

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT FAKÜLTESİ
PARA - BANKA BÖLÜMÜ

4854

TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

HAKAN TUFAN

881

TEZ DANIŞMANI : PROF.DR. ERDOĞAN ALKİN

İSTANBUL-1988

T. C.
Yükseköğretim Kurulu
Dokümantasyon Merkezi

İÇİNDEKİLER

Sayfa

I. GİRİŞ	1
II. GENEL OLARAK HİSSE SENETLERİ	3
1. Terminoloji	3
2. Tarihçesi	3
3. Tanımlama	4
4. Hisse Senedi Kavramı ve Nitelikleri	5
III. YASAL DÜZENLEME	7
1. 1956 Tarih ve 6762 Sayılı T.T.K.	7
2. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu	9
3. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tebliğleri	10
4. Özel Kanunlar	12
IV. HİSSE SENEDİ ÇIKARACAK KURULUŞLAR	12
1. Anonim Şirketler	12
1.2. Ticaret ve Sermaye Piyasası Kanunları Hükümlerine Tabi, Kayıtlı Sermaye Dışında Hisse Senetlerini Halka Arzetmiş ve Arzetmiş Sayılan Anonim Şirketler	13
1.3. Sermaye Piyasası Artırımı Yönünden, Yalnızca Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerine Tabi Anonim Şirketler	14
2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler	14
3. Özel Kanunla Kurulmuş Kuruluşlar	15
4. Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı ...	15
V. HİSSE SENETLERİNİN ŞEKİL ŞARTLARI	15
1. Hamiline ve Nama Hisseler İçin Müsterek Şekil Şartları	16
2. Nama yazılı Senetlere Özel Şekil Şartları	17

VI. HİSSE SENEDİ ÇEŞİTLERİ	18
1. Normal (Adi) Hisse Senetleri	19
2. Özel Kategori (İmtiyazlı) Hisse Senetleri	21
3. Hamile Yazılı Hisse Senetleri	24
4. Nama Yazılı Hisse Senetleri	26
VII. HİSSE SENETLERİNİN DEVRİ	27
1. Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri	28
2. Hamiline Yazılı Hisse Senetlerinin Devri	30
3. İlmuhaberlere Bağlı Hisselerin Devri	30
4. Senede Bağlanmamış Hisselerin Devri	31
5. Hisse Senetlerinin Rehni	32
6. Hisse ve Hisse Senetlerinin Sona Ermesi	32
VIII. HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI VE SATIŞI	33
1. Halka Arz	33
1.1. Halka Arz İzni	35
1.1.1. İzin İçin Başvuru	35
1.1.2. Kurulca Yapılan İnceleme	35
1.1.3. İncelemenin Sonucu	36
1.2. İzahnamenin Tescil ve İlanı	36
1.3. Halka Çağrı (Sirküler)	36
2. Satış	37
2.1. Satış Süresi	37
2.2. Bedele İlişkin Şartlar	37
2.3. Kayıtlı Sermaye Sisteminde Bedele İlişkin Şartlar	37
2.4. Küçük Tasarruf Sahipleri İçin Kolaylıklar ve Koruyucu Tedbirler	38
3. Satış Sonrası İşlemler	38
3.1. Sonuçlar Hakkında Bilgi Verme	38
3.2. Borsaya Başvuru	39

IX. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ	39
1. Hisse Senedi Fiyat Tanımlamaları	41
2. Hisse Senedi Değer Tanımlamaları	42
3. Temel Analiz Yaklaşımı	44
3.1. Ekonomi-Endüstri Ortaklık (OECD) Analizi	45
3.1.1. Ekonomi Analizi	45
3.1.2. Endüstri Analizi	47
3.1.3. Ortaklık Analizi	49
3.2. Hisse Senedi Değerleme Modelleri	50
3.2.1. Muhasebe Değeri Yada Tasfiye Değeri Yaklaşımı	50
3.2.2. Temettü Modeli	51
3.2.3. Regresyon Modelleri	52
3.2.4. Defter Değeri-Piyasa Değeri Oranı	53
4. Teknik Analiz Yaklaşımı	53
4.1. Dow Teorisi	54
4.2. Fiyat Miktar Göstergeleri	56
4.2.1. Fiyatı Artan ve Azalanlar	56
4.2.2. Borsanın İş Hacmi	56
4.2.3. Diğer Fiyat ve Miktar Göstergeleri	57
4.3. Fiyat Analizi Yaklaşımları	57
4.3.1. Nokta ve Şekil Grafikleri	57
4.3.2. Çubuk Grafikleri	58
4.3.3. Hareketli Ortalamalar	58
4.3.4. Dalga Teorisi	59
4.3.5. Göreli Güç	59
4.4. Fiyat-Miktar Analizi Yaklaşımları	59
4.4.1. Direnç Destek Grafikleri	59
4.4.2. Fiyat-Miktar Çubuk Grafikleri	60
4.5. Etkin Piyasalar Varsayımı ve Rassal Yürüyüş Teorisi	61
5. Hisse Senedi Değerlemesinde Risk Faktörü	62
5.1. Riskin Kaynakları	62
5.1.1. Sistematik Risk	62
5.1.2. Sistematik Olmayan Risk	63

5.2. Riskin Ölçülmesinde Tek Belirli Spesifik Pay Senedi Yaklaşımı	63
5.3. Riskin Ölçülmesinde Portföy Yaklaşımı (Teorisi)	64
5.3.1. Geleneksel Portföy Yönetimi	64
5.3.2. Modern Portföy Teorisi	65
5.4. Riskin Ölçülmesinde Yatırımcıların Davranışları	67
X. SERMAYE PİYASASI	68
1. Tanım ve Türleri	68
2. İlkeleri ve Fonksiyonları	70
3. Türkiye'de Sermaye Piyasası	71
3.1. Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi	71
3.2. Birincil Piyasa Faaliyetleri	74
3.2.1. Sermaye Piyasası Kurulunca Verilen İhraç İzinleri	75
3.2.2. Banka ve Aracı Kurumların Menkul Kıymet Satışları	78
3.2.3. Sermaye Piyasasındaki Son Görünüm	79
3.3. İkincil Piyasa ve Borsa Faaliyetleri	80
3.3.1. Borsada Kotasyon İşlemleri	80
3.3.2. Borsada Hisse Senedi İşlemlerindeki Gelişmeler	82
3.3.3. Gelişen Bir Ülke Olarak Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsasının Başarılı Olmasının Gerekleri	85
3.4. Sermaye Piyasası ve Yabancı Sermaye	89
3.5. Hisse Senedi Alımlarında Marj İşlemleri (Margin Trading)	91
XI. SONUÇ	94
KAYNAKLAR	97

I. G İ R İ Ş

Sermaye Piyasası kalın çizgilerle teşkilatlanmış kuruluşlar ile bazı niteliklere haiz hak taşıyıcı belgeler aracılığıyla ödünç verilebilir orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebinin karşılaştığı piyasa olarak tanımlanabilir. Hisse senetleri de bu piyasada fon arz ve talebinin karşılanmasında aracılık yapan, şirket sermayesinin eşit kısımlara ayrılmış parçalarından herbirinin karşılığı olmak üzere kanunda gösterilen şekillere uygun kıymetli evraktır.

Bir sermaye piyasasının gelişmişliği bir yandan menkul kıymet ihraç eden ortakların uzun vadeli fon ihtiyaçlarını gidermek için girdikleri çabanın başarıya ulaşması; diğer yandan orta ve uzun vadeli fon olarak kullanılmaya başlanan ve bir kısmı küçük olarak nitelendirilebilecek tasarrufların, menkul kıymetler ikinci el piyasasının yarattığı mekanizma ile, fon arzedenerler açısından kısa vadeli plasmanların imkânlarını elde etmesi ile ölçülür. Kısaca sermaye piyasası mekanizması ile likidite tercihi açısından fon arzedenerler kısa vadeli plasman imkânlarını muhafaza ederken, aynı fonlar orta ve uzun vadeli olarak yatırımlara kaydırabilmektedir. Sermaye piyasasının özetle ana işlevi budur; tabiidir ki, bu mekanizmanın getirdiği diğer bir yarar, sınai mülkiyetinin tabana yayılmasına imkân vermesi ve böylece toplum huzur ve refahının sağlanmasına yaptığı katkıdır.

Menkul kıymetler, özellikle hisse senetleri 1986 yılı başında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının da faaliyete geçmesiyle ülkemizde sermaye piyasasına fon sunanlar açısından daha büyük bir ilgi uyandırmaya başlamıştır.

Örgütlenme çabası içerisinde bulunan sermaye piyasasında ellerindeki tasarrufları değerlendirmek isteyen yatırımların en büyük eksikliği, başta hisse senedinin ne olduğu, tahvil, gelir ortaklığı senedi, yatırım fonu, finansman bonusu vb. gibi diğer menkul kıymetlerden farkının ne olduğu konusunda yeterli bilgiye sahip olmamalarıdır.

Bu açıklamaların ışığında bu çalışmayla hisse senetleri, hukuki, mali ve ekonomik yapısı itibarıyla genel olarak incelenecek olup, Türkiye'de sermaye piyasası, özellikle hisse senedi piyasası üzerinde durulacaktır.



II. GENEL OLARAK HİSSE SENETLERİ

1. Terminoloji

Hisse senedi dilimize iyice girmiş ve yerleşmiş bir deyimdir. Eskiden bu kavrama "Esham" (Sehim sözcüğünün çoğulu) denilirdi. Bu deyim bugün terk edilmiştir. TTK içinde "Hisse Senedi" deyimini kullanılmakta ise de, bazı maddelerde pay senedi veya sadece pay eşit anlama gelmektedir. Aynı kavramı bazen Fransızca'dan alınan "Aksiyon" şeklinde de ifade olunmaktadır. Fakat bugün için yaygın ve yasal deyim hisse senedidir.

Hisse senedi Almanca'da "Aktie", Fransızca'da "Action" ve İngilizce'de "Share" veya "Stock" şeklinde kullanılmaktadır.

2. Tarihçesi

Bazı Avrupa'lı hukukçulara göre, hisse senetleri orta zamanlarda meydana çıkmıştır. Bu yazarların kanaatine göre orta zamanlarda İtalyan sektörlerinde kurulan ve özellikle döviz ticareti ve bankacılıkla uğraşan şirketlerde hisse senetlerine benzeyen belgelere rastlanmaktadır.

Ancak, şirket olarak ticaret ünvanları dahi bulunmayan ve sadece temsilci şahısların adına hukuki işlemler yapan bu şirketlerde, diğer ortaklara verilen senetler bugünkü manâda hisse senedi olmaktan uzak bulunmaktadır, sadece birer isbat belgeleridir. Ortaklığa koydukları sermaye mukabilinde kendilerine hisse senetleri verilen ortaklar kamuya da açıklanmamış bulunduğundan, ortada daha ziyade, gizli ortaklı hususi şirketler ve ortaklara verilen isbat belgeleri bahis konusudur.

Modern manâda, hisse senetlerinin ortaya çıkması 18. YY. başlarında olmuş. Fransa'da, Richelieu zamanında kurulan ve Hisseli Şirketler (Compagnies par Actions) diye anılan ortaklıklar hisse senetlerinin önderi olmuştur.

Hollanda'nın müstemleke şirketleri ile rekabet etmek üzere birer Kral Emirnamesi ile kurulan ve imtiyazlı bulunan bu şirketler, (Halk sermayesini kötüye kullanıyor) nedeni ile 1789 ithilali tarafından ortadan kaldırılmış, bir zaman sonra da faaliyetine müsaade edilmiştir.

Hisseli Komandit şirketler ise, 1808 tarihli Fransa Ticaret Kanununun 38. maddesinde yer almıştır (1).

3. Tanımlama

Türk Ticaret Kanunu hisse senetleri ile ilgili 399 ve devamı maddeleri içinde hisse senetlerini tanımlamamış, sadece nitelik ve özelliklerini belirlemiştir. Genellikle hisse senetleri, anonim ve sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar tarafından çıkarılan ve sahibine ortak olarak kâr payı alma, yönetime katılma gibi haklar tanıyan bir menkul değerdir.

Bazı kitaplarda hisse senedi, "Şirket sermayesinin eşit konulara ayrılmış parçalarından herbirinin karşılığı olmak üzere kanunda gösterilen şekillere uygun kıymetli evraktır." diye tanımlanmaktadır (2).

Daha geniş kapsamlı ve bilimsel tanımlama şöyle yapılabilir: "Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarabilen

(1) Prof.Dr.Hayri DOMANCI; Anonim Şirketler, İstanbul, 1978, s.885.

(2) Sırrı KOCAİMANOĞLU; Bankacılık Ansiklopedisi, Ankara, 1983, s.242.

sermaye şirketlerinin (sadece anonim ortaklıkları ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar) kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belirli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir.

Bu tanımlamayı yorumlayacak olursak, hisse senedinin şirket sermayesi ve ortaklık hakları ile ilgili önemli bir menkul değer olduğunu görürüz. Burada önemli olan asıl husus hisse senedinin sermaye piyasasında tedavül eden belge olmasıdır.

4. Hisse Senedi Kavramı ve Nitelikleri

Anonim ortaklıklarda sermaye eşit tutarlara bölünmüş olup, her birine eski dilde hisse (share), yeni dilde pay denmektedir. Hisse, anonim ortaklıkta ortağın hukuki durumunu temsil ve ortaklık mevkiini temsil eder. Bu nedenle hisseyi somut şekilde temsil eden belge hisse senedi (pay senedi) olup, bir bakıma kıymetli evrak sayılmaktadır (3).

Hisse senetlerinin hukuki ve iktisadi özellik ve niteliklerini şu şekilde sıralayabiliriz:

a) Bir anonim ortaklıkta sermaye tutarı (Capital Stock) paylara bölünmüş olan her pay, ortaklığa belirli bir oranda malikiyeti (ownership) temsil eder. Bu paylar, uygulamada basılı ve birbirine benzer belgelerle temsil edilirler. Buna hisse senedi ve Amerikan uygulamasında stok sertifikası (stock certificate) denir.

b) Hisse senetlerinin asıl özelliği, şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil etmesidir. AO'nın verdiği hakların hepsini bir bütün kabul edelim. Bu bütünden kaç

(3) Prof.Dr.Sebahattin TUNCER; Türkiye'de Sermaye Piyasası, İstanbul, 1985, s.207.

parçanın bağımsız olarak yararlandırılması isteniyorsa, bütün o kadar bölüme bölünür, her bölüm bütünden yararlanma hakkına sahip parçayı oluşturur. Görüldüğü gibi gerçekte- paylara bölünmüş olan sermaye değil, haklar bütünüdür. Bu nedenle hisse senedi sahibi olan kimseler her türlü ortaklık haklarından yararlanırlar. Bu ara kâr payı alma, rüçhan hakkından yararlanma, yönetime katılma önemlidir. Şirket açısından ele alırsak, hisse senedi şirkete öz kaynak niteliğinde finansman sağlayan bir araç olmaktadır.

c) Hisse senetleri diğer menkul değerler gibi hakkı temsil eden belgedir. Bu belgenin üçüncü şahıslara devri, üzerlerinde yazılı değer ve bağlı hakları da devir anlamına gelir. Bir hisse senedini usulüne uygun olarak devir alan kimse, devredenin şirketteki sermaye payı ile birlikte ortaklık hakkına da sahip olur. Bu açıdan hisse senetleri, modern ticari hayatta nakit hareketi olmaksızın değer ve hakların kolayca el değiştirmesini ve transferini sağlayan belge olmaktadır.

d) Türk Hukuk düzenine göre hisse senedine kim malik ve sahip ise, ortak o kimsedir. Diğer bir deyimle, ortaklık sıfatı hisseye göre belli olur. Bu nedenle hisse senedinin sahibinin kişiliğinden ayrı soyut hukuki durumu vardır. Bu nedenle, hisse senedi şirket karşısında bölünmez bir bütündür.

e) TTK göre, hisse senedinin, sermayenin belirli bir oranı temsil eden itibari değeri olması gerekir. Buna üzerinde yazılı değer veya nominal değer de diyebiliriz. Bu değer bütün hisse senetleri için eşittir.

f) TTK 999/1 maddesi gereğince hisse senedi en az 500 TL. olmaktadır.

g) Şirket ana sözleşmeden, hisse senetlerinin pay sayısı ve türleri, ayrıca gösterilmesi gerekir.

h) TTK'nun 413. maddesi hisse senetlerinin içerik ve kapsamını göstermiştir. Buna göre hisse senetlerinde bunu çıkaran şirketin unvanı, tercih tarihi, esas sermaye tutarı, senedin türü, itibari (nominal) değeri ve şirket adına imzaya yetkili olanlardan en az ikisinin imzası bulunması zorunludur. İmza orjinal, damga, mühür veya basılı (matbu) olmalıdır.

