Marmara Bölgesi'nde bulunduğu gözlenmektedir. Marmara Bölgesi'ni sırasıyla %15.15 ile İç Anadolu Bölgesi ve %10.90 ile Ege Bölgesi izlemektedir. Son üç sırayı ise sırasıyla %7.88 ile Akdeniz Bölgesi, %5.45 ile Doğu ve Güneydoğu Anadolu Bölgesi ve %4.25 ile Karadeniz Bölgesi almaktadır.

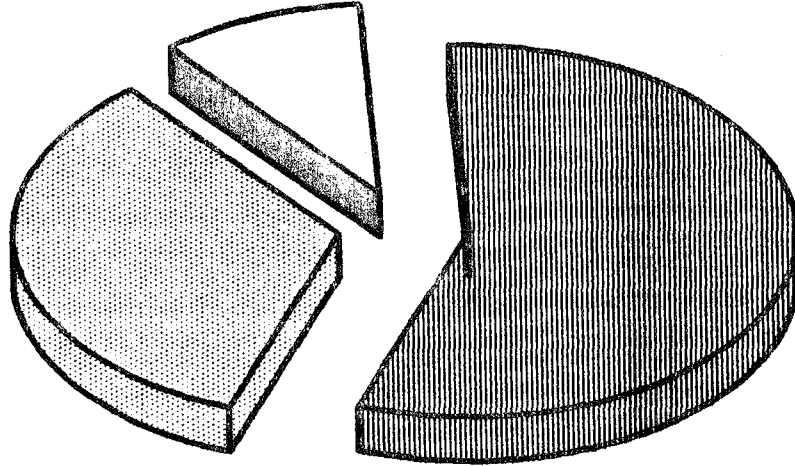
Yoğunlaşmanın daha çok Marmara, İç Anadolu ve Ege Bölgesinde olmasının başlıca sebepleri, bu bölgelerin nüfus yoğunluğu, sosyo-kültürel yapısı ve ekonomik gelişme potansiyelinin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Ekonomik ve sosyo-kültürel yapının gelişmesiyle diğer bölgelerimizde de aracı kurumlara ait merkez dışı örgütlenmenin yaygınlaşacağını söylemek mümkündür.

10.11 Aracı Kurumların İşlem Hacimlerine Göre Dağılımı

Ankete katılan 37 aracı kurumun 1994 yılı itibariyle gerçekleştirdikleri hisse senedi piyasası ve tahvil-bono piyasalarındaki işlem hacimleri Tablo: 3.20 ve Grafik: 3.15 'de düzenlenmiştir.

TABLO: 3.20 Aracı Kurumların Hacimlerine Göre Dağılımı

	Hisse Senedi Piyasası İşl. Hac. (milyon TL.)	Tahvil ve Bono Piyasası İşl. Hac. (milyon TL.)	TOPLAM İşlem Hacmi (milyon TL.)	%
İMKB Toplam Aracı Kurum Sayısı 105	964.742.966	605.503.736	1.570.246.702	100.00
Ankete Katılan Aracı Kurum Sayısı 37	550.020.000	159.500.000	709.520.000	45.19

GRAFİK: 3.15 Aracı Kurumların İşlem Hacimlerine Göre Dağılımı

- ▣ Ankete Katılmayan Aracı Kurumların İMKB İşlem Hacmine Oranı %54.81
- ▤ Ankete Katılan Aracı Kurumların Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacimlerinin İMKB İşlem Hacmine Oranı %35.03
- ▥ Ankete Katılan Aracı Kurumların Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacimlerinin İMKB İşlem Hacmine Oranı %10.16

Tablo 3.20 incelendiğinde elde edilen verilerden şu sonuçlar çıkmaktadır; Ankete cevap veren 37 aracı kurumun 1994 yılı itibariyle hisse senedi piyasasında 550.020 milyarlık tahvil ve bono piyasasında ise 159.500 milyarlık, toplamda 709.520 milyarlık işlem hacmine ulaştıkları görülmektedir. 1994 yılı verilerine göre İMKB'de faaliyet gösteren 105 aracı kurumun hisse senedi ve tahvil-bono piyasalarındaki işlem hacimlerinin toplamının 1.570.246 milyar olduğu dikkate alındığında anket uygulamasına katılan 37 aracı kurumun işlem hacimleri genel toplamın %45,19 'una tekabül etmektedir.

Konu daha detaylı incelendiğinde ise şu sonuçlar çıkmaktadır. Aracı kurumların 1994 yılında hisse senedi piyasalarında gerçekleştirdikleri 964.742

milyarlık işlem hacminin 550.020 milyarlık kısmı ankete katılan 37 aracı kurum tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu da yaklaşık %57,01'lik bir payı ifade etmektedir. Aynı şekilde sözkonusu dönemde gerçekleştirilen tahvil ve bono piyasasındaki işlem hacmi 605.503 milyardır. Bu işlem miktarının 159.500 milyarlık kısmı anket uygulamasına katılan 37 aracı kurum tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu da yaklaşık %26,34 'lük bir payı ifade etmektedir.

Anket uygulamasında aracı kurumlara 1994 yılına ait işlem hacimleri sorulmuştur. Bunun nedeni, 1994 yılına ait verilerin daha sağlıklı temin edilebileceği, 1995 yılına ait verilerin henüz tam ve sağlıklı elde edilmesinin güçlüğü düşüncesinden kaynaklanmaktadır.

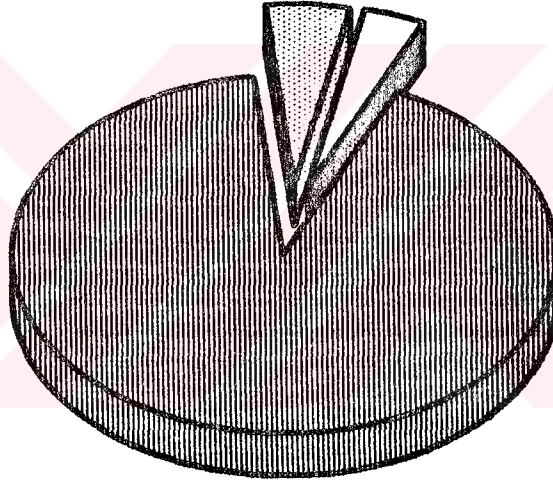
Verilen cevaplarda dikkati çeken en önemli hususlardan birisi de aracı kurumların faaliyet etkinliklerinde hisse senedi piyasası işlem miktarlarının tahvil ve bono piyasası işlem miktarlarına göre daha fazla olduğudur. Bunun çeşitli nedenleri olabilir. Bu nedenlerden en önemlisi, tahvil ve bono piyasası işlemlerinin aracı kurum sayılmamakla birlikte aracı kurumların tüm işlemleri yapabilen bankalar tarafından gerçekleştiriliyor olmasıdır. Bir başka neden olarak ise tasarruf sahibinin kâr payını faize tercih ettiğini söyleyebiliriz.

10.12 Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin İşlemlerin Gerçekleşme Şekline Göre Dağılımı

Anket uygulamasına katılan 37 aracı kurumun 1994 yılında gerçekleşen işlem hacimlerinin işlemlerin gerçekleşme şekline göre dağılımı Tablo:3.21 ve Grafik: 3.16'da düzenlenmiştir.

TABLO: 3.21 Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin İşlemlerinin Gerçekleşme Şekline Göre Dağılımı

İşlemlerin Gerçekleşme Şekli	TUTAR	%
Başkası Nam ve Hesabına	648.497	91.40
Başkası Namına Kendi Hesa.	36.415	5.13
Kendi Nam ve Hesabına	24.608	3.47
TOPLAM	709.520	100.00



■ Başkası Nam ve H.: % 91.40	■ Başkası Nam.Kendi H.: % 5.13	□ Kendi Nam ve Hes. : % 3.47
---------------------------------	-----------------------------------	---------------------------------

GRAFİK: 3.16 Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin İşlemlerinin Gerçekleşme Şekline Göre Dağılımı

Tablo 3.21'de yer alan araştırma sonuçlarına göre, aracı kurumların 1994 yılında gerçekleştirdikleri toplam 709.520 milyar liralık işlem hacminin 648.497 milyar liralık kısmı başkası nam ve hesabına yapılmıştır. Bu rakam yaklaşık olarak %91.40'lık bir payı ifade etmektedir. İkinci sırada yer alan ve

başkası namına kendi hesabına gerçekleştirilen işlem miktarı ise 36.415 milyar lira olup %5.13'lük bir paya sahiptir. Son sırada yer alan ve aracı kurumların kendi nam ve hesabına gerçekleştirdikleri işlem miktarı 24.608 milyar lira olup, %3.47'lik bir payı ifade etmektedir.

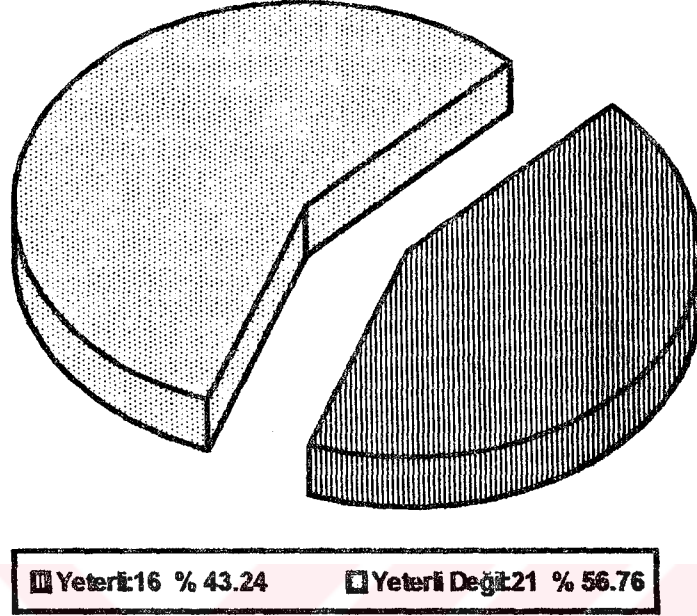
Aracı kurumlar, işlemlerini yukarıda belirtildiği gibi üç farklı şekilde gerçekleştirebilirler. Bunlardan, kendi nam ve hesabına yapılan işlemler sermaye piyasası açısından özellik arz etmektedir. Aracı kurumlar menkul kıymetleri kendi nam ve hesaplarına alıp satmakla bir anlamda piyasanın istikrarını da sağlamış olmaktadır. Şöyle ki; aşırı fiyat yükselmelerinde veya düşmelerinde ellerindeki menkul kıymetleri piyasaya sürerek veya piyasadan menkul kıymetleri toplayarak fiyatların aşırı dalgalanmasını önleyebilmektedirler. Ancak, yapılan araştırma sonucuna göre aracı kurumların kendi nam ve hesaplarına yaptıkları işlem miktarının %3.47 gibi düşük bir paya sahip olması Türkiye'de aracı kurumların bu fonksiyonlarını yeteri kadar yerine getirmedikleri sonucunu ortaya koymaktadır.

10.13 Aracı Kurumların Etkinliği Açısından Dağılımı

"Sizce aracı kurumlar tasarrufların yatırıma kanalize edilmesine yeterince katkıda bulunuyor mu ?" sorusuna 37 aracı kurumun verdiği cevaplar Tablo:3.22 ve Grafik: 3.17'de yer almaktadır.

TABLO: 3.22 Aracı Kurumların Etkinliği Açısından Dağılımı

	Aracı Kurum Sayısı	%
Yeterli	16	43.24
Yeterli Değil	21	56.76
TOPLAM	37	100.00



GRAFİK: 3.17 Aracı Kurumların Etkinliği Açısından Dağılımı

Tablo 3.22'nin incelenmesiyle ortaya çıkan sonuçlara göre, anket uygulamasına cevap veren 37 aracı kurumdan 21 tanesi, aracı kurumların tasarrufların yatırıma kanalize edilmesine yeterince katkıda bulunmadığını ifade etmektedirler. Bu görüşte olanlar ankete katılanların %56.76'sını oluşturmaktadırlar. Buna karşılık soruya, "yeterince katkıda bulunuyor" cevabını verenlerin sayısı 16 olup, %43.24'lük bir paya sahiptirler.

Tablo sonuçlarından soruya "yeterli değil" diyenlerin çoğunlukta olması dikkati çekmektedir. Aracı kurumların kendi öz eleştirilerini yaparken objektif davrandıkları ve eksikliklerinin bilincinde oldukları sonucunu çıkarmak mümkündür. Bu durumun gelecekte etkinliklerinin artması ve eksikliklerinin giderilmesi noktasında sevindirici bir gelişme olarak kabul edilmelidir.

10.14 Aracı Kurumların Etkin Olmayışlarının Nedenleri Açısından Dağılımı

Anket formunun bir önceki sorusunda "sizce aracı kurumlar tasarrufların yatırıma kanalize edilmesine yeterince katkıda bulunuyor mu ?" sorusuna Tablo:3.22'de görüldüğü gibi 16 aracı kurum yeterli, 21 aracı kurum ise yeterli değil cevabını vermişti.

Bu soruda ise "yeterli değil" diyenlere nedenleri sizce neler olabilir ? diye sorulmuş ve aracı kurumlara;

- I) Finansal piyasalardaki sosyo-kültürel yapı,
- II) Yasal ve Bürokratik engeller,
- III) Siyasi İstikrarsızlık,
- IV) Ekonomik krizler,
- V) Para piyasasındaki sorunlar,
- VI) Sermaye piyasasındaki yapısal sorunlar,
- VII) Sermaye piyasasındaki psikolojik sorunlar,
- VIII) Sermaye piyasasındaki ekonomik sorunlar,
- IX) Diğer (Belirtiniz)

olmak üzere 9 faktör sunulmuştur. Aracı kurumlardan, anket formunda hiçbir kritere bağlı olmaksızın rastgele dizilen bu faktörlere verdikleri önem derecesine göre sıralamaları istenmiştir. Aracı kurumların en çok önem verdikleri faktörden başlayarak 1'den 9'a kadar verdikleri puanların değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkan sıralamanın oluşumu aşağıda Tablo: 3.23'de gösterilmiştir.

Aracı kurumların tasarrufların yatırıma kanalize edilmesine yeterince katkıda bulunmayışına neden olan faktörler anket formundaki yerleri esas alınarak Tablo 3.23'de ilk satırda dizilmiştir. Diğer satırlarda yer alan rakamlar ise faktörlere o satırdaki puanın aracı kurumlar tarafından kaç kez verildiğini göstermektedir. Örneğin, "1 puan" FAKTÖR I'e 5, FAKTÖR II'ye 1, FAKTÖR III'e de 2 aracı kurum tarafından verilmiştir.

TABLO: 3.23 Aracı Kurumların Etkin Olmayışlarının Nedenleri Açısından Dağılımı

Puanlar	Faktör I	Faktör II	Faktör III	Faktör IV	Faktör V	Faktör VI	Faktör VII	Faktör VIII	Faktör IX
1 Puan	5	1	2	2	2	5	2	2	—
2 Puan	4	1	3	2	3	3	4	1	—
3 Puan	4	1	3	1	2	1	5	4	—
4 Puan	2	5	2	2	1	4	2	3	—
5 Puan	4	1	2	3	2	5	2	2	—
6 Puan	1	6	3	5	2	1	1	2	—
7 Puan	—	3	5	4	4	1	3	1	—
8 Puan	1	3	1	2	5	1	2	6	—
9 Puan	—	—	—	—	—	—	—	—	21
TOPLAM	67	112	96	106	108	76	86	105	189
Aracı Kurum Sayısı	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Ortalama	3.190	5.333	4.571	5.046	5.142	3.619	4.095	5.000	9.000
Sıralamada Yeri	1	8	4	6	7	2	3	5	9

Tablo 3.23'de TOPLAM satırında yer alan rakamlar ait olduğu faktöre verilen puanlar, o puanı veren aracı kurum sayısının çarpılmasıyla elde edilen tutarların toplanması suretiyle elde edilmiştir. Söz konusu toplamın cevap veren aracı kurum sayısı olan 21'e bölünmesiyle ortalama değerler elde edilmiştir. Aracı kurumların en çok önem verdikleri faktöre 1 ve giderek en az önemli gördükleri faktöre 9 puan vermiş oldukları dikkate alındığında en

duşuk ortalamaya sahip olan faktör aracı kurumların en çok önem verdikleri faktör olmaktadır.

Tablo 3.23'ün izlenmesiyle de görülebileceği gibi aracı kurumların tasarrufların yatırıma kanalize edilmesine yeterince katkıda bulunamayışlarının nedenleri arasında en önemli yeri 3.190'lık ortalama ise "Finansal piyasalardaki sosyo-kültürel yapı"almaktadır. Bunu 3.619'luk ortalama ile "Sermaye piyasasındaki Yapısal sorunlar" ve 4.095'lik payla "Sermaye piyasasındaki psikolojik sorunlar " izlemektedir.

Aracı kurumların kendilerine sunulan seçenekler arasında dördüncü sıraya koydukları faktör, 4.571'lik ortalama ile "Siyasal istikrarsızlık", beşinci ve altıncı sıraya koydukları faktörler ise, 5.000'lik payla "Sermaye piyasasındaki ekonomik sorunlar " ve 5.046'lık payla "Ekonomik krizler" dir.

Aracı kurumların en az önem verdikleri son üç faktör ise, 5.142'lik ortalama ile "Para piyasasındaki sorunlar", 5.333'lük ortalama ile "Yasal ve bürokratik engeller" ve 9.000'lik ortalama ile son sırayı alan "Diğer" faktörüdür.

Aracı kurumların, tasarrufların yatırıma kanalize edilmesine yeterince katkıda bulunamayışlarının nedenleri arasında ilk üç sırayı alan faktörleri irdelediğimizde şu sonuçlara ulaşıyoruz. Nedenler arasında en önemli yeri "finansal piyasalardaki sosyo-kültürel yapı" almaktadır. Türkiye'de sermaye piyasasının uzun yıllar yasal bir dayanaktan mahrum olarak varlığını sürdürmüş ve ancak 1980'li yılların başında yasal düzenlemeye kavuşmuş olması, finansal piyasalarda sosyo-kültürel yapının da arzu edilen seviyeye ulaşmamış olmasının nedenlerinden birini oluşturmaktadır. Aynı şekilde ikinci sırayı alan "Sermaye piyasasındaki yapısal sorunlar " faktörü de yine, ülkemizde sermaye piyasasının kendi kendine gelişmesi ve yasal düzenlemesinin çok geç yapılmış olmasından kaynaklanmaktadır. Üçüncü sırayı alan "Sermaye piyasasındaki psikolojik sorunlar " faktöründe aradan

yaklaşık 16 yıllık bir süre geçmiş olmasına rağmen Türkiye’de yaşanan bankerlik skandalının olumsuz etkilerinin hala sürdüğünü göstermektedir.

10.15 Aracı Kurumların Sayı ve Nitelik Olarak Yeterli Olup Olmadığının Dağılımı

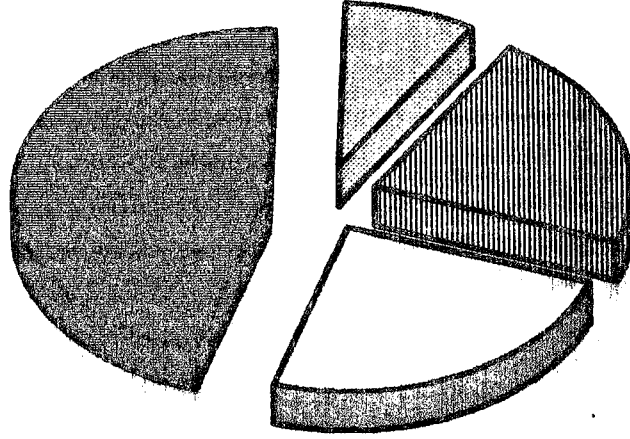
Anket uygulamasında aracı kurumlara “Sizce IMKB’de faaliyet gösteren aracı kurumlar sayı ve nitelik olarak yeterli mi ?” şeklinde bir soru sorulmuş ve aracı kurumlara,

- I) Sayı ve Nitelik Olarak Yeterli,
- II) Sayı Yeterli, Nitelik Yetersiz,
- III) Sayı Yetersiz, Nitelik Yeterli
- IV) Sayı ve Nitelik Olarak Yetersiz

olmak üzere dört seçenek sunulmuştur. Anketi cevaplayan 37 aracı kurumun verdiği cevapların dağılımı Tablo: 3.24 ve Grafik :3.18’da yer almaktadır.

TABLO: 3.24 Aracı Kurumların Sayı ve Nitelik Olarak Yeterli Olup Olmadığının Dağılımı

	Aracı Kurum Sayısı	%
Sayı ve Nitelik Olarak Yeterli	9	24.32
Sayı Yeterli, Nitelik Yetersiz	17	45.95
Sayı Yetersiz, Nitelik Yeterli	3	8.11
Sayı ve Nitelik Olarak Yetersiz	8	21.62
TOPLAM	37	100.00



■ Sayı ve Nitelik Olarak Yeterli:9 % 24.32	■ Sayı Yeterli, Nitelik Yetersiz: 17 %45.95	■ Sayı Yetersiz, Nitelik Yeterli:3 % 8.11	■ Sayı ve Nitelik Olarak Yetersiz:8 % 21.62
--	---	---	---

GRAFİK: 3.18 Aracı Kurumların Sayı ve Nitelik Olarak Yeterli Olup Olmadıklarının Dağılımı

Tablo 3.24'de yer alan değerler incelendiğinde ankete katılan 37 aracı kurumun %24.32'sini oluşturan 9 aracı kurum, aracı kurumları sayı ve nitelik olarak yeterli bulduklarını ifade etmişlerdir. %45.95'lik paya sahip olan 17 aracı kurum ise sayı yeterli, Ancak nitelik yetersiz cevabını vermişlerdir. %8.11 ile en az paya sahip olan, sayı yetersiz, nitelik yeterli seçeneğini işaretleyen aracı kurum sayısı ise 3'tür. Sayı ve nitelik olarak yetersiz seçeneğini ise 8 aracı kurum işaretlemiştir ki bu da %21.62'lik bir payı ifade etmektedir.

Tabloda yer alan değerleri sayı ve nitelik yönüyle ayrı ayrı değerlendirdiğimizde ise şu sonuçlar çıkmaktadır.

Aracı kurumları sayı olarak yeterli bulan aracı kurumların sayısı 26'dır. Anket uygulamasına 37 aracı kurumun katıldığı dikkate alındığında bu sonucun yaklaşık %70'lik bir payı ifade ettiği ortaya çıkar. Aracı kurumları

nitelik yönüyle yetersiz bulan aracı kurumların sayısı ise 25'tir. Bu da yaklaşık olarak %68'lik bir orana tekabül etmektedir. Sonuç olarak aracı kurumların kendilerini sayı olarak yeterli, nitelik olarak yetersiz bulduklarını söylemek mümkündür.