III. YASAL DÜZENLEME

1. 1956 Tarih ve 6762 Sayılı T.T.K.

Hisse senetleri ile ilgili temel ilke ve hükümleri TTK'nun 399-419. maddeleri içinde bulmaktayız. Bunlar bütün hisse senetleri için geçerlidir.

Türk hukukunda, her payın sermayenin belli bir oranı temsil eden itibari bir değeri bulunması gerekir. Bu değer bütün paylar için eşittir; en az 500 TL.'si olmalıdır ve ancak 100 TL.'si ve katı olarak yükseltilebilir (TTK:m.399.1)

Özel kategori payları maliklerine diğer paylara oranla farklı ve ek haklar sağlarlar ve buna TTK m.401'de "imtiyazlı hisse senetleri" denilmektedir. TTK. 401'e göre, "Esas mukavele ile bazı hisse senetlerine kâr payı veya tasfiye halindeki şirket ~~mevcudunun~~ dağıtılması vesair hususlarda imtiyaz hakları tanınabilir." denilmektedir. Görüldüğü üzere, özel kategori pay yaratma için diğer paylardan farklı ve ek olarak tanımlanabilecek olan hakları kanunumuz sınırlamamıştır.

Pay sahibi, sermaye taahhüdünü yerine getirmesi ise, TTK m.407 ve 408'de öngörülen prosedür içinde temerrüde sevk ve ortaklıktan çıkarılarak yaptığı kısmi ~~ödemelerden~~ doğan haklarından mahrum edilebilir.

Anonim Ortaklıkta paylar, kıymetli evrak niteliğine haiz "Pay senetleri"nde tecessüm ettirilir (TTK.m.409). Pay senedi çıkarılmadan önce, sonradan pay senetleri ile değiştirilmek üzere ilmuhaberler çıkarılabilir (TTK.m.411).

Bir kıymetli evrak olması nedeniyle pay senedi TTK. m.413.1'de öngörülen şekil şartları ihtiva etmelidir. (Bu konuda ileriki bölümlerde bahsedilecektir).

Pay senetleri devir şekli açısından "Nama" veya "Hamile" yazılı olarak düzenlenebilir. Emre yazılı olamazlar. (TTK.m.409.1). Sözleşmede başka kayıt yoksa, pay senetleri nama yazılı olmalıdır (TTK.m.409.2). Bedelleri tanınan ödemedi pay senedi ancak sözleşmede bu yolda sarahat olmak ve bedelleri tamamen ödemiş bulunmak kaydı ile çıkarılabilir (TTK.m.409.2,3). (Devir konusunda ileriki bölümlerde bahsedilecektir).

Devri sözleşme ile yasaklamış veya bazı kayıt ve şartlara bağlanmış senetlerde rehnedilebilir. Bu gibi senetler bazı hallerde yasağa rağmen el değiştirdiğine göre (TTK.M. 418.3) rehnedilmeleri de mümkün olmalıdır.

ilmuhaberler nama yazılı pay senetleri gibi rehnedilebilirler (TTK.m.411.2).

Hisse senetlerini sadece anonim şirketler ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler çıkarabilir. Kooperatifler kıymetli evrak niteliğinde olmayan pay senetleri çıkarabilir. Limited şirketlerin çıkardığı pay senetleri de kıymetli evrak sayılmaz ve gerçek anlamda hisse senedi sayılmaz.

TTK'nun 402-403. maddelerinde, anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri, kıymetli evrak niteliğine haiz intifa senetlerini düzenlenmiştir.

2. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

Bu kanunun amacı, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak olarak belirlenmiştir (4).

Gerçekten sermaye piyasası kararı, halkın ve bazı tüzel kişilerin elindeki tasarrufların, menkul kıymetler aracılığıyla yatırım alanlarına akmasını sağlayan ve ekonomik, mali ve hattâ toplum alışkanlıkları gibi sosyal nitelikteki faktörlerin etkisi altında bulunan bir ortamı ifade eder. Bu yönden konuya bakınca, sermaye piyasasının geliştirilmesi amacıyla alınacak tedbirlerin ilk planda ekonomi ve maliye politikaları alanlarında düşünülmesi gerekir sonucuna varılabilir. Ancak, sermaye piyasasının belli başlı araçları özellikle anonim ortaklıkların ilave ettikleri menkul kıymetlerin çıkarılmasında ve dolaşımında kolaylık ve güven sağlayan hükümlerin yürürlükte bulunması, elbette ki bu piyasanın gelişmesinde önemli etkiler yapacaktır. Sermaye piyasası içinde hukuki düzenlemelerin vazgeçilmez önemi, konuların iyi bilinmemesini, uygulanmasını ve yaşayan bir hukuk alanı olarak gerektikçe kanun otoritelerine yeni ve dikkatli düzenlemelere gidilmesini gerekli kılmaktadır (5).

2499 sayılı kanun hükümleri ve bu kanuna dayanılarak yapılan düzenlemelerin Sermaye Piyasası Kanununun 1. maddesinde yer alan "Amaç" kararı, dikkate alınarak yorumlanması gerekir (6).

Sermaye Piyasası Kanunu içinde hisse senetleri ile ilgili dağınık bazı hükümler mevcuttur. Bunların önemli olanlarını şöyle sıralayabiliriz;

(4) Sermaye Piyasası Kanunu, md.1.

(5) Vural GÜNAL; Sermaye Piyasası Hukuku, SPK Yayınları No:5, Ankara, 1986, s.3.

(6) Vural GÜNAL; a.g.e., s.4.

a) Kanunun 3. maddesinin (b) bendinde menkul değerleri tanımlarken, hisse senetlerinin menkul değerlerden biri olduğu açıkça gösterilmiştir.

b) Kanunun 4. maddesinin ikinci fıkrasında sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetlerinin "Halka arz yoluyla" satılamayacağını hükme bağlamıştır.

c) Kanunun 7. maddesinde menkul değerlerin özellikle hisse senetlerinin halka satışı ile ilgili yöntemi ayrıntılı şekilde düzenlemiştir.

d) Kanun, menkul değerleri halka arzolunan anonim ortaklıklar ile ilgili düzenlemeyi 11-12. maddelerinde yapmıştır.

e) Hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil hükümleri kanunun 14. maddesinde düzenlenmiştir.

f) Menkul Kıymetler yatırım fonuna, ortaklığı belgeleyen ve bir tür menkul değer olan katılma belgeleri ile ilgili hükümler kanunun 40. maddesinde düzenlenmiştir.

3. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tebliğleri

Sermaye Piyasası Kurulu Resmi Gazete'nin 24/3/1982 gün ve 17643 sayılı nüshasında yayınladığı Seri:I, No:1 Tebliği ile hisse senetlerine ilişkin esasları düzenlemiş bulunmaktadır. Bu tebliğde hisse senetlerinin halka arzı ile ilgili genel esaslar, kayıtlı sermaye sistemine geçiş, sermaye arttırımına ilişkin konular, çeşitli hükümler düzenlemiştir. Tebliğ TTK'nun 2499 sayılı Kanunla uygulanmayacağı belirtilen hükümleri dışındaki hükümlerinin yürürlükte bulunduğu ve her iki kanunun birlikte uygulanacağı da gözönünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Kurulca menkul kıymet ihracına izin vermede esas alınan ilkeler, bunları çıkaran ortaklık yönünden gereklilik, yeterlilik ve kaynaklar arasında denge, halk yönünden ise verimlilik ve güvendir (md.1).

Hisse senetleri halka arz edecek ortaklıklar 2499 sayılı Kanunun 4. maddesinin 4. fıkrasına giren kuruluşlar hariç, bu arz dolayısıyla Kuruldan izin almak zorundadırlar (md.2).

Kurulca verilen halka arza ilişkin izinler, halka arz edilen hisse senetlerinin ve ilgili ortaklıkların, Kurul veya kamuca tekeffütü anlamına gelmez; verilen izin, yasal gereklerin yerine getirildiğini ve ilgili ortaklık ve menkul kıymetlerinin kamu denetimi altında olduğunu gösterir. Kurulca verilen izin, reklâm amacıyla kullanılmaz (md.4). Hisse senetlerinin halka arzında izahname ve şirketlerde bulunanlar dışında bilgileri içermemek, mübadaalı ve halkı yanıltıcı ve yanlış yöne yönlendirici olmamak ve ciddilikten sapmamak koşuluyla, el ve duvar ilanlarıyla, hoparlörlerle, gazete ve dergilerle radyo ve Televizyondan yapılacak ilanlardan yararlanılabilir (md.5).

Ortaklıklar halka arzedilen hisse senetleri toplam tutarının en az % 20'sini 50.000 TL'lık veya daha küçük değerdeki kupürler halinde çıkarmak zorundadırlar. Bunların küçük tasarruf sahibinin eline geçmesi için her türlü gayreti gösterirler (md.7).

Ortaklıklar hisse senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni hisse senedi çıkaramazlar (md.8). Kurulmuş olup da, kayıtlı sermaye sistemini kabul etmek isteyen ortaklıkların, Kanunun 12. maddesinin 1. fıkrası uyarınca Kuruldan izin aldıktan sonra esas sözleşmelerine bu konuda hüküm koymaları gerekmektedir (md.10).

Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda ve kayıtlı sermaye sistemine tabi olmayan ortaklıklarda sermaye artırımını ile ilgili esaslar (md.12, md.13) anlatılmıştır.

Kurulun iznine tabi diğer halka arzlarda izlenecek yol ve menkul kıymetlerini halka arzetmeyen ortaklıklar ile ilgili esaslar (md.14, md.15)'de anlatılmıştır.

4. Özel Kanunlar

17.3.1984 gün ve 18344 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması hakkında kanun ile Kamu Hisse Senetleri ve Gelir Ortaklığı Senedi başlığı altında hisse senetlerine benzer başlığı altında bir yeni menkul değer daha yaratılmıştır. Bu iki menkul değerde aslında gerçek anlamda hisse senedi olmayıp, kendilerine has bazı özellikler taşımaktadırlar.

IV. HİSSE SENEDİ ÇIKARACAK KURULUŞLAR

1. Anonim Şirketler

Sermaye Piyasası açısından asıl önem taşıyan konu, anonim şirketlerin hisse senedi çıkarmış olmaları değil, bu hisse senetlerini hangi yolla çıkardığı ve bu hisse senetlerinin servetlerin ve hakların devrine olanak verecek şekilde sirküle edip etmediğidir. Bu yönüyle anonim şirketi üç ana gruba ayırarak incelemek gerekmektedir (7).

1.1. Yalnızca Ticaret Kanunu

Hükümlerine Tabi Anonim Şirketler

Bu tip şirketlerde şirketin kendi iradesinin hakim olduğu , bu iradenin sadece Ticaret Kanunundaki

(7) Yılmaz ULUSOY; Sermaye Piyasası Araçları (Hisse Senetleri), Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi seminerinde sunulan tebliğ, 1974, s.3.

hükümlerle sınırlandırıldığı görülmektedir. Sermaye Piyasası Kanununu'nun ilgilenmediği bu tip şirketler halkın küçük tasarruflarını toplayıp, bu yolla öz sermaye birikimi sağlama yolunu benimsemediklerinden, sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmayan veya bu piyasada etkinliği bulunmayan şirketler durumundadır (8).

Türk şirketler hukuku uygulamasında vergi konularıyla teşvik edilen kurumlaşma sonucu, bu teşvikler A.Ş.'lerin niteliğini gözetmeden yapıldığından, ferdi işletmelerin ve şahıs şirketlerinin sermaye şirketlerine genelde anonim şirketlere devir veya dönüşümleri sağlıklı şekilde gelişmemiş ve kapalı veya aile sermaye şirketlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Kapalı anonim şirketlerin mali tablolarını ilan etmeleri hisse senetlerini mutlaka ihraç etmek ve menkul kıymetler borsasına kotasyon için başvurmaları sermaye arttırımında arttırılan kısmın tamamen ve nakden ödenmesi gibi bir zorunluluk bulunmaktadır. Bu durumlar kurumlaşmayı (A.Ş. haline gelme) teşvik etmiş ancak, bu kurumlaşma, küçük tasarrufların sermaye birikimine dönüşmesi yoluyla sağlıklı biçimde gelişmesini sağlayamamıştır (9).

1.2. Ticaret ve Sermaye Piyasası Kanunları Hükümlerine Tabi, Kayıtlı Sermaye Dışında Hisse Senetlerini Halka Arzetmiş ve Arzetmiş Sayılan Anonim Şirketler

Sermaye Piyasası kanununun kapsamına giren şirketler, Kanunun 2. maddesinde "Menkul Kıymetleri halka arz olan A.Ş.'ler" ve "Ortak sayısı 100'den fazla olan A.Ş.ler" olarak ikiye ayrılmıştır.

(8) Mustafa SAĞ CAN; Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir, 1987, s.68.

(9) Mustafa SAĞ CAN; a.g.e., s.68.

Bir kapak veya cümle anonim şirketlerinin menkul kıymetlerini halka arz etmesi, Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına girip girmemeyi değerlendirerek, sonuçta kendi iradesiyle verebileceği bir karardır.

Ortak sayısı 100'den fazla olan A.Ş.'ler, menkul kıymetlerini halka satmadıkları halde, ortak sayıları 100'ü aştığı için menkul kıymetlerini halka arzetmiş sayılmakta ve bu nedenle de aynen "Menkul Kıymetleri halka arzolan" şirketler gibi Sermaye Piyasası Kanunu'nun hükümlerine tabi olmaktadır.

Böylece Kanunun temel amacı olan "Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak" gerçekleştirilmek istenmiştir (10).

1.3. Sermaye Artırımı Yönünden, Yalnızca Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerine Tabi Anonim Şirketler

Kuruluştaki ve sermaye artırımında hisse senetleri halka arzeden kayıtlı sermayeli anonim şirketlerin başlıca özelliği sermaye artırımlarında Ticaret Kanununun bu konudaki hükümlerine tabi olmamalarıdır. Bu sistemi olan anonim şirketler sermaye artırımını sırasında çıkardıkları payları kısa yoldan ve kısa sürede ortaklarına 3. kişilere intikal ettirebilmektedirler.

2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler

Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarda hisse senedi ihraç edebilirler. Ancak SPK'nun 4. maddedeki gereğince bu tür hisse senetleri halka arz yolu ile satılamaz, ancak sermaye piyasasında tedavül eder.

(10) Mustafa, SAĞCAN; a.g.e., s.70.

3. Özel Kanunla Kurulmuş Kuruluşlar

Bazı Bankalar, T.C. Merkez Bankası, sigorta şirketleri, umumi mağazalar, A.Ş. şeklinde kurulmuş bulunan iktisadi devlet teşekkülleri, kamu iktisadi teşekkülleri, bağlı ortaklıklar, Sermaye Piyasası Kanunu ile yeniden ihdas edilen menkul kıymetler yatırım ortaklıkları ve yardımcı kuruluşlardan aracı kurumlar ve özel finans kuruluşları hisse senedi ihraç edebilirler.

Bu gibi kuruluşlar hukuki yapı ve işleyişleri Türk Ticaret Kanunu'ndan sapma yapsa bile, bu kuruluşların sermayeleri de hisse senedi ile temsil edilmektedir.

4. Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı

17.3.1984 gün ve 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması hakkında kanunla ihdas edilen Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi;

1) Gelir ortaklığı senedi,

2) Kamu hisse senedi şeklinde iki menkul değer ihraç edebilmektedir. Bunlardan ilki hisse senedi niteliği taşımamaktadır. Çünkü bu tür senetler köprü, baraj gibi altyapı tesislerine ortak olmayı değil, sadece gelirlerinden pay almayı sağlar.

V. HİSSE SENETLERİNİN ŞEKİL ŞARTLARI

Hisse senetlerinin şekil unsurları TTK 413'te sayılmıştır. Maddenin birinci fıkrasında hem nama, hem de hamiline yazılı senetlerde bulunması gereken şartlar yer almış, ikinci fıkra ise, nama yazılı senetlere ilave edilecek şekil unsurları belirtilmiştir.

TTK'nun 413. maddesinde gösterilen şekil şartları adı hisse senetleri için kanunen aranan asgari şartlardır. Bunlardan başka hisse senetlerinde ana mukavelenin gerektirdiği özel şartların da yer alması lâzımdır (11).

TTK'nun 413 maddesinde öngördüğü şekil şartları şunlardır:

1. Hamiline Veya Nama Hisseler İçin Müsterek Şekil Şartları

- Şirketin ticaret ünvanı,
- Esas sermayenin miktarı,
- Şirketin tescil tarihi,
- Hisse ve hisse senetlerinin itibari değeri; Birden fazla hissenin bir senede bağlanması halinde, bir senedin ne kadar itibari değerinde kaç hisseyi temsil ettiği yazılmalıdır.
- Senedin Nevi; Hisse senedinin nevinde amaç, senedin tedavül kabiliyeti yönünden cinsi, yani hamiline veya nama olduğu ile aynı yahut nakit sermaye karşılığı bulunduğudur.
- Şirketi temsile yetkili imzalar; hisse senetlerine atılacak imzaların ek ile atılması mümkün olduğu gibi, damga, mühür veya matbu olması da mümkündür (TTK 413/1).

TTK 413 hisse senetlerine şirketi temsile yetkili en az iki kişinin imza koymasını emretmiştir. İmzalar, şirketin ticaret ünvanı kullanılarak atılacaktır (TK.322).

TTK'nun 413. maddesi, (şirket namına imza eliyle selahiyetli olanlardan en az iki) kişinin imzasını aramış olması tefsir ve izaha muhtaç bir konudur.

Hisse senetlerinin imzalanması konusunda şirketin temsili özel bir şekle tabi değildir, bunun için bir sebep de yoktur. Hattâ özel bir vekaletname ile bir vekilin dahi hisse senetlerini imzalamasında kanuni bir sakınca gözülemez. Şahsa bağlı hakların kullanılmasında meselâ boşanmada muteber olan özel vekaletname müessesesinin hisse tanziminde de geçerli olması evleviyet icabıdır (12).

2. Nama Yazılı Senetlere Özel Şekil Şartları

Yukarıda yazılan hem nama, hem de hamiline yazılı senetler için müştereken lüzumlu şekil şartlarından başka, nama yazılı senetlere mahsus özel şekil şartları da aranmıştır (13).

a) Nama yazılı senetlere, pay sahibinin ad ve soyadı ile, ikametgâhının da yazılması lâzımdır. Pay sahibi bir şirket olduğu takdirde özel kişilerin ad ve soyadı yerine, tüzel kişinin ticaret ünvanı yazılır. Pay sahibinin bir dernek olması halinde ise derneğin adı senette yer alır. İkametgâhın senede yazılması tüzel kişiler yönünden de zorunludur.

b) Bu senetle temsil edilen pay ve payların karşılığı sermayeden ne miktarının şirkete ödenmiş olduğudur. Hisse senetlerinin daralarak üçüncü şahısların menfaatını korumak amacıyla aranan bu son şekil şartı yerine getirilmediği takdirde, sene-din hükümsüzlüğü iddia edilebileceği gibi, (Bk.11), senet bedeli tam ödenmiş gibi devirler yapılmış olması hallerinde, üçüncü şahısların şirketten ve devredenden zarar ziyan istemeleri de mümkündür.

c) Nama yazılı hisse sahiplerine, sermaye borcundan başka mevzuun para olmayan tali mükellefiyetler yüklenmişse, bu hususun da hisse senetlerine işaret edilmesi lâzımdır (TK 405/3)

(12) Hayri DOMANIÇ; a.g.e., s.887.

(13) Hayri DOMANIÇ; a.g.e., s.888.

d) Nama yazılı hisse senetleri yukarıda yazılı şekil unsurlarına uygun olarak düzenlendikten sonra, pay sahipleri defterine kaydedilir. (TK 413/1, 2). Hisse senetlerinin pay sahiplerine kaydedilmemiş olması sadece isbat yönünden önemlidir.

TTK. 417., nama yazılı hisse senet devirlerinde pay sahipleri defterine kaydedileceğini ve bu durumun pay senedine şirket idaresince işaret edilerek imza edileceğini beyan etmesine mukabil, TTK 413. hisse senetlerinin ilk tanziminde ve ortaklara verilmesinde senet üzerine böyle bir kaydın yapılacağından bahsetmemektedir. Lâkin, kıyasen TTK. 417. hükmünün hisse senetlerinin uygulanması ve pay sahipleri defterine kaydın hisse senedine işaret edilmesi yerinde olacaktır (14).

Hisse senetlerinin, şekil noksanı ve yetkisiz kimseler tarafından imzalanmış olması gibi nedenlerle hükümsüz sayılması, pay mevkiine zarar vermez, muteber senetler düzenlenmesine yol açar.

VI. HİSSE SENEDİ ÇEŞİTLERİ

Batılı ülkelerde hisse senetlerinin çeşitleri çok fazla olup, bunların sadece adları birkaç düzinelik liste tutmaktadır. Biz burada, Türkiye'deki uygulamadan yola çıkarak birkaç ayırma değineceğiz..

Hisse senetleri "Hukuki" ve "İktisadi" açıdan ikiye ayrılmaktadır;

- Normal (Adi) hisse senetleri, (Common stock),
- Özel kategori (imtiyazlı) hisse senetleri, (Preferred stock).

Devir şekli açısından yapılacak bir ayırimda hisse senetleri;

(14) Hayri DOMANIÇ; a.g.e., s.888-889..

- Nama yazılı hisse senetleri,
- Hamiline yazılı hisse senetleri.

1. Normal (Adi) Hisse Senetleri

Adi hisse senedi ortaklığın esas sermayesinin sahipliğini temsil eden bir finansal varlık türüdür. Kâr payı elde etmede teorik olarak hiç bir sınırlama bu tür hisse senedi için sözkonusu değildir. Buna karşın, ortaklığın tüm finansal sorumlulukları, bu pay senedi üzerinde durmaktadır. Bu nedenle en yüksek verimi sağlama olasılığı ve en yüksek finansal riski taşıma bu tür hisse senedinin karakteristiğini oluşturmaktadır(15).

Adi hisse senedi sahiplerinin bu sahiplikten doğan hakları şu noktalarda toplayabiliriz;

1) Adi pay senedi sahiplerinin bir arada, yani şirket genel kurulu olarak sahip oldukları haklar; Bu grup içinde yer alan hakları şöyle toplayabiliriz; Yönetim hakları, şirket genel kurulu, bilindiği gibi şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Ancak, yönetim hakkı genel kurulun çoğu kez adi çoğunluğu ile sağlandığından, şirket sermayesinin % 51'ini elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Diğer ortakların yapabilecekleri sadece genel kurul tutanağına dileklerini geçirtmek, bazı hallerde genel kurul kararları aleyhine yasal yollara gidebilmek vb.'dir. Ancak, sermayenin geniş tabana yayılması halinde yönetim hakkı çoğu örneklerde ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerin % 10'luk oyla yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir. Ülkemiz işletmeleri için bu şimdilik sözkonusu değildir (15).

2) Adi hisse senedi sahiplerinin teker teker sahip olduğu haklar, Bu grupta yer alabilecek farkları şöylece sıralayabiliriz;

(15) Prof.Dr.Cevat SARIKAMIS; Sermaye Pazarları, İstanbul, 1980, s.121.

- Genel Kurul toplantılarına katılma ve oy verme hakkı,
- Şirket kârından payına düşecek kârı alma hakkı,
- Belli koşullara uyarak şirket kayıtlarını inceleme hakkı,
- Sermaye artırımlarında yeni çıkarılacak pay senetlerinden payları satınalma hakkı,
- Paylarını, bazı koşullar belirlemişse bu koşullara uyarak satabilmek ve bu yolla şirket sahipliğini başkalarına devredebilme hakkı.

Adi hisse senedi kendi içinde bazı kıstaslara göre türlere ayrılabilir;

a) Hamiline ve Nama Yazılı Oluşu

Nama yazılı hisse senedi üzerinde ortağın kimliği yazılıdır ve bu tür bir hisse senedi, üzerinde adı ve soyadı yazılı ortağın cirosu ve hisse senedinin yeni ortağa teslim edilmesi ile el değiştirebilir. Hamiline yazılı hisse senedinin el değiştirmesi için hisse senedinin bu amaçla teslimi yeterlidir.

b) Nominal Değerli ve Nominal Değersiz Oluşu

TTK nominal değersiz hisse senedi çıkarılmasına olanak vermemektedir. Ancak diğer kapitalist ülkelerde nominal değersiz hisse senedi çıkarılması yaygın bir uygulamadır.

c) Sınıflandırılmış Olup Olmaması

Bir anonim ortaklık, fon gereksinimlerini gidermek amacı ile değişik zamanlarda adi pay senedi çıkarabilir. Çıkarılan adi pay senedi gruplarına bazı ayrıcalıklar ve üstünlükler verebilmek veya kısıtlamalar koyabilmek için A sınıfı, B sınıfı

ve bunun gibi bazı gruplara ayrılabilir. Bu sınıflardan örneğin A sınıfına kâr payları dağıtımında veya katılmada ayrıcalıklar ve üstünlükler tanınabilir veya A sınıfı hisse senetleri çıkarımından sonra çıkarılan B grubu pay senetlerine, konunun elverdiği ölçüde kısıtlamalar getirilebilir.

2. Özel Kategori (İmtiyazlı) Hisse Senetleri

Bu tür hisse senetleri özel kategori, imtiyazlı, öncelikle, ayrıcalıklı gibi çeşitli isimlerle anılmaktadır (*).

İmtiyazlı hisse senedi bir yönü ile adi hisse senedine benzeyen ve bu nedenle borçlanmayı temsil eden tahvil ve ortaklığı temsil eden hisse senedi arasında yer alan bir finansal varlık türüdür. Tahvile benzeyen yönü sabit ve önceden belirlenmiş gelir dışında ortaklık kârından bir talepte bulunamaması, hisse senedine benzeyen yönü ise, firmanın tasfiyesi halinde tüm alacaklıların alacakları ödenmeden, öncelikli pay senedi sahiplerine bir ödeme yapılamamasıdır. Ancak, gerek kâr payı dağıtımında, gerek ortaklığın tasfiyesinde alacaklılara yapılan ödemeden arta kalan fonlar üzerinde imtiyazlı hisse senedinin adi hisse senedine göre önceliği bulunmaktadır. Nitekim öncelikli pay sahiplerine kâr payı ödemesi yapılmadan adi hisse senetlerine kâr payı ödemesi yapması ve tasfiye halinde öncelikli pay senetleri için ödeme yapılmadan adi hisse senedi sahipleri tasfiye fonları üzerinde hiç bir hak talebinde bulunamazlar.

İmtiyazlı hisse senedi borçlanma fonlarından daha çok risk taşır ve bu nedenle kâr payı oranı faiz oranından her zaman daha yüksektir. Ancak taşıdığı risk adi hisse senedinin katlandığı riskten daha azdır ve bu senetlerin beklediği kâr payı oranı da, buna bağlı olarak adi hisse senetlerinin

(+) Nitekim, TTK 401. maddesi ana sözleşme ile bazı tür hisse senetlerine kâr payı tasfiye sonucunun dağıtımı ve sair konularda imtiyaz hakları tanınabileceğini hükme bağlamıştır.

kâr payı oranından daha düşüktür. Kâr payı garantili hisse senetlerinin pazar değerleri, çoğu kez faiz oranına bağlı olarak artış ya da azalış gösterecektir. Bir başka deyişle bu tür hisse senetlerinin, adi hisse senedi satışının o dönem için bazı sakıncalar taşıması nedeni ile, başvuran şirket, faiz oranı aleyhine değiştiğinde bu hisse senetleri geri çağırma isteyecektir. Bu nedenle, kâr payında ayrıcalıklı hisse senetleri, genellikle bir geri çağırma şartını da beraberinde taşıyan senetlerdir. Geri çağırma koşulu, Türk uygulaması açısından olanaksız olmamakla beraber, büyük güçlükler gösterir. Bilindiği gibi TT Hukuku uygulamasında pay senetlerinin geri çekilebilmesi sermayenin azaltılması hükümleri içinde yürütülür. Bu ise, belli şekillere bağlanmış bir uygulamadır ve özelliği belli bir grup payın ortadan kaldırılması açısından çözüm örnekleri pek vermemektedir. Böyle olunca Türk uygulamasında batıdakine benzer türde ayrıcalıklı hisse senedi çıkarılabilmesi önemli ölçüde sınırlandırılmış olmaktadır (16).

İmtiyazlı pay senetleri ortaklığın yönetimine genellikle katılmazlar. ABD'de yönetime katılmama 1930'dan önceki yıllarda daha yaygınken, son yıllarda yönetime katılma yaygınlaşmaktadır. Bu konuda teorik düşünce, kâr paylarını düzenli aldıkları sürece imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin yönetime katılmaması; kâr payı dağıtımının aksatılması ve bu aksamaların birbirini izlemesi halinde yönetime katılma haklarının doğması yönündedir. Diğer taraftan imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin belli bir kâr payını garantiledikleri için bunların yönetime katılmak istemeleri anlamsızdır. Alacağı kâr payını garantileyen kişi, işin daha fazla kâr getirmesini düşünmeyecektir. Şu hale göre, şirketin yönetimi bu kimselere bırakılamaz (17).

(16) Prof.Dr. Atilla GÖNENLİ; *İşletme Finansal Yönetimi*, İstanbul, 1983, s.323-324.

(17) Prof.Dr. Atilla GÖNENLİ; a.g.e., s.325.

İmtiyazlı hisse senetleri kendi, çeşitli kıstaslara göre türlere ayrılabilir;

a) Kâr Payı Birikmeli ve Birikmesiz

Kâr payı birikmeli imtiyazlı hisse senedi türünde ortaklığın bir döneme ait kâr payı ödemelerini yapmaması halinde, bu kâr payı ondan sonraki dönemde yapacağı ödeme ile birlikte ödemek üzere birikir. Kâr payının birikmesiz olması durumunda ise, yönetimin ödeme yapmama kararı alması o dönem için kâr payı hakkını düşürür.

b) Oy Hakkı Olan ve Olmayan

Oy hakkı olan imtiyazlı hisse senedi sahipleri ortaklığın yönetim kurulu üyesi seçimine katılırlar ve kendilerine ayrılmış üyelik veya üyelikler için seçim yaparlar. Oy hakkı olmayan hisse senedi sahiplerinin yönetime katılması söz konusu olamaz.

c) Değiştirilebilir Olan ve Olmayan

Değiştirilebilir imtiyazlı hisse senetleri, çıkarma sırasında saptanmış bir oran üzerinden adi hisse senedi ile değiştirilebilir.