10.16 Aracı Kurumların Nitelik Yönünden Yetersizlik Nedenlerinin Dağılımı

İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumları nitelik yönünden yetersiz gören aracı kurumlara "Sizce nedenleri neler olabilir ?" diye sorulmuş ve kendilerine,

- I) Nitelikli personel yetersizliği,
- II) Teknolojik otomasyon yetersizliği,
- III) Merkez dışı örgütlenmenin yetersizliği,
- IV) Yatırım ve tasarruf sahiplerine yeterli güveni vermeyişleri,
- V) Diğer (belirtiniz)

olmak üzere anket formunda rastgele dizilen 5 faktör sunulmuştur. Verdikleri önemin derecesine göre 1'den 5'e kadar puanlarla söz konusu faktörleri sıralamaları istenen bu soruyu 25 aracı kurum cevaplamıştır. Aracı kurumların verdikleri puanların değerlendirilmesiyle oluşan sıralama aşağıda Tablo 3.25'de özetlenmiştir.

TABLO: 3.25 Aracı Kurumların Nitelik Yönünden Yetersizlik Nedenlerinin Dağılımı

Puanlar Ø	FAKTÖR I	FAKTÖR II	FAKTÖR III	FAKTÖR IV	FAKTÖR V
1 Puan	8	2	3	12	—
2 Puan	11	3	9	2	—
3 Puan	4	5	10	6	—
4 Puan	2	15	3	5	—
5 Puan	—	—	—	—	25
TOPLAM	50	83	63	54	125
Aracı Kurum Sayısı	25	25	25	25	25
Ortalama	2.000	3.320	2.520	2.160	5.000
Sıralamadaki Yeri	1	4	3	2	5

Tablo 3.25'in ilk satrında yer alan faktörler Tablo 3.23'de olduğu gibi anket formundaki sıralama esas alınarak dizilmiş ve aracı kurumların vermiş olduğu puanlara dayanarak sıralamanın belirlenmesinde aynı yol izlenmiştir.

Tablo 3.25'in izlenmesiyle de görülebileceği gibi İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumların nitelik yönünden yetersizlik nedenlerinden en önemlisi "nitelikli personel yetersizliği" dir. 2.000'lik ortalamaya sahip bu faktöre 8 aracı kurum tarafından "1 puan" verilmiştir. Buna karşılık 13 aracı kurumun en önemli faktör olarak görüp "1 puan" verdikleri "Yatırım ve tasarruf sahiplerine yeterli güveni vermeyişleri" 2.160'lık ortalama ise ikinci sırada yer almıştır.

"Merkez dışı örgütlenmesinin yetersizliği" 2.520'lik ortalama ile üçüncü sırada yer alırken, bu faktörü 3.320'lik ortalama ile "teknolojik otomasyon yetersizliği" izlemiştir. Son sırada yer alan ve "diğer" olarak açık uç bırakılan faktör ise 5.000'lik ortalama ile sonuncu olmuştur. Bu faktörlerden "diğer"

seçeneğini işaretleyen aracı kurumlardan bazıları “diğer” derken kastettikleri faktörlerin “mevzuat yetersizliği, sermaye piyasasının Türkiye’de geç geliştiğini ve İMKB’nin fiziki kapasitesinin yetersiz olmasını” göstermişlerdir.

Sonuç olarak aracı kurumların, nitelikli personel yetersizliği, yatırımcı ve tasarruf sahiplerine yeterli güveni vermeyişleri ve merkez dışı örgütlenmelerinin yeterli olmayışı gibi nedenlerden dolayı kendilerini nitelik yönünden yetersiz gördüklerini söyleyebiliriz.

10.17 Aracı Kurumların Yerine Getirdikleri Fonksiyonlar Bakımından Dağılımları

Aracı kurumlara anket formunda “Aracılık faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında aşağıdaki fonksiyonlardan hangilerini yerine getirmektесiniz ? (Faaliyetinizin yoğunluğuna göre 1’den başlayarak sıralayınız.) “ diye sorulmuş ve kendilerine;

- I) Birincil piyasa faaliyetleri,
- II) İkincil Piyasa Faaliyetleri,
- III) Kollektif Yatırım İle ilgili Faaliyetler,
- IV) Yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi hizmetleri,
- V) Bilgi toplama ve yayma hizmetleri,
- VI) Diğer (Belirtiniz)

olmak üzere rastgele dizilen 6 seçenek sunulmuştur. Bu soruyu cevaplandıran 37 aracı kurumun verdikleri puanların değerlendirilmesiyle oluşan sıralama aşağıda Tablo 3.26’da yer almaktadır. Bu tablonun düzenlenmesinde de daha önce Tablo 3.25 ve 3.23’de uygulanan yöntem takip edilmiştir.

TABLO: 3.26 Aracı Kurumların Yerine Getirdikleri Fonksiyonlar Bakımından Dağılımı

Puanlar Ø	FAKTÖR I	FAKTÖR II	FAKTÖR III	FAKTÖR IV	FAKTÖR V	FAKTÖR VI
1 Puan	10	22	1	2	2	—
2 Puan	16	6	4	7	4	—
3 Puan	2	2	10	12	9	2
4 Puan	4	3	13	10	6	1
5 Puan	5	3	7	5	14	3
6 Puan	—	1	2	2	1	31
TOPLAM	89	73	108	129	137	211
Aracı Kurum Sayısı	37	37	37	37	37	37
ORTALAMA	2.405	1.972	3.729	3.486	3.702	5.702
Sıralamada Yeri	2	1	5	3	4	6

Aracı kurumların, anket formunda kendilerine sunulan fonksiyonları faaliyetlerinin yoğunluğuna göre en çok önem verdiklerine "1 puan" ve giderek en az önemli gördüklerine "6 puan" vermeleri sonucu, anket formunda rastgele sıralanan seçenekler derecelerine göre şu şekilde sıralanmıştır;

- I) İkincil piyasa faaliyetleri
- II) Birincil piyasa faaliyetleri
- III) Yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi hizmetleri
- IV) Bilgi toplama ve yayma hizmetleri
- V) Kollektif yatırım ile ilgili faaliyetler
- VI) Diğer faaliyetler

Tablo 3.26'da görüleceği gibi en düşük ortalama olan 1.972 ile ikincil piyasa faaliyetleri aracı kurumların en yoğun olarak yerine getirdikleri fonksiyonların başında gelmektedir. Bunu 2.405'lik ortalama ile birincil piyasa

faaliyetleri izlemektedir. Daha sonra 3.486'lık ortalama ile yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi, 3.702'lik ortalama ile bilgi toplama ve yayma hizmetleri 3.ve 4. sırada gelmektedir. Son iki sırayı ise, 3.729'luk ortalama ile kollektif yatırım ile ilgili faaliyetler ve 5.702'lik ortalama ile diğer (uluslararası işlem, repo, ters repo, müşteri portföyü gibi) faaliyetler almaktadır.

Aracı kurumların en yoğun olarak yerine getirdikleri fonksiyonun ikincil piyasa faaliyetleri olması, sonuç itibariyle sürpriz sayılmamalıdır. Daha önce düzenlenen Tablo 3.21'de başkası nam ve hesabına gerçekleştirilen işlem hacminin %91.40'lık bir paya sahip olması, aracı kurumların faaliyetlerinde ikincil piyasa işlemlerinin ne kadar geniş bir yer tuttuğunun göstergesi olmaktadır.

10.18 Aracı Kurumların Müşterilerine Verdikleri Hizmetlerin Yoğunluğuna Göre Dağılımı

Aracı kurumların müşterilerine verdikleri hizmetlerin yoğunluğunun belirlenmesi amacıyla düzenlenen soruya anket uygulamasına katılan 37 aracı kurumun vermiş oldukları puanlarla belirledikleri sıralamanın oluşumu aşağıda Tablo 3.27'de gösterilmiştir.

TABLO: 3.27 Aracı Kurumların Müşterilerine Verdikleri Hizmetlerin Yoğunluğuna Göre Dağılımı

Puanlar Ø	FAKTÖR I	FAKTÖR II	FAKTÖR III	FAKTÖR IV	FAKTÖR V	FAKTÖR VI	FAKTÖR VII	FAKTÖR VIII
1 Puan	16	—	3	10	3	4	—	1
2 Puan	7	3	6	6	10	4	1	—
3 Puan	3	4	8	4	10	8	—	—
4 puan	5	11	5	3	7	5	1	—
5 Puan	3	8	7	6	1	7	3	2
6 Puan	1	7	5	7	3	7	5	2
7 Puan	1	4	2	1	2	2	20	5
8 Puan	1	—	1	—	1		7	27
TOPLAM	95	172	146	125	126	147	247	273
Aracı Kur. Sayısı	37	37	37	37	37	37	37	37
ORTALAMA	2.567	4.648.	3.945	3.378	3.405	3.972	6.675	7.378
Sıralamada Yeri	1	6	4	2	3	5	7	8

Tablo 3.27'nin ilk satırında yer alan faktörler anket formundaki sıralama esas alınarak dizilmiş ve aracı kurumların verdikleri hizmetlerin yoğunluğunu yansıtan puanlara dayanarak sıralamanın belirlenmesinde Tablo 3.23, 3.25 ve 3.26 ile aynı yöntem izlenmiştir.

Anket formunda yer alan 8 faktör rastgele şöyle sıralanmıştır.

- I) Saklama ve takip
- II) Büyük portföye özel hizmet
- III) Periyodik bülten
- IV) Portföy Yönetimi,
- V) Araştırma ve analiz,
- VI) Kurum portföyü,
- VII) Lot altı işlem,
- VIII) Yurtdışı borsalarda hizmet

Tablo 3.27'nin incelenmesiyle bizim rastgele yaptığımız bu sıralamanın aracı kurumlar tarafından, müşterilerine verdikleri hizmetlerin yoğunluğuna göre şöyle bir sıralamaya dönüştüğü görülmektedir;

- I) Saklama ve Takip
- II) Portföy Yönetimi
- III) Araştırma ve analiz
- IV) Periyodik bülten
- V) Kurum portföyü
- VI) Büyük portföye özel hizmet
- VII) Lot altı işlem
- VIII) Yurtdışı borsalarda hizmet

Tablo 3.27'deki rakamlara baktığımızda, aracı kurumların müşterilerine verdikleri hizmetlerin yoğunluğuna göre 2.567'lik ortalama ile saklama ve takip hizmetleri ilk sırayı, 3.378'lik ortalama ile portföy yönetimi hizmetleri ikinci sırayı ve 3.405'lik ortalama ile araştırma ve analiz hizmetlerinin üçüncü sırayı aldığını görmekteyiz. Bunları 3.945'lik ortalama ile periyodik bülten hizmetleri, 3.972'lik ortalama ile kurum portföyü yönetim hizmetleri ve 4.648'lik ortalama ile büyük portföye özel hizmet izlemektedir. Son iki sırayı ise anket formunda yer aldığı gibi 6.675'lik ortalama ile lot altı işlemler ve 7.378'lik ortalama ile yurtdışı borsalarda hizmet almaktadır.

Bu sonuçlar menkul kıymet yatırımcılarının aracı kurumların özellikle saklama ve takip hizmetlerinden ve portföy yönetimi hizmetlerinden yararlandıklarını göstermektedir. Tasarruf sahiplerinin portföy yönetimi hizmetlerinden yaygın olarak faydalanması, yatırımlarını daha bilinçli yaptıkları anlamına gelmektedir.