Değiştirilebilir olma özelliği taşıyan imtiyazlı hisse senedi çıkarmaları toplam çıkarmalar içinde az yer tutmaktadır. Değiştirilebilir olma adi hisse senedi pazarının sağlam olduğu sektörler ve ortaklıklar için imtiyazlı hisse senedi sahiplerine önemli avantajlar sağlayabilir.

d) Geri Çağırılabilir veya Geri Ödeme Tarihli Olan ve Olmayan

İmtiyazlı hisse senedi genellikle geri ödemesi söz konusu olmayan bir finansal varlık türüdür. Ancak, çıkarma

sırasında belirlenen bir fiyatla öncelikli pay senedini geri çağırma veya çıkarma sırasında belirlenen ilerideki tarihlerde imtiyazlı hisse senedini geri ödeme koşulu konu olabilir.

Geri çağırma koşulu ile çıkarılan imtiyazlı hisse senetleri, ortaklık yönetiminin kararı ile ve önceden belirlenmiş bir prim ödenerek geri çağırılabilir.

Gerek geri çağırmalı, gerek geri ödemeli öncelikli hisse senetleri ortaklık yönetimine, ortaklığın finansal kaynaklarını yönetirken, daha esnek olabilme olanağı vermektedir (18).

e) Kâra Katılmalı Olan ve Olmayan

İmtiyazlı hisse senedi genellikle sabit oranlı kâr paylı olarak çıkarılır. Ancak bazı durumlarda özellikle imtiyazlı pay senedi çıkarmalarını sermaye pazarında çekici kılabilmek için "Katılmalı imtiyazlı hisse senedi" bir finansman aracı olarak kullanılabilir. Bu tür finansal varlık elinde bulundurana sabit kâr payı alma hakkı yanında, her hakka ek olarak, adi hisse senedi sahipleri ile birlikte, ortaklığın geri kalan kârından yararlanma hakkını da verir.

3. Hamile Yazılı Hisse Senetleri

Hamile yazılı hisse senedi üretici veya şeklinde hamili kim ise, o kimsenin pay (hak) sahibi sayılacağı anlaşılan hisse senedir. Hamile yazılı hisse senetleri (HYHS) üstün tedavül yetenekli nedeni ile pay sahipliğinin kazanılması ve yitirilmesini en yüksek düzeyde kolaylaştırırlar. Çünkü, sadece teslimi ile devredilebilirler. Devrin ne Anonim Ortaklığa, (A.O.), ne de bir yere kayıt edilmesine gerek

(18) Prof.Dr.Cevat SARIKAMIŞ; a.g.e., s.128.

vardır. Onun için, HYHS'lerin kimde bulunduğu çoğu kez bilinmez, bunlardan gerçek anlamda "Anonimlik" sağlanır (19).

Pay sahipliğinin devri gibi A.O.'ya karşı ileri sürülebilmesi de ancak HYHS'nin ibrazı ile mümkündür. Senet veya varlığını konıtlayan giriş kartları ibraz edilmeden genel kurula katılamaz. (T.K.360) oy kullanılamaz, kâr ve tasfiye payı, hazırlık dönemi faizi istenilemez. Bedelinin tamamı ödmeden hamile yazılı hisse senedi çıkarılmayacağı için, bu senetlerin sahiplerinin A.O.'ya karşı hiç borçları kalmamıştır. Öyleyse HYHS'nin sahibinin sadece A.O.'ya karşı hakları vardır.

HYHS'nin çıkarılabilmeleri için pay bedellerinin tamamen ödenmiş olması zorunludur. Bu şartın sebebi teslim ile devir edilmeleri olgusunda yatar. Devirde, A.O. ile ilişki kurulmadığı; ortaklık senetlerinin kimde olduğunu bilmediği, bilmesine imkân bulunmadığı için katılma payından geriye bir borç kalmamalıdır. Aksi halde borcun ödettirilmesi olanağı yoktur. Görüldüğü gibi kural sermayesi sağlaması ve kazınması ilkesinin gereğidir. Bu hükümle, alacaklılara ve pay sahiplerine ortaklık sermayesinin tamamen ödenmesi garanti edilmek istenmiştir.

Paylar başabaş değerden fazla bir değer (Aqio) ile çıkarılmışlarsa, HYHS'lere bağlanabilmeleri için itibari değerinin ödenmiş olması yeterlidir.

HYHS'lerin rehin amacı ile, rehin alacaklısına teslim edilmesi sonucunda rehin kurulur.

HYHS'üzerinde intifa hakkının işlemle kurulabilmesi için borçlanma ve tasarruf işlemine gerek vardır. Oy hakkı aksi kararlaştırılmamışsa intifa hakkı sahibine aittir. İntifa hakkı sahibi oy hakkaniyete uygun bir şekilde kullanmalı, malikin menfaatlerini de gözetmelidir (20).

(19) POROY, TEKİNALP, ÇAMOĞLU; Ort.ve Koop.Hukuku, İstanbul, 1984, s.502.

(20) POROY, TEKİNALP, ÇAMOĞLU; a.g.e., s.505.

4. Nama Yazılı Hisse Senetleri

Nama yazılı hisse senetleri (NYHS), belli bir kişi adına yazılı olan ve A.O.'daki payı bildirici biçimde içeren kanunen emre yazılı kıymetli evraktır.

NYHS, kanunen emre yazılı bir senettir. Çünkü, senedin devri ciro ve zilyedliğin geçirilmesi ile yapılmaktadır.

Senedin ilk taahhüt sahibinin yani, ilk pay sahibinin adını içermesi, senedin gelecekteki sahipleri ilan edecektir. Şöyle ki; bu senedin devir alınması, A.O.'ya karşı pay sahipliğinin kazanılması demek değildir, ayrıca pay defterine kayda gerek vardır. Hele esas sözleşmede "Bağlam" bulunması halinde pay sahipliği hiç kazanılamayabilir; devir alan A.O.'nın reddi ile karşılaşılabılır (21). Senedi devir alanların, bu ve bunun gibi hususları düşünmelerini sağlamak amacı ile senedin ilk sahibinin adını içermesi zorunludur ve bu sebeple senet nama yapılmıştır. Diğer taraftan senedin, kolay ve güven içinde tedavülü gereklidir.

Genellikle A.O.'nın niteliğinden doğmaktadır. Kolay ve güvenli tedavül için, iyi niyetli müktesibin korunması şarttır. Başka bir deyişle, yetkisiz olanın yaptığı devir bizzat devir işlemi ile tamir edilmeli, sağlığa kavuşmalıdır. Gerçek anlamda nama yazılı bir senet ile bu güvenlik temin edilemez. Ama senedin ciro ile devri sağlanır, ona kanunen emre yazılı senet niteliği verilirse amaca ulaşılabilir. Görüldüğü gibi ciro yetkisizliğinden doğan devir sakatlığını tamir etmekte, iyi niyetli müktesibi korumaktadır. İşte açıklaması yapılan bu sebeplerle "Nama" olan kanunen emre yazılı bir senet yaratılmıştır (22).

(21) CAMOĞLU; TEKİNALP, PÖROV; a.g.e., s.508.

(22) PÖROV, TEKİNALP, CAMOĞLU; Ort. ve Koop.Hukuku, İstanbul, s.510.

NYHS'lerin HYHS'lerde, önemli farkları, bedelleri tamamen ödemedenden de çıkarılabilirdir. Geçerlilik için tek şart ortaklığın tüzel kişilik kazanmış olmasıdır. A.O.'larda kural, payın veya pay senedinin devredilebilirliğidir. Devirde tam serbesti bazı sakıncalar doğurabilir. Devir olgusu pay sahiplerini ve A.O.'yu beklenmedik ve istenmeyen durumlarla karşı karşıya bırakabilir. Mesela; bir özgür A.O. özgür karar alma ve hareket etme olanağını yitirip bir holdingin veya bir grubun hakimiyeti altına girebilir, yabancı uyruklu kişilerin eline geçebilir. İşte esas sözleşmede yer alan ve NYHS'nin devrini kısıtlayan veya tamamen yasaklayan bu hükümler "Bağlam" meydana getirirler ve bu tür senetlere de bağlı - NYHS denilir. Bağlam çıplak paylar için konulabilir. HYHS'ler için geçersizdir.

VII. HİSSE SENETLERİNİN DEVRİ

Anonim ve hisseli komandit şirketlerde hisse ve hisse senetleri genel olarak devredilebilir. Bu şirketlerde hisselerin devredilebilmesi için Kollektif ve Adi Komandit şirketlerde olduğu gibi, ana mukavele değişikliğine zaruret yoktur.

Ayrıca miras, cebri icra ve karı koca mal rejimlerinde değişiklik hallerinde de hisseler, devir konusunda tasarrufların irade beyanına lüzum kalmaksızın, kanunen sahip değiştirir.

- Devredilebilirlik;

Payın devri ile kural olarak, pay sahipliğinde devir alana geçer. Başka bir deyişle; payın devri ile o paya bağlı olan bütün haklar bir bütün halinde devir alana intikal eder. Yalnız Nama Yazılı Hisse Senetlerinde durum biraz değişiktir. Anonim Ortaklığa karşı pay sahipliği, devrin pay defterine

kaydın reddedilmesi ise, paya bağılı haklarda bölünmele yol açar ve devir alan sadece mal varlığı haklarından doğan alacak haklarını kazanabilir. Bu duruma sıkça bağılı NYHS'ler rastlanır (23).

Payın devri bazen Anonim Ortaklığı'nın (Anonim Ortaklık) yönetim ve hakimiyetini devir alana bırakmak sonucunu da doğurabilir. Anonim Ortaklık'da mevcut payların çoğunluğunun devrinde olduğu gibi bu son halde payın devri Anonim Ortaklığı'nın işletmesinin devri ile özdeştir.

- Devir Türleri,

Tam devir; hisse senedinin hem zilyedliğinin, hem de mülkiyetinin geçirilmesi halinde söz konusudur.

- Meşru Hamil Görüntüsü Sağlayan Devir;

Bir nama yazılı hisse senedinin veya nama yazılı hisse senedi şeklinin, dış ilişkide görünmek veya kendisini temsilcisi olduğu açıkça belli olan kişi ile temsil ettirmeyi isteyebilir. Gerçekte hisse senetlerinin mülkiyet durumlarında değişiklik yoktur; maddi ve hukuki açıdan, tabi olarak oy hakkı gerçek ~~sahibe~~ aittir, temsilci sadece zilyedir.

- İnançlı Devir;

İnançlı devirde hisse senetlerinin mülkiyeti, bir süre sonra malike dönmek üzere inanılana devir edilmektedir. İnanılan kişi "Malik" olur. Ancak, malik belli bir süre sonra veya belli şartlar gerçekleşince, inanan kişiye hisse senetlerini iade etmek borcu altındadır.

1. Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri

Nama yazılı hisse senetine (NYHS) bağlanan bir hissenin devri evvela senet üzerinde işlem yapılmak ve senet

teslim edilmek suretiyle yapılır. NYHS'nin devri ciro edilmiş senedin devralana teslimi ile olur; bu devrin şirketi de bağlaması için durumun ayrıca şirkete bildirilmesi ve şirketçe bazı işlemlerin yapılması lâzımdır. Yani devir konusu hisselerin devredenin adından çıkarılıp devralanın adına yazılması ve devrin pay defterine kaydedildiğinin senetler üzerine işaret edilmesi gereklidir.

Nama yazılı hisse senetlerinin devrinde tahsil işlem senedinin ciro edilmesi yani, devir maksadı ile pay sahibi tarafından imzalanması ise de, bazı şartlardan senet üzerine yazılıp imzalanacak bir temlik beyanı veya senet dışında bir belge üzerine yazılacak bir devir beyanı ve teslimde hisselerin devrini temin eder.

Hisse senetlerinin devrinde, senetlerin fiilen devrinde, senetlerin fiilen devralana teslimi sadece bu senetlerin devreden elinde bulunması ve devreden devralana karşı, bu senetler üzerinde başka bir özel hakkı olmaması, dolayısıyla vedia, rehin, ariyet, hapis hakkı, vekalet ve şirket akdi gibi mülkiyet hakkından başka şahsi veya aynı hakka müsteviden senetlerin üçüncü şahısların elinde bulunmaması şartlarına bağlıdır (24).

Devrin taraflar arasında muteber sayılması için gerekli şekil şartları noksan olduğu takdirde, pay defterine ve senetlerin kaydedilmiş olmasına rağmen, devir hem taraflar arasında, hem de şirket ve üçüncü şahıslar yönünden geçersizdir.

Buna mukabil devrin taraflar arasında muteber sayılması için gerekli şekil şartları yerine getirilmiş, fakat devrin şirkete karşı hüküm ifade etmesi için gerekli kayıtlar yapılmamışsa, devir taraflar ve belki de üçüncü şahıslar yönünden geçerli olmasına rağmen, şirkete karşı hükümsüzdür.

(24) H.DOMANIK; a.g.e., s.892.

2. Hamiline Yazılı Hisse Senetlerinin Devri

NYHS'deki gibi, Hamiline Yazılı Senetlere bağlı payların da devri, istisnalar dışında ancak senetle muamele yapmak suretiyle mümkündür. (TK.557-559).

şekil ihbarı ile, hamiline yazılı senetlerin devri, senedin devralana teslim (TK 415, 559) sureti ile olur.

Hamiline yazılı hisse senetlerinin devri, ana mukaveleye konacak bir hükümle men de edilemez. Her ne kadar, şirket statüsüne konacak bir devir yasağının hisse senedi üzerinde yazılabileceği ve bu yoldan ana mukavele ile hamiline yazılı hisselerin devrinin sınırlamasının mümkün olduğu düşünölebilirse de hamiline yazılı bir senedin devrinin yasaklanması (hamiline) kaydına ve bu vasfın tarifine aykırı düşer ve böyle bir kayıt hükümsüzdür.

Pay sahipliği haklarını kullanmak için anonim ortaklığa karşı hamile yazılı hisse senedinin mülkiyetinin geçerli bir tarzda kazanıldığının isbatı gerekli değildir, sadece senedi elinde bulundurmasının isbatı yeterlidir.

3. İlmühaberlere Bağlı Hisselerin Devri .

Nama yazılı hisse senetlerinin yerini tutmak üzere çıkarılan ilana yazılı ilmühaberler, nama yazılı hisse senetlerinin devrindeki gibi devredilir. Başka bir ifade ile, senedin teslimi gerekli ve yeterlidir.

Hamiline yazılı hisse senetlerinin yerini tutmak üzere çıkarılan nama yazılı ilmühaberler de kıymetli evrak vafında bulunduğundan ve böylece hak senede bağlı ve senetsiz devir ve talep de mümkün olmadığından bu nevi ilmühaberlerin devrinde temlik beyanına ilaveten senedin devri de şarttır.

Hamiline yazılı hisse senetlerinin yerini tutmak üzere çıkarılan hamiline yazılı ilmuhaberlerin devri TTK. 41'de düzenlenmesi, genel hükümlere bırakılmıştır. Bu nedenle bu çeşit ilmuhaberlerin sadece senedin teslimi yolu ile devredilmesi lâzımdır (25).

4. Senede Bağlanmamış Hisselerin Devri

Anonim ve hisseli komandit şirketlerde hisseleri temsilen hisse senedi veya bunların yerine ilmuhaberler çıkarılabilirse de zaruri değildir. Senede bağlanmamış hisselerin devri alacağın temlikinde olduğu gibi, yazılı bir devir anlaşması yapılması yolu ile olur.

Senede bağlanmamış hisselerin devri, hisse sahibi ile devir alan arasında yapılacak yazılı bir devir anlaşması ile mümkün olduğundan, hisse sahibinin hile veya hata ile, aynı hisse veya hisseleri birden fazla şahsa devretmesi mümkün ve muteberdir. Bu gibi ihtilaflarda hangi devrin muteber ve devralanın hak sahibi olduğunu tayin için hisse devir muamelelerindeki tarihlere ve devirlerin şirkete bildiriliş sırasına bakmak lâzımdır.

Hisse ve hisse senetlerinin, pay sahibinin iradesi dışında el değiştirmesi, başka kimselere intikal etmesi mümkündür. Miras, cebri icra, mahkeme kararı, sermaye bedeli ödemeyen hisselerin şirket tarafından satılması gayri iradi olarak hisse devrinin belli başlı sebeplerindendir (26).

Anonim ve hisseli komandit şirketlerde hisse ve hisse senetleri kaidetden devir edilebilir. Genel olarak hisselerin devri yasak olmadığı gibi, şirketin ve ortakların muvafakatine

(25) H.DOMANIÇ ; a.g.e., s.892.

(26) H.DOMANIÇ ; a.g.e., s.894.

da tabi değildir. Ancak, istisnaen bazen kamu yararı icabı, bazen sadece şirketin ve ortakların korunması amacıyla, kanun ya da ana mukavele ile hisse devirleri geçici yahut sürekli olarak men edilmiş veya sınırlamalara tabi tutulmuştur. Şöyle ki;

- Şirketin ticaret siciline tescilinden önce hisselerin devri şirkete karşı hükümsüzdür,
- Şirket rehnedilen hisselerin devrinde yasaklanmıştır.
- Hisse ve hisse senetlerinin şirkete devredilmesi de yasaklanmıştır.
- Ayın karşılığı olan hisse senetlerinin devri, iki sene süre ile yasaklanmıştır.

5. Hisse Senetlerinin Rehni

Hisse ve hisse senetlerinin rehni mümkündür. Bundan başka menkul rehninden olduğu gibi, rehin verenin muvafakati olmak şartı ile hisseleri rehin alan kimsenin de kendi nezdindeki hisseleri yeniden başkalarına rehnetmesi de mümkündür.

İlmuhaber veya hisse senedine bağlanmamış hisselerin rehni yazılı bir işlemle yapılmadıkça muteber değildir. Senede bağlanmamış hisselerin rehniinde bir sıhhat şartı olmamakla beraber, rehni şirketin ihbarında önemli faydalar olabilir.

Kıymetli evrak niteliğinde senetlere bağlanmış hisselerin rehni ise, mutlaka senet veya fer'i zilyedliği teslim edilmek suretiyle yapılmalıdır. Aksi halde rehin muteber değildir.

6. Hisse ve Hisse Senetlerinin Sona Ermesi

Hisse senetli payları temsilen çıkarılan kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir. Başka bir deyişle, hisse

senetlerinin çıkarılabilmesi için hisselerin mevcut olması lâzımdır. Bu sebeple hisseyi ortadan kaldıran her işlem zaruri olarak hisse senetlerini de sona erdirir. Buna mukabil payları temsilen hisse senedi çıkarılması şirketin kurulmuş sayılması veya paylarda tasarruf için şart olmadığından hisse senetlerini ortadan kaldıran her işlem hisseleri de ortadan kaldırmaz.

Hisselerin ortadan kalkması, şirketin kurulmamış olmasına mahkemece karar verilmesi, şirketin sona ermesi ve tasfiyesi, hisse miktarının azaltılması yolu ile sermayenin düşülmesi ve anonim veya hisseli komandit şirketin nevi değiştirmesi hallerinde söz konusu olabilir. Hisselerin bu yollardan herhangi biri ile ortadan kalkması halinde hisse senetlerinin de mevzuu kalmaz ve bunların da hükmü sona erer.

VIII. HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI VE SATIŞI

1. Halka Arz

Halka arz, menkul kıymetlerin satın alımları için sözlü veya yazılı bir şekilde her türlü yönden halka çağrıda bulunmayı ifade eder (S.P. md.31).

Halka çağrıda bulunma aracı basın, radyo, televizyon olabilir veya duvarlara ilan yapıştırılabilir. Evlere broşür yazılabilir veya bunlar genel yerlerde dağıtılabilir veya banka ve benzeri yerlerin gişelerinden verilebilir veya buralarda banka üstüne konulabilir. Bu yollardan herhangi birinin yapılması halinde halka arz vardır. "Halka Çağrı" çok sayıda belirsiz kişilere çağrıdır (27).

Ortak sayısının yüzden fazla olduğu herhangi bir şekilde tesbit olunan ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş

[27] Prof.Dr.Ünal TEKİNALP; Sermaye Piyasası Hukuku, İstanbul, 1982, s.26.

sayılır. (Ser.P.K.md.11). Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yolu ile satılamaz. (Ser.P.K.md.4).

Halka açık bir anonim ortaklığın esas sermayesini arttırması halinde, pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanmaları için T.K.m.393 uyarınca ilan yapması halka arz değildir, bu sebeple halka arza ilişkin hükümler uygulanamaz.

Menkul kıymetlerin halka arzına izin verirken, kurulan esas alınan ilkeler bunları çıkaran ortaklık yönünden gereklilik, yeterlilik ve kaynaklar arasında denge, halk yönünden ise verimlilik ve güvendir (28).

- Gereklilik ve yeterlilik; ortaklığın faaliyetini sağlıklı yürütmek ve geliştirmek için fon gereksiniminin sağlam verilere ve geçerli tahminlere dayanarak, ortaklık tarafından ispatlanması lüzumunu ifade etmektedir.

- Kaynaklar arası denge; ekonomik koşullara işletmenin özelliklerine, ortaklığın varlıklarının (Aktif) yapısına ve işletmecilik standartlarına göre, bir yandan öz ve yabancı kaynaklar, öte yandan uzun ve kısa süreli kaynaklar arasındaki rasyonel ilişkiyi gösterir.

- Verimlilik; ekonomik kurumlara ve ortaklığın özvarlığına ve kârlılık durumuna göre yeterli gelişmeyi sağlamasını ifade eder.

- Güven; Temüttü veya faizin istikrarlı olmasını, zamanında ödenmesini, menkul kıymetin değer kaybından korunmasını, vadesinde veya gerektiğinde paraya çevrilebilmesini ifade eder.

1.1. Halka Arz izni

Halka arzin var olduğu herhalde SPK'da izin alınması şarttır. Arzin ihraç sırasında veya bizzat anonim ortaklık yahut bir yabancı kuruluşa veya banka ya da pay sahipleri tarafından gerçekleştirilmesi önemli değildir. SPK menkul kıymetlerin halka arzını kurallara bağlamak amacına yönelmiştir; arzi yapan kişi veya arzin yapıldığı piyasa yahut arzin yapılma tarihi kanunun bu hükümleri açısından etkili olamaz. Halka arz izni alınan menkul kıymetin, daha sonra tedavülleri serbesttir.

1.1.1. İzin İçin Başvuru

Kurulca istenebilecek belgelerle birlikte izin için Kurul'a başvurulur. Yürürlükte bulunan esas sözleşme metni, sermaye artırım gereçesi, izahname ve sirküler tesbiti, geçmiş beş yıla ait ve müstakbel ortakları aydınlatıcı mali bilgiler, hisse senetlerinin tamamen satılış bedellerinin ödeneceğini taahhüt eden anlaşma taslağı ve bu taahhüdün geciktirebileceğı teminat ve rüçhan haklarının kullanılması konusunda bilgiler de aranacak sair belgeler arasında bulunmaktadır.

1.1.2. Kurulca Yapılan İnceleme

SPK izin başvurusunu, belgeler üzerinde inceler. İncelemede gereğ e uygun bir yargıya varılmasını sağlayacak bilgiler tanım ve değeri şekilde açıklanıp açıklanmadığı araştırılır. SPK incelemesini halkı göz önünde tutarak yapmak, bilgilerin bu açıdan açık gerçeğ e uygun, samimi ve doğru olup olmadığını araştırmak zorundadır.

1.1.3. İncelemenin Sonucu

Başvurular en çok otuz gün içinde sonuçlandırılır. İnceleme sonunda, açıklamaların yeterli ve doğru olduğu sonucuna varıldığı takdirde izahname sirkülerin nihai şekli anoylanır ve halka arza izin verilir. Açıklamaların yeterli ve gerçeğe uygun bulunmadığı veya halka arzın kamu yararına aykırı düşeceği ya da halkın istismarına yol açacağı kanısına ulaşıldığı takdirde, gerekçe gösterilmek suretiyle başvuru reddedilir. Hisse senetlerinin halka arzedilmelerinin sözkonusu olduğu hallerde SPK'nun iznini bir taahhülle bağlaması zorunludur. Bu taahhüt, süre sonunda satılmayan senetlerin taahhüdü verenler tarafından satın alınıp bedellerinin nakden ödenmesi güvencesini içerir.

1.2. İzahnamenin Tescil ve İlanı

Halka arz iznini alan başvuru, SPK'na sunduğu ve Kurulca izne dayanarak yapılan izahnameyi Ticaret Siciline tescil ettirir. (S.P.K. md.6). Anonim Ortaklıklar esas sözleşmelerinin hemen hemen hepsi ilan maddesinde mahalli gazeteler ile ilanı da öngördüğünden, izahnamenin ayrıca ilan maddesi uyarınca yapılması da gerekli olacaktır.

1.3. Halka Çağrı (Sirküler)

Halkın menkul kıymetleri almaya davet edilmesi sirküler ile yapılır. Sirkülerde izahname ve esas sözleşmenin SPK tarafından gerekli görülen maddelerinin bulunması şarttır. Sirküler öngörülen bilgi ve belgeleri içeren basılı bir metindir. Ayrı olarak basılıp, bankalarda, aracı kurulu; bürolarında ortaklığın merkez, şube ve bürolarında ve diğer yerlerde halka sunulabileceği gibi, bir gazetede de yayımlanabilir. Önemli olan basılı olmasıdır.

2. Satış

2.1. Satış Süresi

Menkul kıymetlerin halka arz yolu ile satışı, arz izninde gösterilen satış süresi içinde yapılır (S.P.K. md.7). Bu süre 3 ayı geçemez. Süre kurucular, pay sahipleri ya da bir veya birkaç kurucu tarafından ortaklığa karşı verilecek taahhüt açısından önemlidir. Çünkü, sürenin sonunda taahhüt hükmünün yerine getirilmesi zorunluluğu ortaya çıkar.

2.2. Bedele ilişkin Şartlar

Halka arz yolu ile satılan hisse senetlerinin ve geçici ilmi haberlerin tam ve nakden ödenmesi şarttır (S.P.K. md.7). Rüçhan hakkı kullanımı söz konusu olduğu takdirde, halka arz işlemine geçmeden önce S.P.K.'nun belirleyeceği bir süre içinde TTK hükümleri uyarınca rüçhan haklarının kullanılması gerekir. Kararın uygulanmasında "Halka arz yolu ile satılma" hukuki olgusu önemlidir, yoksa ortaklığın türü etkili olamaz. Ancak, aracı kurum ve bankaların taahhütleri sebebiyle sahip oldukları hisse senetleri veya ilmi haberleri halka satışlarında "tam ve nakden ödenme" şartı aranmaz.

2.3. Kayıtlı Sermaye Sisteminde

Bedele ilişkin Şartlar

Sermaye Piyasası Kanununa göre "Kayıtlı Sermaye" aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır;

"Anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, Yönetim Kurulu Kararı ile Türk Ticaret Kanunu'nun sermayesinin arttırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren Ticaret siciline tescil edilmiş sermayelerdir".

Kayıtlı sermaye sisteminde kanun açık bir şekilde belirttiğinden, hisse senetlerinin önceden bastırılarak peşin olarak satılması ve satış anında da hisse senedinin alıcıya verilmesi imkân dahilinde bulunmaktadır.

2.4. Küçük Tasarruf Sahipleri İçin Kolaylıklar ve Koruyucu Tedbirler

Kurul, menkul kıymetlerin halka satışında küçük tasarruf sahiplerinin bunları almalarını kolaylaştırıcı, hak ve yararlarını koruyucu tedbirlerin gerçekleştirilmesini ortaklıktan ve satış yapanlardan isteyebilir.

Hisse senedi ve geçici ilmuhaberlerin itibari değerlerinin ve küpürlerinin büyük olmaması, taksitle satışın gerçekleştirilmesi, iyi hisse senetlerinin belli kişilerce alınmayıp halka satılmalarının sağlanması, Agio'nun varlığında bunun miktarının gerçeğe uygun bir tarzda saptanması, ikincil piyasa arzlarında, fiyatı yükseltici manipülasyonlara engel olunması ve şartlar haklı gösteriyorsa, meselâ ortaklığın durumu kötüleşmişse, arzın yeni izne bağlanması, anılan tedbirlerin başında gelir (29).

3. Satış Sonrası İşlemler

3.1. Sonuçlar Hakkında Bilgi Verme

Menkul kıymetlerin halka arz yolu ile satışını yapan ortaklık veya aracı kurum veya bankalar satış sürecinin bitiminden itibaren altı iş günü içinde satışın sonucu hakkında bilgi vermekle yükümlüdür. Yazılı olarak yapılan bu bildirimde aşağıdaki bilgilerin bulunması gerekir;

(29) Prof.Dr.Ünal TEKİNALP; SPK'nun Esasları, İstanbul, 1984, s.33.

- Satışa arz edilen hisse senedi tutarı,
- Varsa kullanılan rüçhan hakları,
- Rüçhan hakkı dışında gerçek ve tüzel kişilere yapılan satışların tutarı,
- Ve satılmayıp taahhüt edenler üzerinde kalan hisse senedi tutarı ve bedelinin ödendiğine dair belge.

3.2. Borsaya Başvuru

Hisse senetleri halka arzolunan anonim ortaklıklar, çıkardıkları hisse senetlerini kote ettirmek istemiyle satış süresinin sonundan itibaren 30 gün içinde Menkul Kıymetler ve Kambyo Borsaları'ndan birine başvurmakla yükümlüdürler (S.P.K. md.8).

IX. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

Hisse senedi değerlendirme işlemi, hisse senedinin gelecekte sağlayacağı kazançların belirli bir iskonto oranı ile iskonto edilerek toplanmaları işlemidir. Hisse senetlerinin uzun süreli yatırım amacıyla değerlendirilmesi, diğer menkul değer türlerinin değerlendirilmesine kıyasla farklı ve çözümü çok zor analitik sorunlar taşır (30).

Sabit gelir sağlayan tahvil ve öncelikli hisse senetlerinde yatırımcılar söz konusu menkul değerlerine ilişkin sözleşmelerden çıkarılma koşullarından gelecek dönemlerde elde edecekleri gelirleri, yatırım yaptıkları an kesin olarak bilmek olanağına sahiptirler. Çıkartıma anonim ortaklığın gelecekteki başarısı bu tür menkul değerlere yatırım yapan

(30) Dr.Öztin AKGÜÇ; Finansal Yönetim, İstanbul, 1982, s.695.

birikim sahiplerinin elde edecekleri gelirleri ya hiç etkilemez veya sınırlı ölçüler içinde etkileyebilir. Buna karşılık hisse senedine yatırım yapılması halinde, ortaklık ilişkisi kuran pay senedi sahibinin ortaklığın bakiye kârı üzerinde pay oranında çıkarı olduğundan, hisse senedine yapılacak yatırımın çekiciliği esas itibariyle ilgili ortaklığın gelecekteki başarı düzeyine bağlıdır. Pay senedi çıkaran ortaklığın gelir sağlama potansiyeli, pay senedinin değerini belirleyen başlıca etmen olarak kabul edilmekte ve değerlendirme sürecinin sağlanarak kazanan gerçekleşme olasılığını şu veya bu şekilde hesaba katması gerekmektedir. Diğer bir deyişle, pay senedi değerlemesinde, pay senedinin sağlayacağı kazanç ile taşıdığı risk esas değişkenler olarak alınmakta, pay senedinin değerinin, bu değişkenlerden büyük ölçüde etkileneceği kabul edilmektedir.

Pay senedi değerlendirilmesinde çeşitli modeller, yaklaşımlar vardır. Bu modeller, yaklaşımlar;

- 1) Nicel (Kantitatif),
- 2) Nitel (Kalitatif)

olarak ayırma tabi tutulabilir.

Nicel (kantitatif) modeller; pay senedi fiyatını belirleyen ölçülebilir bazı değişkenler olduğunu ve pay senedi değerinin bu değişkenler arasındaki ilişkilerle açıklanabileceği varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşımda, pay senedinin değeri kullanılan modelde yer alan değişkenlerin gelecekteki değerleri tahmin edilmek suretiyle belirlenmektedir.