10.19 Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin Arttığı Dönemlere Göre Dağılımı

Aracı kurumların işlem hacimlerinin en fazla hangi dönemlerde arttığı belirlenmesi amacıyla düzenlenen ve

- I) Hafta başlarında
- II) Hafta sonlarında
- III) Ay başlarında
- IV) Şirketlerin üçer aylık bilançoları yayınladıktan sonra
- V) Şirketlerin genel kurullarından sonra
- VI) Hisse senedi fiyatları düşerken
- VII) Hisse senedi fiyatları yükselirken
- VIII) Diğer (Belirtiniz)

olmak üzere rastgele sıralanan 8 seçenek sunulmuş ve kendilerinden öncelik sırasına göre 1'den başlayarak 8'e kadar numara vermeleri istenmiştir. Anket uygulamasına katılan 37 aracı kurumun verdiği cevapların dağılımı Tablo: 3.28'de yer almaktadır.

Tablo 3.28'in ilk satırında yer alan faktörler Tablo 3.27'de olduğu gibi anket formundaki sıralama esas alınarak dizilmiş ve aracı kurumların vermiş oldukları puanlara dayanarak sıralamanın belirlenmesinde aynı yol izlenmiştir.

TABLO: 3.28 Aracı Kurumların İşlem Hacimlerinin Arttığı Dönemlere Göre Dağılımı

Puanlar Ø	FAKTÖR I	FAKTÖR II	FAKTÖR III	FAKTÖR IV	FAKTÖR V	FAKTÖR VI	FAKTÖR VII	FAKTÖR VIII
1 Puan	1	—	3	6	1	2	24	—
2 Puan	1	2	2	5	8	15	4	—
3 Puan	5	2	7	8	7	5	3	—
4 puan	3	3	8	10	10	2	1	—
5 Puan	9	8	10	—	5	4	1	—
6 Puan	10	13	4	6	1	1	2	—
7 Puan	8	9	3	2	5	8	2	—
8 Puan	—	—	—	—	—	—	—	37
TOPLAM	191	203	155	130	144	137	76	296
Aracı Kur. Sayısı	37	37	37	37	37	37	37	37
ORTALAMA	5.162	5.486	4.189	3.513	3.891	3.702	2.054	8.000
Sıralamada Yeri	6	7	5	2	4	3	1	8

Aracı kurumların işlem hacimlerinin en fazla hangi dönemlerde arttığına belirlenmesi amacıyla sorulan soruya, aracı kurumların vermiş oldukları cevapların dağılımı yukarıdaki tabloda yer almaktadır. Bu tablodaki rakamlar incelendiğinde; aracı kurumların işlem hacminin 2.054'lük ortalama ile en fazla "hisse senedi fiyatları yükselirken " artmaktadır. Bu faktörü 3.513'lük ortalama ile "şirketlerin üçer aylık bilançolarını yayınladıktan sonra" izlemiştir. Sıralamada üçüncü sırayı 3.702'lik ortalama ile " hisse senedi fiyatları düşerken " almaktadır. Bu sıralamayı 3.891'lik ortalama ile "şirketlerin genel kurullarından sonra ", 4.189'lük ortalama ile "ay başlarında " ve 5.162'lik ortalama ile "hafta başlarında" seçenekleri izlemektedir. Son iki sırayı ise 5.486'lık ortalama ile "hafta sonlarında" ve 8.000'lik ortalama ile "diğer" seçenekleri almaktadır.

Anket formunda kendilerine rastgele serpiştirilmiş olarak verilen 8 seçenek aracı kurumların soruya vermiş oldukları cevaplardan sonra aşağıdaki şekilde bir sıralama oluşmuştur.

- I) Hisse senedi fiyatları yükselirken
- II) Şirketlerin üçer aylık bilançoları yayınlandıktan sonra
- III) Hisse senedi fiyatları düşerken
- IV) Şirketlerin genel kurullarından sonra
- V) Ay başlarında
- VI) Hafta başlarında
- VII) Hafta sonlarında
- VIII) Diğer

Tablo 3.28'i incelediğimizde dikkati çeken en önemli husus, 37 aracı kurumdan 24 tanesinin VII.faktöre (hisse senedi fiyatları yükselirken) "1 Puan" vermiş olmasıdır. Bu durum; hisse senedi fiyatlarının yükselme trendine girmesiyle aracı kurumların işlem hacminin arttığını göstermektedir. Bazı yatırımcıların ellerinde bulunan hisse senetlerinin fiyatlarının artması sonucu ortaya çıkan fiyat farkından yararlanmak amacıyla satışa geçmeleri, bazı tasarruf sahiplerinin ise hisse senedi fiyatlarının daha da artacağı beklentisiyle hisse senedi satın alması, bu dönemde aracı kurumların işlem hacimlerinin artmasına neden olmaktadır.

6 aracı kurum ise işlem hacimlerinin en fazla ; şirketlerin üçer aylık bilançolarının yayınlanmasından sonra arttığını söylemektedir. Bu faktörün sıralamada ikinci sırayı almış olması, artık yatırımcıların alım ve satım kararlarını daha objektif verilere dayandırdıklarının da bir belirtisi olmaktadır.

10.20 Aracı Kurumların İşlem Hacimlerini Etkileyen Faktörlerin Önem Sırasına Göre Dağılımı

Aracı kurumların işlem hacimlerini etkileyen faktörleri önem sırasına göre belirleyebilmek amacıyla anket formunda

- I) Siyasi istikrar
- II) Emisyon hacmi
- III) Enflasyon oranı
- IV) Ekonomik büyüme hızı
- V) Altın fiyatları
- VI) Gayrimenkul fiyatları
- VII) Döviz fiyatları
- VIII) Faiz Oranları
- IX) Psikolojik faktörler
- X) Diğer (Belirtiniz)

olmak üzere rastgele dizilen 10 faktör aracı kurumlara sunulmuştur. Verdikleri önemin derecesine göre 1'den 10'a kadar puanlarla sözkonusu faktörleri sıralamaları istenen bu soruyu 37 aracı kurum cevaplamıştır. Aracı kurumların verdikleri puanların değerlendirilmesiyle oluşan sıralama aşağıda Tablo: 3.29'da özetlenmiştir.

Tablo 3.29'un ilk satırında yer alan 10 faktör yukarıdaki sıralama esas alınarak dizilmiş ve aracı kurumların vermiş oldukları puanlara dayanarak sıralamanın belirlenmesinde daha önce düzenlenen benzer tablolardaki yöntem uygulanmıştır.

TABLO: 3.29 Aracı Kurumların İşlem Hacimlerini Etkileyen Faktörlerin Önem Sırasına Göre Dağılımı

Puanlar Ø	Faktör I	Faktör II	Faktör III	Faktör V	Faktör V	Faktör VI	Faktör VII	Faktör VIII	Faktör IX	Faktör X
1 Puan	25	2	—	1	—	—	2	5	2	—
2 Puan	4	2	3	—	—	1	3	10	14	—
3 Puan	1	3	3	2	2	1	9	14	2	—
4 Puan	1	1	7	1	2	4	14	5	2	—
5 Puan	3	11	10	4	2	2	3	1	1	—
6 Puan	2	8	9	7	5	1	1	1	3	—
7 Puan	1	4	2	11	9	8	2	—	—	—
8 Puan	—	4	3	9	10	9	1	—	1	—
9 Puan	—	2	—	4	5	11	2	1	12	—
10 Puan	—	—	—	—	—	—	—	—	—	37
TOPLAM	74	200	189	253	247	271	152	107	185	370
Aracı Kur. Sayısı	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
ORTALAMA	2.000	5.405	5.108	6.837	6.675	7.328	4.108	2.891	5.000	10.000
Sıralamada Yeri	1	6	5	8	7	9	3	2	4	10

Tablo 3.29'un izlenmesiyle görülebileceği gibi aracı kurumların işlem hacimlerini etkileyen faktörlerin başında "siyasi istikrar" gelmektedir. 2.000'lik ortalamaya sahip bu faktöre 37 aracı kurumdan 25 tanesi "1 puan" vermiştir. Buna karşılık 5 aracı kurumun en önemli faktör olarak görüp "1 puan" verdikleri "faiz oranları" 2.891'lik ortalama ile ikinci sırada yer almaktadır.

Aracı kurumların işlem hacimlerini etkileyen faktörler arasında 4.108'lik ortalama ile "döviz fiyatları" üçüncü sırada yer alırken bu faktörü 5.000'lik ortalama ile "psikolojik faktörler" izlemiştir.

Aracı kurumlar "enflasyon oranına" 5.108'lik ortalama ile beşinci sırada yer verirken "emiyon hacmi" 5.405'lik ortalama ile altıncı önemli faktör

olmuştur. Bunları yedinci ve sekizinci sırada 6.675'lik ortalama ile "altın fiyatları" ve 6.837'lik ortalama ile "ekonomik büyüme hızı" takip etmiştir.

Aracı kurumların işlem hacimlerini etkileyen faktörler arasında yapılan önem sıralamasında 7.328'lik ortalama ile "gayrimenkul fiyatları" dokuzuncu ve 10.000'lik ortalama ile "diğer" faktörler onuncu sırayı almışlardır.

Siyasi istikrarın aracı kurumlar tarafından işlem hacimlerini etkileyen faktörler arasında en önemli faktör olarak değerlendirilmesinde 1990'lı yılların başında yaşanan ve borsa üzerindeki olumsuz etkileri uzun süre devam eden körfez krizinin ve iç siyasette yaşanan belirsizliklerin etkili olduğunu söylemek mümkündür. Ancak yine de aracı kurumların %68'inin sözkonusu faktöre birinci sırada yer verdiği ve bir çok aracı kurumun da körfez krizinden sonra kurulmuş olduğu dikkate alındığında bu birinciliğin tamamen körfez krizinin etkisinden kaynaklandığını söylemek doğru bir tesbit olmaz. Buna karşılık İMKB'nin siyasi dalgalanmalara karşı aşırı duyarlı olması ve yatırımcıların, belirsizlik ortamından mümkün olduğu kadar kaçındıklarını dikkate alırsak aracı kurumlar açısından siyasi istikrarın ne denli önemli bir faktör olduğu ortaya çıkmaktadır.

10.21 Aracı Kurumların İMKB'nin Sorunlarına Bakış Açıları Yönünden Dağılımı

Aracı kurumların İMKB'nin sorunlarına bakış açıları yönünden özelliklerini belirleyebilmek amacıyla sorulan "İMKB'de bugünkü en önemli sorunlar sizce hangileridir ? öncelik sırasına göre 1'den başlayarak numara veriniz " sorusunda 7 seçeneğe yer verilmiş ve 37 cevap alınmıştır. Sözkonusu 37 cevabın değerlendirilmesiyle elde edilen dağılım Tablo 3.30'da gösterilmiştir.

TABLO: 3.30 Aracı Kurumların İMKB'nin Sorunlarına Bakış Açılarının Yönünden Dağılımı

Puanlar Ø	FAKTÖR I	FAKTÖR II	FAKTÖR III	FAKTÖR IV	FAKTÖR V	FAKTÖR VI	FAKTÖR VII
1 Puan	1	1	1	11	2	19	2
2 Puan	9	4	1	5	8	11	—
3 Puan	10	4	4	8	6	4	—
4 puan	7	12	6	5	4	2	1
5 Puan	4	8	16	3	5	1	—
6 Puan	4	8	9	5	11	—	—
7 Puan	2	—	—	—	1	—	34
TOPLAM	135	157	173	110	155	66	244
Aracı Kur. Sayısı	37	37	37	37	37	37	37
ORTALAMA	3.648	4.243	4.675	2.972	4.189	1.783	6.594
Sıralamada Yeri	3	5	6	2	4	1	7

Tablo 3.30'un birinci satırında yer alan 7 faktör anket formunda

- I) Borsa seanslarının yatırımcılara kapalı olması,
- II) Borsada işlem gören hisse senedi sayısının azlığı,
- III) Borsa alt yapısının yetersizliği,
- IV) Borsa yönetiminin yatırımcıya gerekli güveni sağlayamaması,
- V) Etkin çalışan aracı kurum sayısının azlığı,
- VI) Yatırımcıya borsayla ilgili yeterli bilginin verilmemesi,
- VII) Diğer (Belirtiniz)

şeklinde rastgele sıralanmıştır.