Nitel (kalitatif) değerlendirme modelleri; pay senetlerinin geçmişteki fiyatları ile dolanımdaki pay senedi sayısı ilişkilerine ve piyasa psikolojisine dayanmaktadır. Bu modeller davranışsal niteliktedir. Söz konusu yaklaşımda, işlem gören hisse

senedi hacmi incelenerek, fiyat-hacim ilişkisine dayanılarak yatırımcıların davranış şekilleri, yönleri belirlenmekte ve bu davranış şekillerinden hisse senedi piyasa fiyatı hakkında tahminde bulunmaktadır. Bu tür bazı modellerde, ekonomik, sosyal ve politik değişmelerin piyasadaki etkisi de dikkate alınmaktadır.

1. Hisse Senedi Fiyat Tanımlamaları

Fiyat tanımlamaları içerisinde yer alan başlıca tanımlamalar nominal fiyat (itibari, üzerinde yazılı fiyat), emisyon fiyatı (ihraç fiyatı), piyasa fiyatı ve borsa fiyatıdır.

a) Nominal Fiyat; Bir hisse senedinin nominal fiyatı üzerinde yazılı fiyat olup, ülkemiz uygulamasında pay senetlerinin fiyatı 500 TL.'dan az belirlenemez. Nominal fiyatla sermayeye ilişkin muhasebe kayıtlarını yapmak kolaylaştığı gibi, ortaklığın taahhüt ettikleri sermayeyi ödemeyerek, şirketin üçüncü kişileri zarara sokmasını önlemiş olmaktadır.

b) İhraç Fiyatı (Emisyon Fiyatı); Hisse senetlerinin şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Ülkemizde genel olarak şirketler çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyattan satmakla birlikte, borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket nominal değer üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilmektedir.

Özellikle yeni bir sermaye arttırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra arta kalan bölümün halka sunulmasında emisyon fiyatı nominal fiyatın üzerinde saptanmaktadır.

Bazı şirketler ise, ihraç fazlası bölümü doğrudan borsaya limitli fiyatla (satıcının satım ordinosunda en düşük fiyatı belirlemesi) sunmak suretiyle fiyatı borsada oluşturmayı tercih etmektedirler.

c) Piyasa Fiyatı; Piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlenen fiyat olup, faaliyette bulunan Borsa'nın mevcudiyeti durumunda borsa fiyatı ile eşanlamlı olarak kullanılmaktadır.

d) Borsa Fiyatı; Borsa'da kote edilerek, işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyatıdır. Borsanın işleyiş biçimine göre günlük olarak belirlenen fiyatlar, açılış fiyatı, en düşük, en yüksek ve kapanış fiyatı gibi türlere ayrılmaktadır.

2. Hisse Senedi Değer Tanımlamaları

Hisse senetlerinin değer tanımlamaları ise, hisse senetlerinin verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde ele alınan tanımlamalardır. Bunların başlıcalarını şöyle sıralayabiliriz;

a) Net Aktif Değeri; Hisse senedinin belli bir faaliyet dönemi sonunda (genellikle bir yıl) düzenlenen bilançosundaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır.

Burada nazım hesaplar dışında bilanço aktif toplamından amortismanlar ve şüpheli alacaklar karşılığı düşülerek bulunan rakam ödenmiş sermayeye göre hisse senedi sayısına bölünecek bir hissenin net aktif değerine ulaşılmaktadır. Net aktif değeri hisse payı kârı ile birlikte değerlendirilerek, aktifin hisse başına gelir sağlama oranı ortaya çıkarılmaya çalışılır.

b) Özsermaye Değeri; Şirket özsermayesinin, ödenmiş sermayeye göre hisse senedine göre bölünmesi sonucu ortaya çıkan değerdir. Burada özsermaye kuramı, ödünç sermaye, ihtiyatlar toplamı ve bu türdeki fonlar ve karşılıklar ile dağıtılmamış kârları içermektedir.

c) Defter Değeri; Şirketin muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş aktifler toplamından, şüpheli alacaklar, karşılıklar, ihtiyat stopajları, birikmiş zararlar ve amortismanlar ile borçlar toplamının çıkarılması sonucu bulunan değer in ödenmiş sermayeye göre hisse senedine bölünmesi ile bulunan değerdir. Böylece belli bir andaki veya dönemdeki şirket mal varlığına göre hesaplanmış değeri yansıtmaktadır.

d) Tasfiye (Likidasyon) Değeri; Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir.

Tasfiye değeri piyasa değerinin araştırılmasında önem taşımaktadır. Şirketin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır. Bu anlamda, pay senetleri tasfiye değerinin altına düştüğünde, o işletmeyi likide etmek en akılcı yol olacaktır (31). Likidasyon değerinin hesaplanması diğer değer türlerine göre çok daha karmaşık bir görünüm sunmakta olup, uygulamada farklı bilirkişilerin saptadıkları değerler arasında çok büyük farklar ortaya çıkabilmektedir (32).

e) Borç Değeri; Şirketin belli bir anda yabancı kaynaklar (borç) toplamının hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Hiç kuşkusuz şirketin herhangi bir anda belirlenen borç değeri, başka bir zaman dilimine göre belirlenen değerden büyük farklılıklar gösterecektir. Bu nedenle borç değerinin bir anlam taşıyabilmesi için, birbirini izleyen yıllar (örneğin son üç yıllık, beş yıllık dönemler) itibarıyla değerlendirilmeler yapmak gerekir. Borçların miktarının azalması veya artması da başlı başına bir anlam taşımayıp, hisse payı kârındaki artışla birlikte olumlu bir yoruma ulaşılabilir. Aksi takdirde, şirket borçları sürekli azalmakla birlikte,

(31) Prof.Dr.Atilla GÖNENLİ; İşletmelerde Finansal Yönetim, a.g.e. s.318.

(32) Doç.Dr.Mustafa SAĞAN; Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, a.g.e. s.67.

hisse payı kârlılığı artmıyorsa, şirketin sermaye yapısında verimliliği engelleyen bir tikanıklık olduğu ve özellikle özkaynakların yetersiz kaldığı sonucuna varılacaktır.

f) Alternatif Gelir Değeri; Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını açıklar.

Ülkemizde genellikle alternatif gelir değeri, banka faizi, devlet tahvili veya hazine bonolarının geliri veya özel sektör tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça, (gelir ortaklığı senedi, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri, yatırım fonları, dövizde endeksli tahviller vb. alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlendirilmiş olmaktadır.

g) İşleyen Teşebbüs Değeri (Going-Concern-Value); Bir hisse senedinin piyasa değerinin araştırılmasında kullanılan diğer tanımlamalardan birisi de işleyen teşebbüs değeridir. Burada, işletmenin bir bütün olarak çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer söz konusudur. Bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile, söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Piyasa değerinde tasfiye değeri nasıl altsınırı oluşturuyorsa, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır (33).

3. Temel Analiz Yaklaşımı

Ortaklık yönetiminde söz sahibi olmayı sağlayabilecek blok alımlar hariç tutulursa, hisse senedi almakta asıl amaç, temettü ve sermaye kazancı elde etme beklentisidir. Eğer bir

(33) Atilla GÖNENLİ; a.g.e., s.318.

yatırımcı, dönemler boyunca hisse senedi fiyatlarını ve dağıtılacak temettü miktarını iyi tahmin edebilirse neyi, ne zaman alması ya da satması gerektiğini bilecektir. İşte yatırımların performansını etkileyen politik, ekonomik, sosyal ve diğer güçleri sistematik olarak dikkate alan Ekonomi-Endüstri-Ortaklık (Economy-Industry-Company analysis) Analizi (EEO) hisse senedi analizine kapsamlı bir yaklaşım getirmektedir.

Hisse senedi değerlemesinde temel analiz (Fundamental Analysis) olarak bilinen bu yaklaşım, hisse senedinin fiyatını etkileyen kârlılık, likidite, finansal yapı, dağıtım kanalları, yönetim becerisi, rekabet, ekonomik tahminler gibi temel olguların ve bunların o hisse senedinin fiyatını nasıl etkilediğinin analiz edilmesiyle hisse senedinin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin (Investment value or intrinsic value) belirlenmesine dayanır.

Temel analizci bir hisse senedinin cazibesini hiç bir zaman piyasanın değişebilir standartlarıyla ölçmez. Fakat, kendisinin yatırım yapmaya değer gördüğü fiyatı belirler ve daha sonra bu fiyatı piyasa fiyatlarıyla karşılaştırır.

3.1. Ekonomi-Endüstri-Ortaklık (EEO) Analizi

3.1.1. Ekonomi Analizi

Genellikle ortaklık, endüstri ve ekonomi arasında çok sıkı bir ilişki vardır ve temel analizin ilk adımı yatırım yaptığımız ekonomik çevreyi tanımaktır. Çünkü, hisse senedine yapılan yatırımın kârlı olma olasılığı güçlü ve büyüyen bir ekonomide daha yüksektir. Bu nedenle, genel ekonomiye ilişkin beklentilerin ortaklığın çalışma koşullarını etkileyeceğini bilen yatırımcı/analizci kendi planlama dönemi içinde ekonominin genel göstergelerinin alacağı değerleri ve ekonomideki dalgalanmaları izler.

Genel ekonomik durumla ilgili olarak şu göstergeler ve bunlardaki değışmeler bir fikir verebilir;

- a) Gayri safi milli hasıla,
- b) Kişi başına harcanabilir gelir,
- c) Para arzı,
- d) Faiz oranları,
- e) Dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları,
- f) Kamu kesimi harcamaları,
- g) Enflasyon
- h) işsizlik,
- i) Sabit yatırım harcamaları,
- j) İnşaat endüstrisindeki gelişmeler,
- k) Para ve maliye holitikaları vd.

Ekonomik gelişme ve ekonomik daralma, işletmenin stok, finanslama, fiyatlandırma ve yatırım politikasını, alacak ve borçlarının yönetimini vd. etkiler. Bu nedenle, genel ekonomideki değışmenin yönünün tahmin edilmesi yatırımcı açısından büyük önem taşımaktadır.

Pek çok ekonomik/istatiksel araştırma diğer ekonomik serilerden önce aşağıya ya da yukarıya dönüşler yapan göstergeleri belirlemeye yönelmiş, bu amaçla A.B.D.'de Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu (National Bureau of Economic Research) tarafından geçmişteki gerçekleşmeler analiz edilerek üç temel grup gösterge sınıflandırması yapılmıştır;

a) Öncü Göstergeler (Leading Indicators):

Genel ekonomik faaliyetlerin en yüksek ya da en düşük düzeylerine erişen zaman serisi verileridir. Örneğin; para arzı, dış ticaret açığı, istihdam ve işsizlik, stoklar,

fiyatlar, kârlar, kamu kesimi harcamaları, yeni kurulan ortaklıkların sayısı, inşaat endüstrisindeki gelişmeler gibi.

b) Çakışan Göstergeler (Coincidental Indicators):

Ekonomiyle yaklaşık aynı zamanlarda en üst ya da en alt düzeylerine erişen değişkenlerdir. Örneğin; sabit fiyatlarla gayri safi milli hasıla, üretim, tüketim, toptan esya fiyatları, para piyasasının faiz oranları gibi.

c) Geciken Göstergeler (Lagging Indicators):

Dönüm noktalarına ekonomi kendisinininkilere ulaştıktan sonra ulaşır. Örneğin, uzun süreli işsizlik, birim işçilik giderleri, borçlar, gecikme zamları, ipotekler, tüketici fiyat indeksi, stoklar/net satış hasılatı oranı gibi.

Analizci, özellikle geçmiş dönemlerde GSMH'nın ve ortaklıkların kârlarının önünde giden (Öncü) göstergelerle ilgilenir. Öncü göstergelerden yararlanabilmek amacıyla bunlardan kaç tanesinin yükselmekte olduğuna, aynı düzeyde kaldığına ya da düşmekte olduğuna bakılarak makro değişkenin aşağıya ya da yukarıya dönüm noktaları tahmine çalışılır.

3.1.2. Endüstri Analizi

Ekonominin genel gidişatı hakkında bir fikir sahibi olan yatırımcı/analist artık bu tahminlerden yararlanarak uygun endüstriyi seçmeye hazırdır. Endüstri analizi değişik endüstrilerle ilgili beklentiler üzerinde yoğunlaşarak ortaklık analizi için bir çerçeve oluşturur, bir başka deyişle endüstrinin performansı o endüstriye dahil ortaklıkların performanslarının iyi bir göstergesidir.

Endüstriler benzer ürünler üreten, benzer üretim teknolojileri kullanan, aynı piyasaya birbirini teknik olarak ikame

eden ürünler arz eden, benzer girdiler kullanan, göreceli olarak büyük sermaye ve işgücüne sahip üretici ya da ticari birimlerdir.

Bazı endüstriler GSMH ile aynı hızda, bazılara daha hızlı, bazıları ise yavaş büyürler. Bu ortaklığın büyümesi ise genellikle faaliyette bulunduğu endüstrideki büyümeye paraleldir.

Amaç, büyüyen ve gelişme aşamasındaki endüstrilere yatırım yapmak olarak belirlendikten sonra, analistin endüstri analizinde dikkate alacağı **anahtar** özellikler şöyle sıralanabilir;

a) Geçmiş Dönemdeki Satış Hasılatı ve Kârlar:

Geçmişte satış hasılatında, kârlarda büyüme endüstrinin ürünlerine olan talepteki artışın bir göstergesidir. Zaman içinde faaliyet kârı / net satış hasılatı oranındaki değişim ortaklığın işletme giderlerini ne ölçüde kontrol edebildiğini gösterir.

b) Süreklilik :

Endüstrinin ürünlerine olan talebin ve kullanıldığı teknolojinin sürekliliği yeni ürünlerin ve makina donanımının işlevsel ve fiziksel eskimeye uğramış olması, ya da bir başka endüstrinin o endüstriyi kısa dönemde ikame etmesinin beklenmesi bir endüstri için aranan özelliklerdir.

c) Rekabet Koşulları :

Analist ayrıca endüstri içi rekabet koşulları piyasanın rekabetçi güçlere karşı ne derece korunduğu ve piyasa girişi engelleyici etkenlerin varlığı ile de ilgilenir.

d) İşgücü Durumu :

İşgücünün üretim sürecinin önemli bir kısmını oluşturduğu durumlarda grev olasılığı da dikkate alınması gereken önemli bir etken olarak kendini gösterecektir.

e) Hükümet Politikaları :

Hükümetin yaklaşımı bir endüstriyi iç ve dış rekabete karşı koruyucu mevzuat, ihracat kredileri, yerli imal belgesi, gümrük muafiyeti vb. ile olumlu yönde etkileyebileceği gibi, o endüstrinin gelişmesini engelleyici bir mevzuat da yürürlüğe konabilir.

f) O Endüstriye Dahil Ortaklıkların Hisse Senetlerinin Piyasa Fiyatlarının Endüstrinin Kazançlarına Oranı :

Yatırımcı yukarıda sayılan bütün özellikleri olumlu bulsa dahi, eğer o endüstriye dahil ortaklıkların hisse senetlerinin piyasa fiyatları göreceli olarak çok yüksek (hisse senetleri aşırı değerlendirilmişse) bu hisse senetlerinin satın alınması rasyonel bir yatırım olmayabilir. Tersine de olabilir.

Bir endüstride beklenen gelişmenin tahmin edilmesi amacıyla, ekonomi analizinde olduğu gibi, endüstri analizinde de yine ekonomik modellerden, girdi-çıktı modellerinden ve meslek kuruluşlarının yayınlarından yararlanılmaktadır.

3.1.3. Ortaklık Analizi

Genel ekonomiye o endüstri ile ilgili tahminleri elde eden yatırımcı artık hisse senedinin gelecekte sağlayacağı gelirleri belirlemek amacıyla ortaklık analizine başlayabilir. Ortaklık analizi mevcut mali durumun, yönetimin, hukuki durum, ortaklık yapısının, ürünlerin ve üretim teknolojisinin göreceli durumunun analizini kapsamaktadır.