Aracı kurumların verdikleri cevapların dağılımını Tablo 3.30'da incelediğimizde görüleceği gibi, rakamlar İMKB'de bugünkü en önemli sorun olarak "yatırımcıya borsayla ilgili yeterli bilginin verilmemesi" üzerinde yoğunlaşmaktadır. Toplam 37 aracı kurumun 19'u, toplam içindeki pay olarak

da %51.35'İ bunu borsanın en önemli sorunu olarak kabul etmiş ve "1 puan" vermişlerdir. Tabloda 1.783'lük ortalamaya sahip olan bu sorunu, 2.972'lik ortalama ile "borsa yönetiminin yatırımcıya gerekli güveni sağlayamaması" sorunu izlemektedir. Aracı kurumların borsayla ilgili sorunlar içerisinde ikinci derecede önemli gördükleri bu soruna toplam 11 aracı kurum "1 puan" vermiştir. 11 aracı kurumun toplam içerisindeki payı ise %29.72'dir.

Bu sorunları 3.648'lik ortalama ile borsa seanslarının yatırımcılara kapalı olması ve 4.189'lük ortalama ile "etkin çalışan aracı kurum sayısının azlığı" izlemektedir. Bunları takip eden "borsada işlen gören hisse senedi sayısının azlığı" 4.243'lük ortalama ile beşinci ve 4.675'lik ortalama ile borsa alt yapısının yetersizliği" altıncı sırayı almaktadır. 6.594'lük ortalama ile "diğer" faktörü son sırada yer almaktadır. Diğer cevabını veren aracı kurumların İMKB'nin bugünkü en önemli sorunu olarak açıklamaları;

- a) Borsanın özerk bir yapıya sahip olması,
- b) Insider Trading'in Önlenememesi,
- c) Küçük yatırımcıya gerekli önemin verilmemesi,
- d) Manipulasyonun sınırlarının açık olması

konuları üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Tablo 3.30'da dikkati çeken en önemli husus; aracı kurumlar açısından bilgi ve güven faktörlerinin borsayla ilgili sorunlar içerisinde önceliği oluşturmasıdır. Bu eksikliklerin ve kuşuların giderilmesi şüphesizki tasarruf sahiplerinin gelecekte birikimleriyle ülke kalkınmasına etkin ve yaygın bir şekilde katkıda bulunmalarına ve aracı kurumların fonksiyonlarını tam olarak yerine getirmelerine yardımcı olacaktır.

SONUÇ

Ekonomilerin gelişme düzeyi ile, finansal yapı ve kurumlarının gelişme düzeyi genellikle paralellik göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde finansal araçların kullanımı, çeşitleri ve stok değerleri, gelişmekte olan ülkelere nazaran fazladır. Finansal yapı içerisinde uzmanlaşmış aracı kurumlar ve finansal araçların bolluk derecesiyle ekonomik kalkınma arasında olumlu bir ilişki olduğu bilinmektedir.

Türkiye'deki finansal yapı ve ilişkilerin uzun yıllar ekonomik gelişme düzeyinin gerisinde kaldığı dikkat çekmektedir. Son yıllarda gerek kurumsal açıdan, gerekse finansal araçların çeşitlendirilmesi bakımından sağlanan gelişmeler ve yapılan düzenlemelerin önemli bir boşluğu doldurduğu söylenebilir. Kurumsal yapı yönünden incelendiğinde Türkiye'de topladığı fonları para ve sermaye piyasalarında değerlendirmesi gereken kurumların bir kısmının mevcut olduğu görülür. Ancak gerek çeşit ve gerekse etkinlik açısından bunların yeterli olmadığı da bir gerçek olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum özellikle sermaye piyasalarıyla ilgili finansal kurumlarda daha açık bir şekilde görülmektedir.

Türkiye'de finansal yapı içinde gerek aktif büyüklüğü, gerekse fon toplama ve kullandırma açısından en büyük pay bankacılık kesiminindir. Bankacılık kesiminin sisteme egemen olması ise gelişmekte olan ülke ekonomilerinin bir özelliğidir.

Bankalar Türk sermaye piyasalarının gelişmesinde etkin rol oynamışlardır. Ancak bu piyasaların tam anlamıyla etkinlik kazanabilmesi için bankacılık dışında diğer kurumların da sayılarının ve niteliklerinin artırılması gerekmektedir. Bu tür aracı kurumların sayılarının artması, oluşacak rekabet ortamında, bir taraftan küçük tasarruf sahiplerine sunulacak hizmetlerin nitelik ve nicelik olarak artmasına, diğer taraftan ise aracı kurumların aldığı kurtaj oranlarının düşmesine neden olacaktır. Aksi halde aracı kurum sayısının azlığı, bu kurumları küçük tasarruf sahipleriyle ilgilenmek yerine tek kalemde oldukça fazla miktarda getiri sağlayan büyük müşterileriyle ilgilenmeye yönlendirecektir.

Oysa küçük tasarruf sahiplerinin borsaya çekilmesi ve borsanın derinlik kazanmasında aracı kurum sayısının yeterli seviyede olmasının önemi büyüktür. Ancak bu sağlandığı takdirde sermaye piyasalarının gelişmesi ve tasarruf sahiplerinin borsa dışı işlemlere yönelmeden sağlıklı bir ortamda tasarruflarını değerlendirmelerine imkan sağlanmış olur.

Sermaye piyasalarında verilen aracılık hizmetlerinden birisi de, tasarrufların birleştirilerek uzman kuruluşlar eliyle sermaye piyasası araçlarına yatırılması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yatırımcılar dediğimiz bu kurumlar, birikimi az ve deneyimi bulunmayan yatırımcıların tasarruflarını en uygun şekilde yatırıma dönüştürmektedir. Portföy işletmeciliği ile uğraşan kolektif yatırım kurumları, sosyal güvenlik ve sigorta kurumları, önemli kurumsal yatırımcılardandır. Ancak kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarına önemli alıcılar olarak çıkmaması bir handikap olarak değerlendirilebilir. Sosyal güvenlik ve sigorta şirketleri sermaye piyasalarına fon transfer edemedikleri gibi, son yıllarda oluşmaya başlayan kolektif yatırım kurumları da kendilerinden beklenen ölçüde piyasada etkili olamamaktadırlar.

İMKB'nin faaliyete geçmesinden bu yana henüz 10 yıllık bir süre geçmiş olmasına rağmen gördüğü ilginin sürekli artışı, içinde bulunduğu çevrenin de gelişmesine yol açmıştır. Başlangıçta yüzlerle, binlerle ifade edilen hisse senedi yatırımcılarının sayısı günümüzde artık milyonlu

rakamlara ulaşmıştır. Yatırımcıların borsa işlemlerinin yaklaşık %76'sını gerçekleştiren aracı kurum sayısı da 1986 yılında 8 iken bu sayı 1992 yılında 112 olarak dondurulmuştur. O günün şartlarında İMKB'nin fiziki kapasite yetersizliği de dikkate alınarak verilen aracı kurum sayısının dondurulması kararının, değişen şartların ve yukarıda belirtilen gerekçelerin de ışığı altında yeniden gözden geçirilmesinin uygun olacağı kanaatindeyim.

Türk sermaye piyasasında kısa zamanda gözlenen gelişmeler beraberinde bazı ihtiyaçları da ortaya çıkarmıştır. Söz konusu ihtiyaçların başında bilgi ihtiyacı gelmektedir. Menkul kıymetlere yatırım yapmanın Türkiye'deki tasarruf sahiplerinin çoğunluğu için yeni bir yatırım alanı olması ve yatırımcıların borsa işlemlerini kendi başlarına yapabilme, borsa seanslarını izleyebilme imkanlarının olmaması nedeniyle işlemlerini bankalar ve aracı kurumlar vasıtası ile gerçekleştirmek zorunda kalmaktadırlar. Kaldı ki sermaye piyasalarındaki işlemler karmaşık olması nedeniyle uzmanlık gerektirmektedirler. Bireysel yatırımcıların uzmanlık ve deneyimi olsa bile, yapacağı analiz ve araştırmaların maliyeti elindeki fonlara göre çok yüksektir. Uzman aracı kurumlar sayesinde bir yandan küçük tasarruflar en çok getiri sağlayan üretken alanlara aktarılırken, diğer yandan girişim yetenek ve arzusu bulunan ekonomik birimler, istediği miktar ve şartlarda fon temin edebilmektedir.

Türkiye'de hisse senedi piyasasının daha sağlıklı bir büyüme gösterebilmesi için bu piyasanın vazgeçilmez unsurlarından olan aracı kurumların da daha yakından tanınması ve özelliklerinin iyi bilinmesi gerekmektedir.

Aracı kurumların yapısal özelliklerinin belirlenmesi piyasanın işleyişine ilişkin yasal düzenlemelerin oluşturulmasına, bu piyasada faaliyette bulunan kurum ve kuruluşların işlevlerini daha uygun şartlarda yerine getirmelerine ve giderek piyasanın daha sağlıklı bir yapıya kavuşmasına ve gelişmesine ışık tutması bakımından büyük bir öneme sahiptir.

Yatırımcıların aracı kurumlarla ilgili bilgi ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik araştırma ve yayınların sayısı hisse senedi piyasası ile ilgili diğer araştırma ve yayınlarla karşılaştırıldığında oldukça yetersiz kalmaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümünü oluşturan aracı kurumların yapısal özellikleriyle ilgili araştırma sonucunda elde edilen bulguların değerlendirilmesiyle ulaşılan sonuçları, mümkün olduğu kadar bir sınıflama düzeni içinde vermek yararlı olabilir.

— Aracı kurumların mesleki tecrübelerine göre dağılımlarının incelenmesinde, 5-6 yıllık mesleki tecrübeye sahip aracı kurumların %51.35'lik bir paya sahip oldukları görülmektedir. Türkiye'de resmi olarak faaliyete geçen İMKB'nin mazisinin henüz 10 yıl olduğu dikkate alınır, aracı kurumların mesleki tecrübelerinin yetersiz olduğunu söylemek doğru bir değerlendirme olmayacaktır. Araştırma sonucunda dikkati çeken bir başka husus ise; aracı kurumların sadece %8.11 'inin 3-4 yıllık mesleki tecrübeye sahip olduğudur. Diğer bir ifade ile İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumların %91.89 'unun mesleki tecrübesi 5-10 yıl arasında değişmektedir. Bunun da en önemli nedeni; 1991 yılına kadar aracı kurum sayısında aşırı artış olmasından dolayı İMKB'nin fiziki kapasitesinin imkansızlığı da dikkate alınarak aracı kurum sayısının bu tarihten itibaren dondurulmuş olmasıdır.

— Aracı kurumların ortak sayılarına göre dağılımları incelendiğinde, dikkati çeken en önemli husus; anket uygulamasına katılan 37 aracı kurumdan 22'sinin 5 ortaklı kurulmuş olmasıdır. Bu da %59.46 'lık bir payı ifade etmektedir. Bu durum, asli görevlerinden birisi şirketlerin halka açılmalarına aracılık etmek olan aracı kurumların kendilerinin halka açılmadıkları ve kapalı aile şirketi şeklinde faaliyet göstermeyi tercih ettikleri sonucunu ortaya koymaktadır.

— Aracı kurumların çalıştırdıkları personel sayılarına göre dağılımlarını incelediğimizde; %32.43 'lük paya sahip 12 aracı kurumun 11-20 personelle, %29.73 'lük paya sahip 11 aracı kurumun 21-30 personelle işlemlerini

yürüttükleri ortaya çıkmaktadır. Aracı kurumların merkez dışı örgütlerinden irtibat bürolarının kuruluşuna 1995 yılında izin verildiği dikkate alınırsa çalışan personel sayısının azlığının sebeplerinden birisi ortaya çıkmış olur.

— Aracı kurumlarda çalışan personelin eğitim durumlarına göre dağılımları incelendiğinde; anket uygulamasına katılan 37 aracı kurumda çalışan 1072 personelden 650'sinin üniversite, yüksek lisans, doktora ve sonrası eğitime sahip oldukları ortaya çıkmıştır. Bu grup toplam personel sayısının yaklaşık %61 'ini oluşturmaktadır. Elde edilen bu bulgular aracı kurumlarda çalışan personelin eğitim durumlarının yüksek olduğu sonucunu ortaya koymaktadır. Bu durum aracı kurumlar vasıtasıyla tasarruflarını İMKB'de değerlendirmeyi düşünen potansiyel yatırımcılara tasarruflarının ehil ellerde değerlendirildiği güven duygusunu aşılacaktır ki, bu da sonuçta hisse senedi ve tahvil piyasasının geleceği açısından olumlu bir işaret olarak kabul edilebilir.

— Aracı kurumlarda çalışan personelin bitirdiği fakülte-yüksekokul türüne göre dağılımlarına bakıldığında %65.84 'lük payla iktisat-işletme mezunlarının büyük bir çoğunlukta oldukları ortaya çıkmaktadır. Bu durum aracı kurumların faaliyet konularıyla yakından ilgili fakülte-yüksekokul mezunu personeli tercih ettiklerini ortaya koymaktadır. Aracı kurum personelinin işini bilen, mesleklerinin ehli ve nitelikli olması tasarruf sahipleri ve yatırımcılar açısından olumlu bir gelişme olarak nitelendirilebilir.

— Aracı kurumların yapısal özelliklerinin bir diğer yönünü oluşturan çalışan personelin yaş gruplarına göre dağılımı incelendiğinde toplam 1072 personelin %76.12 'sini oluşturan 816 kişinin 21-40 yaş grubunda yer aldığı gözlenmektedir. Aracı kurumların faaliyet konularının zor, karmaşık, sürekli takip gerektiren ve yorucu bir uğraş olduğu dikkate alındığında genç ve dinamik bir personel grubuyla çalışmanın önemi ve hatta gerekliliği kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Ayrıca bu durum gelecekte hisse senedi ve tahvil piyasasının daha tecrübeli ve nitelikli personele sahip olacağı konusunda da ümit verici bir gelişme olarak kabul edilebilir.

— Aracı kurumlarda çalışan personelin mesleki tecrübeleriyle ilgili dağılıma bakıldığında toplam 1072 personelin 629 tanesinin mesleki tecrübesinin 3-6 yıl olduğu dikkati çekmektedir. %58.68 'lik paya sahip olan bu grubun yoğunluğunun en önemli nedeni; daha önce de değindiğimiz gibi Türkiye'de resmi borsanın, dolayısıyla aracılık faaliyetlerinin henüz 10. yılını sürdürmekte olmasıdır. Yatırımcıların ilk yıllarda bu alana karşı çekimser davranmış olmaları aracılık faaliyetlerinin de gelişmesini olumsuz yönde etkilemiştir. 1990-1992 yılları arasında borsanın yatırımcıya güven vermesinin sonucu olarak işlem hacminde ortaya çıkan artış, aracı kurum sayılarının dolayısıyla bu kurumlarda çalışan personel sayılarının da artmasına neden olmuştur.

— Aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin dağılımı incelendiğinde 37 aracı kuruma ait 67 şube, 69 acenta ve 29 irtibat bürosunun faaliyet gösterdiği ortaya çıkmaktadır. Aracı kurumların yaptığı hizmetlerin tabana yaygınlaştırılması ve küçük tasarruf sahiplerine daha etkin hizmetlerin sunulması bakımından merkez dışı örgütlerin yeterli olduğunu söylemek mümkün değildir. Merkez dışı örgütlerin sayısının ülke genelinde yaygınlaşması tasarrufların yatırıma kanalize edilmesinde üzerlerine büyük görevler düşen aracı kurumların hem daha fazla kazanmalarına neden olacak, hem de makro düzeyde ülke ekonomisine büyük yararlar sağlayacaktır.

— Aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin kaçında yatırımcıların borsa seanslarını izleyip izleyemedikleri araştırılmış ve memnuniyet verici bir sonuçla karşılaşılmıştır. İrtibat bürolarından biri hariç diğer tüm merkez dışı örgütlerde yatırımcıların borsa seanslarını izleme imkanı buldukları görülmüştür. Bu durum aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin teknolojik otomasyonlarının yeterli oldukları sonucunu ortaya koymaktadır.

— Aracı kurumların yapısal özelliklerinin belirlenmesinde merkez dışı örgütlerin coğrafi dağılımına da bakmak gerektiğinden, bu konu da araştırılmıştır. Ortaya çıkan sonuçta dikkati çeken en önemli husus, aracı kurumların merkez dışı örgütlerinin Marmara Bölgesi'nde yoğunlanmış olmasıdır. Toplam 165 merkez dışı örgütün yaklaşık %56.36 'sını oluşturan 93

şube, acenta ve irtibat bürosunun Marmara Bölgesi'nde bulunduğu gözlenmektedir. Bunun da en belirgin nedenleri; bu bölgenin nüfus yoğunluğu, sosyo-kültürel yapısı ve ekonomik gelişme potansiyelinin yüksek olmasıdır.

— Aracı kurumların işlem hacimlerine göre dağılımı incelendiğinde, hisse senedi piyasası işlem tutarlarının tahvil ve bono piyasası işlem tutarlarına göre daha fazla olduğu gözlenmiştir. Bunun en belirgin nedeni ise; tahvil ve bono piyasası işlemlerinin genellikle, aracı kurum sayılmamakla birlikte aracı kurumların yaptıkları tüm işlemleri yapabilen bankalar tarafından gerçekleştiriliyor olmasıdır.

— Aracı kurumların işlem hacimlerinin işlemlerin gerçekleşme şekline göre dağılımı da araştırılmış ve şu bulgular elde edilmiştir. Aracı kurumlar işlemlerinin %91.40 'ını başkası nam ve hesabına, %5.13 'ünü başkası namına kendi hesabına ve sadece %3.47 'sini kendi nam ve hesaplarına yapmaktadırlar. Aracı kurumların kendi nam ve hesaplarına işlem yapmaları, fiyatların aşırı dalgalanmasını önleme ve piyasanın istikrarını sağlamak bakımından önemli bir görevi de içermektedir. Ancak yapılan araştırma sonucuna göre aracı kurumların kendi nam ve hesaplarına yaptıkları işlem miktarının %3.47 gibi düşük bir paya sahip olması Türkiye'de aracı kurumların bu fonksiyonlarını yeteri kadar yerine getirmedikleri sonucunu ortaya koymaktadır.

— Aracı kurumlar tasarrufların yatırıma kanalize edilmesine yeterince katkıda bulunuyormu ? sorusu da araştırılmış ve aracı kurumların %56.76 'sı yeterli değil derken %43.24 'ü yeterli bulduklarını ifade etmişlerdir. Yeterli değil diyenlerin çoğunlukta olması dikkat çekmektedir. Kendi öz eleştirilerini yaparken objektif davranan ve eksikliklerinin bilincinde olan aracı kurumların gelecekte etkinliklerinin artması ve eksikliklerinin giderilmesi noktasında daha duyarlı davranacakları kanatindeyim

— Aracı kurumların etkin olmayışlarının nedenleri de araştırılmış ve en önemli neden olarak "finansal piyasalardaki sosyo-kültürel yapının yetersizliği gösterilmiştir. Bunu ikinci ve üçüncü sırada "sermaye piyasasındaki yapısal sorunlar" ve "sermaye piyasasındaki psikolojik sorunlar" izlemiştir. Bu sorunların en önemli nedenleri ise; Türkiye'de sermaye piyasasının uzun yıllar yasal bir dayanaktan mahrum olarak varlığını sürdürmüş olması ve 1980'li yılların başlarında yaşanan bankerlik skandalının tasarruf sahipleri üzerindeki olumsuz etkilerinin hala devam etmesidir.

— Araştırmada aracı kurumların sayı ve nitelik olarak yeterli olup olmadığı da araştırılmış ve aracı kurumların %45.95 'inin sayı yeterli, nitelik yetersiz seçeneğini işaretledikleri tesbit edilmiştir. Araştırma sonucunda aracı kurumların kendilerini sayı olarak yeterli, nitelik olarak yetersiz bulduklarını söylemek mümkündür.

— Aracı kurumların nitelik yönünden yetersizlik nedenlerinden "nitelikli personel yetersizliği" birinci sırada "merkez dışı örgütlerinin yetersizliği" ise ikinci sırada yer almaktadır. Aracı kurumların kendilerini bu yönleriyle yetersiz görmeleri, Türkiye'de aracılık faaliyetlerinin henüz yakın bir geçmişte olmasından kaynaklanmaktadır.

— Aracı kurumların yerine getirdikleri fonksiyonlar bakımından dağılımları incelendiğinde ikincil piyasa faaliyetleri ve birincil piyasa faaliyetleri ilk sırada yer almaktadır. Bunları yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi, bilgi toplama ve yayma hizmetleri, kolektif yatırım faaliyetleri izlemektedir.

— Aracı kurumların müşterilerine verdikleri hizmetlerin yoğunluğuna göre dağılımlarına baktığımızda ise, "saklama ve takip" hizmetleri ilk sırada yer alırken bunu sırasıyla "portföy yönetimi" ve "araştırma ve analiz" hizmetleri izlemektedir. Tasarruf sahiplerinin portföy yönetimi hizmetlerinden yaygın olarak faydalanması, yatırımlarını daha bilinçli yaptıkları anlamına gelmektedir.

— Yapılan araştırmada aracı kurumların işlem hacimlerinin en fazla hangi dönemlerde arttığı araştırılmış ve sonuçta "hisse senetleri fiyatları yükselirken" seçeneği birinci sırada, şirketlerin üçer aylık bilançoları yayınlandıktan sonra" ve "hisse senetleri fiyatları düşerken" seçenekleri ikinci ve üçüncü sırada yer almıştır. Özellikle "şirketlerin üçer aylık bilançoları yayınladıktan sonra" seçeneğinin ikinci sırada yer almış olması; yatırımcıların alım satım kararlarını daha objektif verilere dayandırdıklarının bir belirtisi olmaktadır.

— Aracı kurumlardan işlem hacimlerini etkileyen faktörler önem sırasına göre sorulmuş ve şu sonuçlar elde edilmiştir. "siyasi istikrar" ilk sırayı alırken "faiz oranları" ikinci ve "döviz fiyatları" nc sırayı almıştır. Siyasi istikrarın aracı kurumlarca işlem hacimlerini etkileyen faktörler arasında başta gelmesinin nedenini borsanın i ve dış siyasi dalgalanmalara karşı duyarlı olmasına bağlayabiliriz.