Analiz edilen ortaklıkla ilgili bilgiler iki genel kategoriden sağlanabilir;

- Açıklanan mali tablolar ve faaliyet raporları,
- Dış veri kaynakları.

Mali tablolar şekil ve içerikleriyle pek çok kanun ve tebliğ gibi mevzuata uygun olarak düzenlendiklerinden, yatırımcı ve analizciler tarafından ilgiyle izlenirler. Ancak bazı olayların ya da muamelelerin birkaç farklı şekilde muhasebeleştirilebilmesi, yani muhasebenin yasal düzenlemeler çerçevesinde uygulamaya birden fazla seçme hakkı vermesi mali tabloların karşılaştırılabilir olma özelliğini zedelemektedir. Muhasebedeki bu örnek uygulamaların yorum üzerinde etkileri konusunda bilgi sahibi olmak gerekmektedir.

3.2. Hisse Senedi Değerleme Modelleri

Temel analizde; ekonomi, endüstri ve ortaklıkla ilgili belirlemeler yapıldıktan sonra belli bir elde tutma dönemi boyunca gelirleri ve kârları tahmine yönelik Finansal Plânlama modellerinde, zaman serisi ve yatay kesit regresyon analizlerine, matematiksel trend eğrilerinde hisse senedinin muhasebe değerlerine kadar pek çok değerlendirme yaklaşımı geliştirilmiştir.

3.2.1. Muhasebe Değeri Ya da Tasfiye Değeri Yaklaşımı

Bir hissenin muhasebe değeri Özkaynak/ Hisse sayısı, tasfiye değeri ise varlıkların cari (tasfiye) değerinden borçların cari değerinin çıkarılması ile elde edilen özkaynak değerinin hisse sayısına bölünmesiyle elde edilen değerdir. Hisse senedinin muhasebe ya da tasfiye değeri beklenen nakit girişlerini dikkate almaması nedeniyle yalnızca iflas ve tasfiye halindeki ortaklıklarda önem taşır.

3.2.2. Temettü Modeli

Pay senedinin sahibine sağlayacağı finansal çıkarlar; (i) pay senedine sahip olduğu sürece dağıtımı kararlaştırılmış kârlardan pay alınması (ii) ve gelecekte pay senedinin elden çıkarılması halinde pay senedinin satış fiyatıdır. Bir birikim sahibinin sağlanacak bu finansal çıkarlara karşı ödemeğe hazır olduğu bedel gelecekte sağlanacak bu çıkarların miktarının, zaman içindeki dağılımına ve yatırımdan beklediği verime bağlıdır. Diğer bir deyişle, yatırımcının pay senedi için ödemeğe hazır olduğu fiyatı, gelecekte elde etmeyi beklediğe çıkarların, uygun bir iskonto (Kapitalizasyon) oranı ile indirgenmiş bugünkü değeri belirler.

Gordon bir hisse senedinin bugünkü değerinin nakit temettülerinin bugünkü değerine eşit olacağını öne süren bir model geliştirmiştir;

$$GD_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T_t}{(1+k)^t}$$

burada,

GD_0 = Hisse senedinin bugünkü gerçek değeri

T_t = t döneminde sağlanacak temettü

k = uygun indirgeme oranıdır.

Temettü modelinin mantığı, sonsuza kadar elde tutulan bir hisse senedinin sağlayacağı nakit girişlerinin yalnızca temettüler olmasıdır. Ancak model, hisse başına ödenecek temettülerin tahmin edilmesinin yanı sıra, hisse senedi için uygun indirgeme oranının belirlenmesi sorununu da beraberinde getirmektedir.

Eğer hisse senedi birkaç dönem sonra (bir elde tutma dönemi sonunda) satılmak isteniyorsa; örneğin 3 yıllık elde tutma dönemi için model;

$$GD_0 = \sum_{t=1}^3 \frac{T_t}{(1+k)^t} + \frac{F_3}{(1+k)^3} = \frac{T_1}{(1+k)} + \frac{T_2}{(1+k)^2} + \frac{T_3 + F_3}{(1+k)^3}$$

F_3 : Hisse senedinin 3. yıl sonundaki piyasa fiyatıdır. Sınırsız elde tutma dönemi için temettüler de yıllar itibariyle sabit bir büyüme oranı (g) varsayıldığında model şu şekli almaktadır.

$$GD_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T_0(1+g)^t}{(1+k)^t} = \frac{T_0}{k-g}$$

Temettü modeli, yatırımcıların nakit temettüleri yedek akçelere tercih edeceklerine, çünkü temettü ödemelerinin yatırımlardaki belirsizliğin ortadan kaldırıldığına ve temettülerin yatırımcıların ortaklık hakkında fikir edinmelerini sağladığına inananlar tarafından desteklemiş, ancak temettü politikasının, işletmenin piyasa değerini etkilemediğini öne sürenler de olmuştur.

3.2.3. Regresyon Modelleri

Temel analiz içinde istatistiksel tahmin teknikleri, özellikle geçmişin kârlarını, temettülerine, hisse senedi fiyatlarının zaman serisi regresyon analizleri uygulaması yaygın olarak yapılmakta, hisse senedi fiyatı ya da fiyat/hisse başına net kâr oranı bağımlı değişken, bu fiyatı etkileyen kârlar, temettüler, bir önceki dönem fiyatları, piyasa faiz oranları, para arzı gibi değişkenler bağımsız değişken olarak alınıp, bağımsız değişkenlerin beklenen değeri

karşısında hisse senedi fiyatının alacağı değer (gerçek değer) belirlenmeye çalışılmaktadır.

3.2.4. Defter Değeri - Piyasa Değeri Oranı

Defter değeri 7 piyasa değeri (Book to market ratio), sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin olması gereken fiyatını tahmin etmek amacıyla kullanılır.

Arz ve talebe göre piyasa fiyatı oluşmayan hisse senetlerinin olması gereken piyasa fiyatlarına yaklaşım sağlamak amacıyla bu yöntemden şöyle yararlanılabilir; Aynı endüstri içinde faaliyet gösteren aynı risk düzeyinde olan ve hisse senetleri ikincil piyasada alınıp satılan ortaklıklardan bir gözlem seli oluşturulur ve ortalama defter değeri (muasebe değeri) / piyasa değeri hesaplanır. Bundan sonra hisse senedi fiyatlandırılmak istenen ortaklığının hisse senedinin defter değeri bu rakama bölünerek olması gereken fiyata ulaşılır.

4. Teknik Analiz Yaklaşımı

Teknik analiz genellikle temel analizi ikame etmek yerine, ona yardımcı olarak kullanılır. Burada yatırımcıların zaman içinde aynı davranışları tekrarlayacaklarına, dolayısıyla geçmişin alım-satım trendlerinden geleceğin fiyat hareketlerinin tahmininde yararlanabileceği varsayımına dayanır.

Teknik analizin dayandığı teori şöyle özetlenebilir:

- a) Piyasa fiyatı yalnızca arz ve talebin karşılanmasıyla belirlenir.
- b) Arz ve talebi akılcı ve akıl dışı pek çok etken etkiler. Bunların arasında temel analizcilerin dikkate aldıklarının

yanısıra, düşünceler, içinde bulunulan ruh hali, tahminler ve zorunlu ihtiyaçlar vardır. Piyasa bütün bu etkenleri sürekli olarak ağırlıklandırır.

- c) Piyasadaki küçük dalgalanmalar ihmal edildiğinde, hisse senedi fiyatları uzunca dönemli süren belirli trendler izler.
- d) Arz-talep ilişkilerindeki kaymalar er ya da geç piyasa fiyatlarının izlediği trendde de değişmelere neden olurlar.

Teknik analizde esas olarak piyasadaki değişmeler fiyat ve miktar istatistiklerinden izlenilir. Teknik analizden yararlanabilmek için organize bir ikinci el piyasasının (Borsanın) piyasa göstergelerini geliştirmeye ve çıkarımlar yapmaya yeterli bir süre boyunca süreklilik, istikrar ve yatırımlara güven sağlayacak bir iş hacminde çalışmasının gerekliliğine dikkat etmelidir (34).

4.1. Dow Teorisi

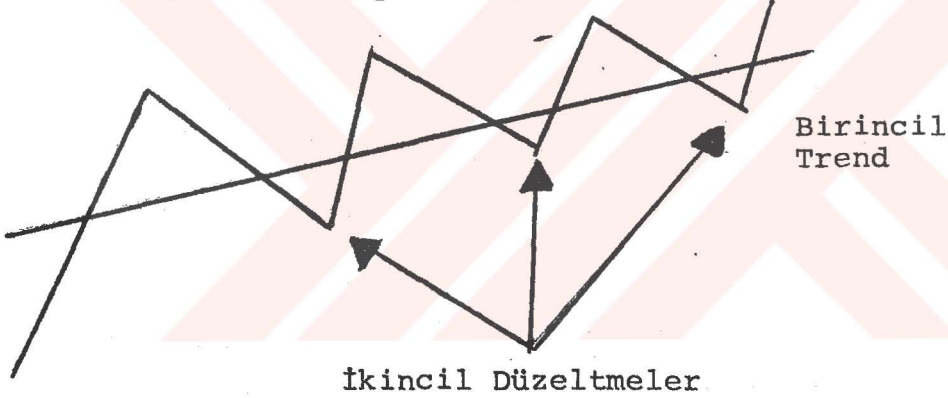
Dow teorisi, 1982 yılında The Wall Street Journal gazetesi ve Barron's dergisini yayınlayan Dow-Jones and Co.'nın kurucusu Charles H. Dow tarafından önerilmiş ve The Wall Street Journal'ın Dow'dan sonraki yayımcılar tarafından geliştirilmiştir.

Dow, hisse senetleri piyasasının belirli trendleri izlediğini, bu trendlerin piyasayı temsil eden hisse senedi gruplarının incelenmesiyle tanınabileceğini ve bu trendlerin izlenmesiyle piyasanın genel gidişatının önceden tahmin edilebileceğini öne sürmüştür. Dow Teorisine göre piyasanın üç türlü hareketi vardır;

(34) Gülten KARŞIN; Sermaye Piyasası Analizleri, SPK Yayın No:4, Ankara, 1985, s.81.

- a) Birincil Trend: Tüm piyasanın aşağı yada yukarı çekildiği uzun dönemli (en az 1 yıl süren) devredir.
- b) İkincil Trend: Birincil trendin genel ortalamasından sapmaları düzeltir nitelikteki kısa dönemli (2 haftadan 9 aya kadar) dalgalanmalardır. Burada piyasadaki önceki yükselme ya da düşmenin $1/3$ 'ü ile $2/3$ 'ü arasında zıt yönlü bir hareket söz konusudur.
- c) Önemsiz Sapmalar: Piyasadaki günlük dalgalanmalardır. Bunların analitik değeri çok küçüktür.

Şekil I: Piyasa Fiyatlarının Trendi



Dow teorisi yükselen bir piyasayı "Boğa Piyasası" (Bull Market), düşen bir piyasayı ise "Ayı Piyasası" (Bear Market) olarak adlandırmış, günümüzde bu terimler sermaye piyasası terminolojisine tamamiyle yerleşmiştir.

Dow Teorisinin Çıkarımları Şunlardır;

- 1) Piyasa genel bir yükselme eğiliminde iken, piyasa büyüklü küçüklü dalgalanmalarla yükselir ve düşer, ancak her dalgalanmada ulaşılan zirve bir öncekinden daha yüksekte olacaktır.
- 2) Piyasa genel bir düşme eğiliminde iken, fiyatlardaki her düşmeyi bir yükselme izleyecektir. Ancak her yeni zirve bir öncekinden daha aşağıda kalacaktır.

Dow teorisi birincil ve ikincil trendleri ayırmanın güçlüğü, yapılan uygulamalı çalışmaların menkul kıymetleri satın alıp elde tutmakla piyasanın yön değiştirdiği zamanlarda elden çıkarmaktan daha yüksek gelirler sağlanabileceğini göstermesi, Teorinin hangi hisse senetlerinin alınıp satılması gerektiği söylememesi gibi noktalarda eleştirilmiştir.

4.2. Fiyat Miktar Göstergeleri

Piyasa teknisyenlerinin tek tek ya da gruplar halinde hisse senetleriyle ilgili olarak dikkatle gözledikleri iki değişken; fiyat hareketleri ve değişen fiyatlardan etkilenen ve fiyatlardaki değişmelere neden olan iş hacmidir. Hisse senedi piyasasının teknik analizinde yararlanılan başlıca fiyat ve miktar göstergeleri; fiyatı artanlar ve azalanlar (Advances and declines), borsalardaki iş hacmi (trading volume), piyasada az sayıda alım-satım miktarı (odd-lot trading), kısa satış miktarı (volume of short sales), kurumsal yatırımların ve güven indeksi (Confidence index)dir.

4.2.1. Fiyatı Artan ve Azalanlar

Piyasa indeksleri bazen yanıltıcı olabilirler. İşte bu soruna çözüm getirmek amacıyla çeşitli mali yayınlarda o gün borsalarda fiyatları artan ve azalan hisse senetlerinin sayısı yayınlanır ve bu vesileden çeşitli göstergeler üretilerek genel indeksle arasında ilişki kurulur.

4.2.2. Borsanın İş Hacmi

Alım-satım miktarı hisse senetleri arz ve talebinin bir fonksiyonudur ve hem piyasa, hem de tek tek hisse senetleri için dönüm noktalarını belirleme sinyali

verebilir. Fiyat değişmelerinin iyi bir şekilde tahmin edilebilmesi için fiyatların trendinin yanısıra, alım-satım miktarlarındaki dalgalanmaların da mali basından iyi bir şekilde izlenmesi gerekir.

4.2.3. Diğer Fiyat ve Miktar Göstergeleri

Bilindiği gibi, kısa satış (Short selling) vadeli piyasa işlemleri yapılan borsalarda yatırımcının ya da aracının sahip olmadığı menkul kıymetleri, vadeli piyasanın hesap görme gününde (Settlement Day) piyasadan daha ucuza alma beklentisi ile belirli bir fiyatla, bugün satmasıdır.

Bu nedenle bir süre sonra, kısa satış yapanların satın-alma faaliyeti hisse senetleri talebini arttıracaktır.

Kısa satış miktarının, bir önceki ayın günlük ortalama alım-satım miktarına bölünmesiyle "kısa satış oranı (short salen ratio) elde edilir. Bu oranın düşmesi düşen bir piyasanın, yükselmesi ise yükselen bir piyasanın sinyali olacaktır.

Bir diğer miktar göstergesi yatırım fonlarının (mutual funds) faaliyetleridir. Gelişmiş ülkelerde yatırım fonları sermaye piyasasının en büyük kurumsal güçlerinden olduğundan bu fonların sahip oldukları nakit miktarları ve ortak olmak için başvuranların sayısı izlenir.

Güven indeksi (Confidence index) A.B.D. sermaye piyasasına özgü bir gösterge olup, tahvil piyasasının durumundan hareketle hisse senetleri piyasası hakkında çıkarımlar yapmakta kullanılır.

4.3. Fiyat Analizi Yaklaşımları

4.3.1. Nokta ve Şekil Grafikleri

Piyasa teknisyenleri tarafından en çok kullanılan grafik türü, "Nokta ve Şekil Grafikleri (Point and figure charts)"dır. Nokta ve şekil grafikleri analiste fiyat

hareketlerinin oluşumunu ve değişimleri izlemekle görsel katkı sağlarlar. Bu tür grafikler (1), zaman boyutu taşımazlar (2), hisse senedi fiyatlarındaki küçük değişimleri dikkate almazlar (3), grafik bir yönde işaretlenmeden önce o hisse senedinin değişen yönde önceden belirlenmiş sayıda fiyatının oluşması gerekir.