— Aracı kurumların İMKB'nin sorunlarına bakış açıları yönünden dağılımları incelendiğinde en önemli sorun olarak birinci sırayı "yatırımcıya borsayla ilgili yeterli bilginin verilmemesi" almaktadır. Bu sorunu "borsa yönetiminin yatırımcıya gerekli güveni sağlayamaması" izlemektedir. Aracı kurumlar açısından bilgi ve güven faktörlerinin borsayla ilgili sorunlar içerisinde önceliği oluşturması dikkati çekmektedir. Bu eksikliklerin ve kuşkuların giderilmesi, gerekli güven duygusunun oluşturulması, şüphesiz ki tasarruf sahiplerinin gelecekte birikimleriyle ülke kalkınmasına etkin ve yaygın bir şekilde katkıda bulunmalarına ve aracı kurumların fonksiyonlarını tam olarak yerine getirmelerine yardımcı olacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

KİTAPLAR

- AKGÜÇ, Öztin **Finansal Yönetim**, 4.Baskı, İşletme Fakültesi Yayını, İstanbul, 1985.
- AKSOY, Ahmet **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, Ankara, 1988.
- AKYÜZ, Abdullah **Türk Sermaye Piyasasında Birinci El ve İkinci El Piyasalar**, SPK-AR, Ankara, 1990.
- AMBLING, Frederick **Investments : An Introduction to Analysis and Management**, 5 th ed., New Jersey, 1984.
- AMBLING, Frederick **Principles of Investments**, Illions, Dow-Jones Irwin, 1983.
- AYDIN, Davut **Finansal Araçlar açısından Finans Piyasaları Üzerine Bir Araştırma**, Eskişehir, 1980.
- BAŞOL, Koray **Türkiye Ekonomisi** , Genişletilmiş 4.Baskı, İzmir, 1993.
- BEKÇİOĞLU, Selim **Menkul Kıymet Analizleri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, AİTİA, Ankara, 1979.
- BLAKE, David **Financial Market Analysis**, London, Mc. Graw-Hill Co.,1990.
- BOLAK, Memet **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basın Yayın Dağıtım A.Ş., 2.Baskı, İstanbul, 1994.
- BOZKURT, Ünal **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988.
- BUZLUPINAR, Elif **Emekli Fonları Sermaye Piyasasına Kaynak Aktarımı**, S.P.Kur. Yayın No:47, Ankara 1996.
- BÜKER, Semih **Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri**, Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, No: 156/98, Eskişehir, 1976.

- CEYLAN, Ali **Finansal Teknikler**, Bursa 1993.
- CEYLAN, Ali - KORMAZ, Turhan **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Etkin Kitabevi Yayınları, Bursa,1995.
- CHRISTY, A.George - Clendemin, C.John **Introduction to Investments**, Sixty Edition, McGraw-Hill Book Company, New York, 1974.
- ÇANAKÇI, Ekrem **Yatırım Ortaklıkları 1995**, S.P.Kur. Yayın No:46, Ankara 1996.
- ÇAPANOĞLU, Mustafa Birol **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası, Özelleştirme Ugulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Yayıncılık, İstanbul, 1993.
- DOUGALL, Herbert - GAUMNITZ, Jack **Capital Market Sand Institutions**, 5.edition, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.
- ELÇİN, Feriştah **Teknik Analiz Yöntemiyle Hisse Senedi Değerlemesi ve IMKB'de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir, 1990 .
- ERTUNA, Özcan **Finansal Kurumlar**, 2. Baskı, Teori Yayınları, Ankara, 1986.
- ERTUNA, Özcan **Türkiye'de Mali Piyasalar, Sorunlar ve Çözümleri**, İ.T.O. Yayınları, 1987.
- FERTEKLİGİL, Azmi **Türkiye'de Menkul Kıymet Borsasının Tarihçesi**, İMKB Yay., İstanbul, 1993.
- FRANCİS, Jack Clark **Investments : Analysis and Management**, 2 nd Edition, Mc.Graw-Hill Book Company, 1976.
- FRANCİS, Jack Clark **Management of Investments**, Mc Graw-Hill Book Company, New York, 1983.
- GOLDSMITH, Raymond **Financial Structure and Development**, New Haven and London, 1969.
- GRAHAM, Benjamin **Securit Analysis Principles and Technique**, Mc.Graw Hill Book Co., New York, 1962.

- GUP, Benton **Financial Intermediaries, An Introduction,** Houghton Mifflin Company, 1976.
- GÖNENLİ, Atilla **İşletmelerde Finansal Yönetim,** İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayını, No:3, İstanbul, 1988.
- GÜCENME, Ümit **Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler,** Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 181, Ankara, 1994.
- GÜNAL, Vural **Sermaye Piyasası Hukuku ,** SPK Yayın No:5, 2.Baskı, Ankara 1987.
- GÜVEMLİ, Oktay **Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi ve Değerlendirilmesi,** Proje Danış Yayınları, No:1, İstanbul, 1988.
- HİÇ, Munarrem **Para Teorisi,** İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayını, 1978.
- İŞGÜDEN, Tamer -TURANLI, Rana **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü,** Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1992.
- JACOPS and Others **Financial Institutions,** Fifth Edition, Lilions, 1972.
- KANYILMAZ, İbrahim ve Diğerleri **İslam Ekonomisinde Finansman Meseleleri,** Ensar Neşriyat, No: 39, İstanbul, 1992.
- KARSLI, Muharrem **Menkul Kıymetler Klavuzu,** Türkiye İş Bankası Yayınları, İstanbul, 1978.
- KARSLI, Muharrem **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler,** İstanbul, 1989.
- KEPEKÇİ, Celal **Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü,** Anadolu Üniversitesi Basımevi, Eskişehir, 1983.
- KEYDER, Nur **Para Teori - Politika,** Genişletilmiş 2.Baskı, Bizim Büro Basımevi, Ankara, 1990.
- KIDWELL, D.S. - PETERSON, R.L., **Financial Institution, Markets and Money,** Sec.Ed., Chicago, 1984.

- MANAVGAT, Çağlar **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Banka ve Ticaret Hukuku, Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 1991.**
- MILLON, M.H. -THAKAR, A.V. **Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies, Journal of Finance, 1985.**
- PARASIZ, İlker **Para, Banka ve Finansal Piyasalar, 3.Baskı, Haşat Yay., Bursa, 1985.**
- PIERCE, L.James **Monetary and Financial Economics, John Wiley-Sons, 1984.**
- REİSOĞLU, Seza **Sermaye Piyasası Açısından Bankalar, Aracılık Faaliyetleri, Yatırım Fonları, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, N:124, Ankara, 1982.**
- RODOPLU, Gültekin **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, İstanbul, 1993.**
- ROZEFF, Michael S.-Zaman, Mir A; **Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence, Journal of Business, 1988, Vol.61**
- SAĞCAN, Mustafa **Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir, 1987.**
- SARIKAMIŞ, Cevat **Sermaye Pazarları, İstanbul, 1980.**
- SEVAL, Belkıs **Kredilendirme Süreci ve Kredi Yönetimi, İstanbul Muhasebe Enstitüsü Yayını, No:59, İstanbul, 1990.**
- SEYİDOĞLU, Halil **Ekonomik Terimler, Ansiklopedik Sözlük, Güzem Yayınları, Ankara, 1992.**
- SMITH, F. Paul **Money and Financial Intermediation, New Jersey, Inc. Englewood Cliffs, 1982.**
- SOYDEMİR, Selim - AKYÜZ, Abdullah **Issues Related to the Management and Performance to Mutual Funds in Turkey; The Role, Regulation and Operation of Investment Companies, 1989.**
- TEKER, Murat Bahadır **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, S.P.Kur. Yayın No:3, Ankara 1996.**

- TEKİNALP, Onal **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Es Yayınları, İstanbul, 1982.**
- THOMAS, B. Lloyd **Money Banking and Economic Activity, Prentice-Hall Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1980.**
- TİKVEŞ, Özkan **Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1992**
- TRUEMAN, Brett **A Theory of Noise Trading in Securites Markets, Journal of Finance, Vol. XLII, No:1, March 1988**
- TUNCER, Selahattin **Türkiye’de Sermaye Piyasası, Okan Yayınevi, İstanbul, 1985.**
- TURANBOY, Asuman **İnsider Muameleleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yay.No:235, Ankara 1990**
- UÇAR, Demirkan **Sermaye Piyasaları ve Türkiye’deki Uygulamaları, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Yayını, Ankara, 1981**
- ÜLGENER, F. Sabri **Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme, İstanbul, 1976.**
- UNAL, Oğuz Kürşat **Menkul Kıymetler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, T. İş Bankası Vakfı, Hukuk Fak., Ankara, 1988.**
- WESTON, Fred-Copeland, Thomas E.; **Managerial Finance, 9th ed., New York, The Dryden Press, 1992**
- WESTON, J. Fred - BRIGHAM, F. Eugene **Essentials of Managerial Finance, Fifth Edition, The Dryden Press, Hinsdale Illinois, 1979.**
- YÜKSEL, A.Sait - RODOPLU, Gültekin **Sermaye piyasası, İstanbul, 1980.**
- YILDIRIM, Abdurrahman **Borsanın ABC’si - Ayılar, Boğalar ve Paranız, Bilgi Yayınevi, 2. Baskı, Ankara, 1990.**
- YILDIZ, Ekrem **Finansal Kurumların Sermaye Piyasasındaki Fonksiyonları ve Gelişimine Katkıları, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Erzurum, 1985.**

- YILDIZ, Ekrem **Sermaye Piyasası Ders Notları**, Erzurum, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Araştırma Merkezi, 1986.
- YILDIZ, Ekrem **Türk Sermaye Pazarları ve Aracılık Hizmetleri**, Atatürk Üniv. İ.İ.B.F. Z. Fındıkoğlu Araştırma Merkezi, Yayın No:164, Erzurum, 1991
- YILMAZ, Zekai **Yatırım Projeleri Analizi ve Yönetimi**, Uludağ Üniversitesi Basımevi, Yayın No 35, Bursa, 1990



MAKALELER - TEBLİĞLER

- AKGÜÇ, Öztin **“Sermaye Piyasasının Finansman Kurumları”**, Türkiye’de Sermaye Piyasası Sorunları Semineri, İstanbul 1975,
- AROLAT, Osman **“Fonları Cazip Kılmanın Yolu”**, Dünya Gazetesi, 21 Ocak 1994.
- AŞIKOĞLU, Rıza **“Tasarrufların Yatırma Aktarılmasında Temel Gündürler”**, Eskişehir Anadolu Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt II, Sayı 1, Ocak 1994.
- BAŞ, İ.Melih **“Menkul Kıymet Yatırımlarında Verimlilik Açısından Risk Faktörünün Kalitatif Analizi”**, Verimlilik Dergisi, Cilt 17, Sayı 1, Ocak 1988.
- BEKÇIOĞLU, Selim **“Bazı Hisse Senetlerinin Riskliliği: Türk Firmalarına Ait Hisse Senetleri Üzerine Bir Deneme”**, Muhasbe Enstitüsü Dergisi, Y. No: 10, Sayı 37, Ağustos 1984.
- BİREL, Yavuz **“Sermaye Piyasası”**, Milliyet Borsa Eki, Temmuz 1990.
- CHAN, Y.S. **“On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market With Imperfect Information”**, Journal of Finance, 38/5.
- CEYLAN, Ali **“Pay Senedi Değerlemesi”**, Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, C: IV, Yıl:8, Nisan 1983.
- DAĞACALI, Kemal **“A Tipi Fonlara Bir Öneri”** Dünya Gazetesi Borsa Eki, 14 Şubat 1994.
- DİLEK, Şener **“S.P.K.’nun Sermaye Piyasamızın Gelişimi ve Etkinliği Açısından Değerlendirilmesi”**, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Dergisi, C:6, S:1-2, Erzurum 1985.
- ERKARAŞ, Nalan **“İbre Borsadan Yana Çevrildi”**, Dünya Gazetesi, Borsa Menkul Değerler Eki, 20 Aralık 1993.
- ERSEL, H.- SAK, Güven **“Düzenleme ve İktisat Kuramı”**, S.P.K./AGD Araştırma Raporu, No:38.

- ERTUNA, Caner **“A Tipi Fonlar Yatırımcıya Kalkan Olacak”**, Dünya Gazetesi, 19 Ocak 1994.
- ERTUNA, Caner **“Risk Sermayesi Yatırımlarından Beklenen Faydalar”**, Ekonomik Bülten, 12-18 Temmuz 1993.
- ESER, Serdar **“Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı”**, UG Bankacılık Dergisi, Eylül 1993.
- FAMA, E. **“Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”**, Journal of Finance, 1970.
- GÜL, Ali Rıza **“Portföy Yönetiminin Yeri ve İşlevi”**, İktisat Dergisi Özel Eki, Aralık 1993.
- ÜNAL, Vural **“Katılma İntifa Senetleri”**, Türkiye’de Sermaye Piyasası Seminer Tebliği, Ankara, 20-21 Nisan 1984.
- GÜNGÖR, Erkan **“Özelleştirme Borsaya Olan Talebi Artırdı”**, Dünya Gazetesi Menkul Değerler Eki, 20 Aralık 1993.
- KALIR, Nurhan **“Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulaması”**, Kalkınma Dergisi, Ekim 1993.
- KARACAN, A.İhsan **“Mali Piyasalarda Yasal Düzenlemeler”**, Finans Dünyası, Ekim 1993.
- KARASIOĞLU, Fehmi **“G.K.G.M. İlkelerinin Uygulanma Sürecinde S.P.K.’ya Tabi Ortaklıkların Bildirim Araçlarında Meydana Gelen Aksaklıklar ve Çözüm Önerileri”**, Vergi Dünyası, Kasım 1993.
- KAZGAN, H. **“Galata Bankerleri III”**, Para Dergisi, Ağustos 1981.
- ÖZER, M.Salih- TURAN, Cemalettin **“Sermaye Piyasasının Türkiye’deki Gelişimi”** Hesap Uz. Kur. Konf. II, Ankara 1991.
- SARAÇOĞLU, Rüştü **“Türkiye’de Merkez Bankacılığı”**, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 8, Sayı 39, Ağustos 1993.
- SİREL, Yavuz **“Yatırım Fonları”**, Kalkınma Dergisi, Ekim 1993.
- ŞENGÜL, Selami **“Mali Piyasalarda Bazı Uygulamaların Yaratabileceği Sorunlar”**, İşletme ve Finans Dergisi, Ekim 1993.

ULUSOY, Yılmaz

“Hisse Senetleri”, Türkiye’de Sermaye Piyasası
Seminer Tebliği, Ankara, 20-21 Nisan 1984.

YEŞİLADA, Atilla

“KOSGEB” Risk Sermayesi Paneli, Haziran 1993.



T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

DİĞER KAYNAKLAR

Aracı Kurumlar-1994 , S.P.Kur. Yayınları, Yayın No:18, Ankara 1995.

Aracı Kurumlar -1995, S.P.Kur. Yayınları. Yayın No:45, Ankara 1996.

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993.

BANKACILAR

“Bankacılık Sektörünün 1990 Yılı Değerlendirmesi ve 1991’e Bakış”, Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği, Sayı 4, Yıl 1, Ocak 1991.

EKONOMİK TREND

“Bankalara Hoş Süprizler Geliyor”, Yıl 2, Sayı 3, 16 Ocak 1994.

EKONOMİK TREND

“Yatırımcı Allah’a Emanet”, Yıl 2, Sayı 8, 20 Şubat 1994.

EKONOMİK TREND

“Yatırım Fonunda Kazan Dönemi”, Yıl 1, Sayı 27, 10 Ekim 1993.

EKONOMİST

“Küçük Yatırımcının Kazancı Artacak”, Yıl:2, Sayı 10 2 Şubat 1992.

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu
İMKB Yayınları, Nisan 1993.

Sermaye Piyasası Özel İhtisas Komisyonu Raporu,
DPT Yayın No:2191, Ö.İ.K. 346, Kasım 1989.

S.P.K. Araştırma Raporu, Aralık 1988.

Türkçe Sözlük, Ankara 1983.

E K



ANKET FORMU

ANKET SORULARI

1- Kaç yıldır aracılık faaliyeti ile uğraşıyorsunuz ?

- a) 1-2 yıldır
- b) 3-4 yıldır
- c) 5-6 yıldır
- d) 7-8 yıldır
- e) 9-10 yıldır

2- Şirketinizin ortak sayısı kaç tanedir ?

- a) 5 ortak
- b) 6-10 ortak
- c) 11-20 ortak
- d) 21-30 ortak
- e) 31-40 ortak
- f) 41-50 ortak
- g) 50'den fazla

3- Kurumunuzda çalışan personel sayısı kaç tanedir ? (Merkez dışı örgütler dahil)

- a) 10 'dan az
- b) 11-20 arası
- c) 21-30 arası
- d) 31-40 arası
- e) 41-50 arası
- f) 50 'den büyük

4- Çalışan personelin eğitim durumu nedir ? (Adet olarak belirtiniz)

- a) İlkokul mezunu kişi
- b) Ortaokul mezunu kişi
- c) Lise mezunu kişi
- d) Üniversite mezunu kişi
- e) Yüksek lisans mezunu kişi
- f) Doktora ve sonrası kişi

5- Üniversite mezunu personelinizin bitirdiği fakülte-yüksekokul türü nedir?

- a) İktisat-işletme kişi
- b) Hukuk kişi
- c) Mühendislik kişi
- d) Tıp-Eczacılık kişi
- e) Diğer kişi (belirtiniz)

6- Kurumunuzda çalışan personelin yaş dağılımları nasıldır. ? (Adet olarak belirtiniz.)

- a) 20 'den küçük kişi
- b) 21-30 yaş arası kişi
- c) 31-40 yaş arası kişi
- d) 41-50 yaş arası kişi
- e) 50'den büyük kişi

7- Kurumunuzda çalışan personelin finans piyasalarındaki mesleki tecrübeleri kaç yıldır ? (adet olarak belirtiniz)

- a) 1-2 yıl kişi
- b) 3-4 yıl kişi
- c) 5-6 yıl kişi
- d) 7-8 yıl kişi
- e) 9-10 yıl kişi
- f) 10 yıldan fazla kişi

8- Kurumunuza bağlı merkez dışı örgütleriniz var mı ? (adet olarak belirtiniz)

- a) Şube adet
 b) Acenta adet
 c) İrtibat bürosu adet

9- Kurumunuza bağlı merkez dışı örgütlerin kaçında yatırımcılar borsa seanslarını izleme imkanı buluyorlar ? (adet olarak belirtiniz)

- a) Şube
 b) Acenta
 c) İrtibat bürosu

10- Kurumunuza bağlı merkez dışı örgütlerin coğrafi dağılımını nasıldır? (adet olarak belirtiniz)

	<u>Şube</u>	<u>Acenta</u>	<u>İrtibat Bürosu</u>
a) Marmara Bölgesi
b) Ege Bölgesi
c) Akdeniz Bölgesi
d) Karadeniz Bölgesi
e) Doğu ve Güneydoğu Anadolu Bölgesi

11- 1994 yılı itibariyle işlem hacminiz ne kadardır ? (TL olarak belirtiniz.)

- a) Hisse senedi piyasası
 b) Tahvil bono piyasası

12- 1994 yılı itibariyle toplam işlem hacminizin işlemlerinizin gerçekleşme şekline göre dağılımını nasıldır ? (Yüzde olarak belirtiniz.)

- a) Başkası nam ve hesabına %
 b) Başkası namına kendi hesabına %
 c) Kendi nam ve hesabına %

13 - Sizce aracı kurumlar tasarrufların yatırıma kanalize edilmesine yeterince katkıda bulunuyor mu ?

- a) Yeterli
- b) Yeterli değil

14- 13.soruya cevabınız "yeterli değil" ise nedenleri sizce neler olabilir ? (Öncelik sırasına göre 1'den başlayarak 9'a kadar numara veriniz.)

- a) Finansal piyasalardaki sosyo-kültürel yapı
- b) Yasal ve bürokratik engeller
- c) Siyasal istikrarsızlık
- d) Ekonomik krizler
- e) Para piyasasındaki sorunlar
- f) Sermaye piyasasındaki yapısal sorunlar
- g) Sermaye piyasasındaki psikolojik sorunlar
- h) Sermaye piyasasındaki ekonomik sorunlar
- ı) Diğer (Belirtiniz)

15- Sizce İMKB'de faaliyet gösteren aracı kurumlar sayı ve nitelik olarak yeterli mi ?

- a) Sayı ve nitelik olarak yeterli
- b) Sayı yeterli, nitelik yetersiz
- c) Sayı yetersiz, nitelik yeterli
- d) Sayı ve nitelik olarak yetersiz

16- Aracı kurumları nitelik yönünden yetersiz görüyorsanız sizce nedenleri neler olabilir ? (Önem derecesine göre 1 'den başlayarak sıralayınız)

- a) Nitelikli personel yetersizliği
- b) Teknolojik otomasyon yetersizliği
- c) Merkez dışı örgütlenmenin yetersizliği
- d) Yatırım ve tasarruf sahiplerine yeterli güveni vermeyişleri
- e) Diğer (Belirtiniz)

17- Aracılık faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında aşağıdaki fonksiyonlardan hangilerini yerine getirmektесiniz ? (Faliyetin yoğunluğuna göre 1'den başlayarak sıralayınız.)

- a) Birincil piyasa faaliyetleri
- b) İkinci piyasa faaliyetleri
- c) Kollektif yatırım ile ilgili faaliyetler
- d) Yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi hizmetleri
- e) Bilgi toplama ve yayma hizmetleri
- f) Diğer (Belirtiniz)

18- Müşterilerinize ne tür hizmetler veriyorsunuz ? (Yaklaşık olarak yüzde ile ifade ediniz.)

- a) Saklama ve takip
- b) Büyük portföye özel hizmet
- c) Periyodik bülten
- d) Portföy yönetimi
- e) Araştırma ve analiz
- f) Kurum portföyü
- g) Lot altı işlem
- h) Yurt dışı borsalarda işlem

19- İşlem hacminiz en fazla hangi dönemlerde artmaktadır ? (Öncelik sırasına göre 1'den başlayarak 8'e kadar numara veriniz)

- a) Hafta başlarında
- b) Hafta sonlarında
- c) Ay başlarında
- d) Şirketlerin 3'er aylık bilançoları yayınlandıktan sonra
- e) Şirket genel kurullarından sonra
- f) Hisse senedi fiyatları düşerken
- g) Hisse senedi fiyatları yükselirken
- h) Diğer (Belirtiniz)

20- Aşağıdaki faktörleri işlem hacminizi etkileme derecesine göre sıralayınız.

(Sizce önem sırasına göre 1'den başlayarak 9'a kadar numara veriniz.)

- a) Siyasi istikrar
- b) Emisyon hacmi
- c) Enflasyon oranı
- d) Ekonomik büyüme hızı
- e) Altın fiyatları
- f) Gayrimenkul fiyatları
- g) Döviz fiyatları
- h) Faiz oranları
- l) Psikolojik faktörler
- j) Diğer (Belirtiniz)

21- İMKB'de bugünkü en önemli sorunlar sizce hangileridir ? (öncelik sırasına göre 1'den başlayarak numara veriniz)

- a) Borsa seanslarının yatırımcılara kapalı olması
- b) Borsada işlem gören hisse senedi sayısının azlığı
- c) Borsa yönetiminin yatırımcıya gerekli güveni sağlayamaması
- e) Etkin çalışan aracı kurum sayısının azlığı
- f) Yatırımcıya borsayla ilgili yeterli bilginin verilmemesi
- g) Diğer (Belirtiniz)