4.3.2. Çubuk Grafikleri

Çubuk grafikleri (bar charts), dikey ekseninde fiyat ve yatay ekseninde zaman olmak üzere iki boyut taşırlar. Zaman istenilen şekilde günlere, haftalara ve aylara bölünebilir. Eğer günlük verilerle çalışıyorsa dikey çizginin en üst noktası o günlü en yüksek fiyatı, en alt noktası en düşük fiyatı ve dikey çizgi ile kesişen yatay bir çizgi ise o günün kapanış fiyatını ifade eder.

4.3.3. Hareketli Ortalamalar

Geçmişte gerçekleşen piyasa fiyatlarının hareketli ortalamaları (Moving averages) en kolay anlaşılır teknik göstergeler arasındadır. Esasen hareketli ortalama, istatistik, ekonometri ve diğer pek çok bilim dalında değerleri sürekli değişen verilerdeki dalgalanmayı ortadan kaldırarak gerçek trendi görmek, yani bir anlamda verileri düzgün bir hale getirmek (Smoothing) amacıyla kullanılan iki temel veri düzeltme tekniğinden biridir.

$$HO_t = \frac{F_t + F_{t-1} + \dots + F_{t-N+1}}{N} = \frac{1}{N} \sum_{i=t-N+1}^t F_i$$

burada; HO_t : t dönemine ait hareketli ortalama A.B.D. sermaye piyasasında en son 200 işgücü fiyatlarının aritmetik ortalamasının alınmasıyla elde edilen 200 günlük hareketli ortalama, Dow Teorisi'nin yaygın olarak kullanılan bir aracıdır.

4.3.4. Dalga Teorisi

R.N. Elliot'un geliştirdiği "Dalga Teorisi (Wave Theory) piyasanın değişik büyüklüklerdeki dalgalar halinde hareket edeceğini söyler. Değişik sınıflandırmalar altındaki dalgaları saymakla her zaman için piyasanın görelili durumunu ve yakın gelecekteki ekonomik değişmeleri belirlemek mümkündür.

4.3.5. G relili G  

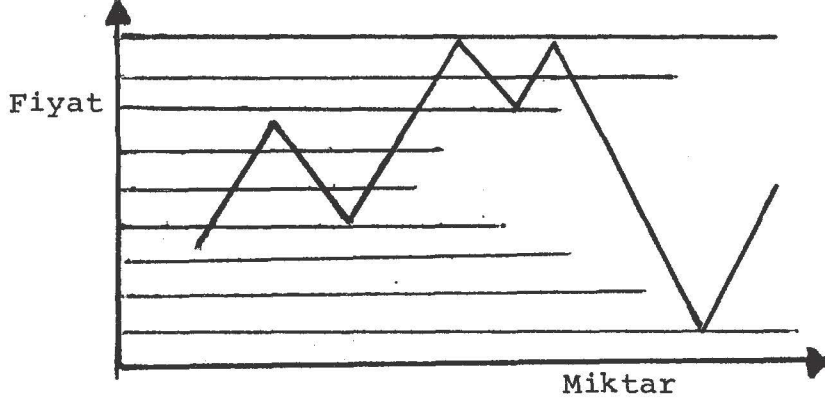
"G relili g   (Relative Strength) analizinin temel ilkesi belirli piyasa koşulları altında bazı hisse senetlerinin diğerlerinden daha iyi performans göstereceği ve bu durumun uzun dönemler boyunca büyük ölçüde değişmeden süreceğidir. Bu teknik (1), tek tek ortaklıkların ya da endüstrilerin hisse senetleriyle (22) hisse senetleri ve tahsillerden oluşan portf ylerle kullanılır.

4.4. Fiyat-Miktar Analizi Yaklaşımları

4.4.1. Direnç Destek Grafikleri

Direnç destek grafikleri (Resistance - Support Charts) hisse senedi fiyatlarındaki artışa karşı direnci (arzın artması) ve azalışa karşı desteği (talebin artmasını) inceler. Burada, grafik hisse senedinin geçmiş dönemlerde hangi fiyat düzeyinde ne kadar iş hacmi sağladığını gösteren yatay çizgileri içerir. Teorisi şudur: Bir hisse senedinin fiyatı geçmişte az sayıda yatırım kararının alındığı kısa  ozgilerin düzeyinde iken hızla düşerse, geçmişte çok sayıda yatırım kararının alındığı ve yine alınmasının mümkün olduğu uzun çizgiler salkımında destek bulabilir. Aynı şekilde fiyatı yükselen bir hisse senedi de ana çizgilerin bulunduğu alanı uzun çizgilerin oluşturduğu tavana (direnç) kadar kolayca aşabilir.

Şekil II: Direnç-Destek Grafiği



4.4.2. Fiyat-Miktar Çubuk Grafikleri

Çubuk grafiklerini kullanan teknisyenler dikkatlerini fiyat hareketlerinde yoğunlaştırmışlardır ve miktar hareketlerini de çubuk grafiklere dahil edebilirler.

Ying, fiyat-miktar ilişkileri üzerine yaptığı uygulamalı çalışmalarda şu sonuçlara ulaşmıştır;

- 1) Düşük bir miktarda genellikle fiyatlar da düşüktür.
- 2) Yüksek bir miktarda genellikle fiyatlar da yüksektir.
- 3) Miktarda büyük bir artış olduğunda, genellikle fiyatlarda ya büyük bir artış yada büyük bir azalış olur.
- 4) Genellikle büyük bir miktarı fiyatlardaki artışlar izler.
- 5) Eğer bir hafta boyunca miktar sürekli olarak düşmüşse, gelecek haftada fiyatlar düşme eğiliminde olacaktır.

4.5. Etkin Piyasalar Varsayımı ve Rassal Yürüyüş Teorisi

Gelişmiş kapitalist ülkelerin sermaye piyasaları tam rekabetçi bir piyasanın pek çok özelliğini taşırlar.

1) Piyasaya çok sayıda katılan vardır ve hiçbir piyasaı etkileyecek bir paya sahip değildir.

2) Menkul kıymetle ilgili bilgiler oldukça düşük bir maliyetle sağlanılabilir. Ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki değişiklikler piyasaya derhal yayılır.

3) Piyasalarda likiditesi yüksek, alım-satım giderleri düşüktür, böylece menkul kıymet fiyatları genel değişmelere kolayca uyum sağlayabilirler.

4) Piyasaların kurumsal yapısı çok gelişmiştir ve düzenleyici mevzuat piyasaların istikrarlı çalışmasını sağlamaktadır.

Genel olarak bu özelliklere sahip sermaye piyasaları, etkin varsayılabilir (Efficient markets hypothesis). Piyasanın etkinliğine inananlar, bir menkul kıymetin herhangi bir andaki fiyatının o menkul kıymetle ilgili bütün bilgileri yansıttığını, piyasada etkinliği azaltan olayların ise piyasanın denge getirisinin (denge getirisi kavramı, "Satın alma ve elde tutma" politikasıyla bir dönemde sağlanabilecek getiriyi ifade etmektedir.) üzerinde bir getiriyi sağlayabilecek alım-satım stratejilerinin geliştirilmesi için yeterli düzeyde olmadığını söylerler.

Rassal yürüyüş teorisi, (Random walk theory) bir hisse senedinin piyasada oluşan fiyatlarını amaçsız ya da rassal bir yürüyüşe benzetir ve etkin bir piyasada birbirini izleyen fiyat ve getirilerdeki değişmelerin birbirinden bağımsız olduğunu ve yeknesak dağıldığını söyler.

Bir rassal yürüyüş piyasasında temel analizci hisse senetlerinin risk ve getirisini gelecekle kendi beklentilerinin piyasının genel beklentilerinden önemli ölçüde farklılaşacağı durumlarda yararlanılmak üzere belirlemelidir.

5. Hisse Senedi Değerlemesinde Risk Faktörü

5.1. Riskin Kaynakları

Bir yatırımın riski, o yatırımdan sağlanacak getirinin önceden kesin olarak bilinmemesi nedeniyle ortaya çıkar. Burada getirilerin bir olasılık dağılımına sahip olduğu varsayılır. Bir menkul kıymetin riski ise geçmiş dönemlerdeki getirilerin standart sapmasıyla ölçülür. Riske neden olan etkenleri iki grupta ele alabiliriz:

5.1.1. Sistematik Risk

Getirilerdeki toplam değişimin bütün menkul kıymetlerinin getirilerini etkileyen ekonomik, politik ve sosyal değişimlere atfedilen kısmı sistematik riskin (systematic risk) kaynaklarını oluşturur. Sistematik riskin başlıca kaynakları şunlardır;

a) Piyasa Riski: Yatırımcıların beklentilerindeki değişimlerin, sermaye piyasasında ve dolayısıyla menkul kıymet fiyatlarında dalgalanmalara yol açarak zarar olasılığını ortaya çıkarmasıdır.

b) Faiz Oranı Riski: Gelecekte piyasa faiz oranlarında olabilecek değişimlerin (yükselmelerin) menkul kıymet fiyatlarını ve gelirlerini olumsuz yönde etkilemesidir.

c) Satınalma Gücü Riski: Gelecek dönemlerde nakit girişlerinin satınalma gücündeki belirsizliktir. Enflasyonun bir yatırımın getirisi üzerindeki olumsuz etkisi olarak da düşünülebilir.

5.1.2. Sistematik Olmayan Risk

Genel olarak tüm piyasayı etkileyen sistematik riskin dışında, toplam riskin bir ortaklığa ya da bir endüstriye özgü kısmına sistematik olmayan risk (unsystematic risk) denir. Sistematik olmayan riskin kaynakları şunlardır;

a) İş Riski: Ortaklığın faaliyet koşullarındaki değişimler ve bu değişimlerin faaliyet sonuçlarına yansımasıdır. Ortaklık yönetiminin başarı derecesi, o endüstri dalındaki ve iş çevresindeki değişimler iş riskini oluşturur.

b) Finansman Riski: Ortaklığın varlıklarını finanse etme şeklinden doğan bir risktir. Bir ortaklığın finansman riski finansal yapısına bakılarak anlaşılabilir; yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki payı ortaklıkça kârların ve dolayısıyla getirilerin dalgalanma oranı da artacaktır.

5.2. Riskin Ölçülmesinde Tek Belirli Spesifik Pay Senedi Yaklaşımı

Hisse senedi değerlerinde riskin ölçülmesi büyük önem taşır. Söz konusu yaklaşıma göre yatırımcılar, her bir pay senedi yatırımını, diğer pay senetlerinden tamamen ayrı, onlardan soyutlanmış bir yatırım olarak görürler. Yatırımlar, her bir pay senedini portföy çerçevesinde değil, yalnız kendi risk ve verimine göre değerlendirirler. Bir pay senedinin riski, o pay senedinin veriminin (kârlılık oranlarının) değişkenliğidir.

Pay senedine yatırım yapan bir birikim sahibinin gelecekte elde edeceği verimi (kârlılık oranını) yatırım yapmanın kesinlikle bilmesine olanak yoktur. Farklı koşullara göre, gelecekte elde edilebilecek verim de değişik olabilecektir. Riskin ölçüsü olarak da genellikle, pay senedinin kârlılığının varyansı veya standart sapması kullanılmaktadır.

5.3. Riskin Ölçülmesinde Portföy Yaklaşımı (Teorisi)

5.3.1. Geleneksel Portföy Yönetimi

Menkul kıymetler tek başlarına kendilerine özgü risk, getiri vd. özelliklere sahiptirler.

Menkul kıymet portföyleri, yanda menkul kıymet bileşimleri (bir yatırımcının sahip olduğu menkul kıymetlerin tümü, yatırım terminolojisinde "Portföy" olarak adlandırılır) ise menkul kıymetlerin tek başlarına sahip oldukları özellikleri her zaman taşımazlar.

Geleneksel portföy analizinde riskin (beklenen getiriyi elde edememe olasılığı) birden fazla menkul kıymete dağıtılması amaçlanır. Riskin bu şekilde dağıtılmasına yakın çeşitlendirme denir ve "Bütün yumurtaları bir sepete koymamak" ifadesiyle açıklanabilir.

Geleneksel portföy analizinde menkul kıymetleri birbirleriyle ilgisi olmayan endüstrilerden seçilmesiyle iyi bir çeşitlendirme yapılabileceğine, bir ortaklık ya da bir endüstriye ait menkul kıymetlere, tahvil portföylerinde ise aynı vadeye sahip tahvillere portföy içinde aşırı ağırlık verilmemesi gerektiğine, yakın çeşitlendirilmiş bir portföyde menkul kıymet sayısının 10-15'e çıkarılmasıyla portföy riskinin büyük ölçüde düşerek piyasadaki sistematik risk düzeyine yaklaşacağına inanılır.

belirli bir kârlılık düzeyinde riski minimum kılacak veya belli bir risk derecesinde kârlılığı en yüksek düzeye çıkarak şekilde portföy oluşturmaktır. Bu nedenle birikim sahibi, bir hisse senedine, salt o hisse senedine özgü nitelikler dolayısıyla değil, tüm portföyün kârlılık ve risk derecesine yapacağı etkiyi dikkate alarak yatırım yapar.

Modern portföy yaklaşımında, bir menkul değer riski o menkul değer sağlayacağı kârlılığın varsayımı ile değil, aynı zamanda söz konusu menkul değer kârlılığı ile portföye dahil diğer menkul değerlerin kârlılıkları arasındaki kovaryansla ölçülür. Kovaryans, portföye dahil menkul değerlerin kârlılıkları arasında pozitif veya negatif bir ilişki (korelasyon) olup olmadığını ortaya koyar.

Portföy riskini belirlemede, her bir menkul değer tek başına risk derecesinden çok, sözkonusu menkul değerlerin kârlılığının portföydeki diğer menkul değerlerin kârlılıkları ile ilişkisi önem kazanmaktadır.

Menkul değerlerin kârlılıkları arasındaki ilişkinin yanısıra, portföydeki menkul değerlerin sayısı da toplam riskin azalmasında etkili olmaktadır. Başlangıçta portföydeki menkul değer sayısı sınırlı iken, küçük miktardaki ilavelerle riskte büyük oranda düşme sağlanabilmesine karşın; menkul değer sayısı arttıkça sayının riski azaltıma etkisi zayıflamaktadır.

Birikim sahibinin çözeceği sorun, optimum portföyün nasıl oluşturulacağıdır. Markowitz'in önerdiği çözüm iki aşamalıdır. İlk adımda, birikim sahibi kaynağın elverdiği sınırlar içerisinde kalmak koşuluyla oluşturulması mümkün olan portföylerin bir listesini hazırlayarak, kârlılıkları, risk yapılarına göre birbirinden farklı olan portföyler arasında etkin olanları seçip ayıracaktır. İkinci adım, etkin portföyler listesinden

risk ve verim bileşimi amacına uygun olan portföyü seçmektir. Markowitz'in önerdiği formüle göre optimal portföyün seçilmesi için çok sayıda değişkenin hesaplanması gerekmektedir. Markowitz modeli bir yatırımcının nasıl karar vermesi ve portföyünde kaç adet menkul değer bulunması gerektiğini gösterir.

Markowitz modeline uygun olarak hareket ettiği varsayımı altında herhangi bir menkul değer için toplu istemi bulmak mümkündür. Belirli bir anda sözkonusu menkul değer in sunuşu da sabit olduğundan, sunuş ve isteme göre menkul değer in denge fiyatı belirlenir. Bu doğrultuda ilk çalışma, birbirinden bağımsız olarak ilk kez Listner ve Sharpe tarafından yapılmıştır. Listner ve Sharpe, çözümü basitleştirmek için, risksiz yatırımın varolduğu vergilerin ve işlem giderlerinin bulunmadığı bir sermaye piyasası varsaymışlardır. Geliştirilen formüle göre bir menkul değer in riskinin ölçülmesi için hesaplanması gereken değişken sayısı, Markowitz modeline göre büyük ölçüde azalmaktadır.

5.4. Riskin Ölçülmesinde Yatırımcıların Davranışları

Bazı yatırımcıların, riskin ölçülmesinde portföy yaklaşımını, bazıları nın da tek belirli (spesifik) hisse senedi yaklaşımını yeğledikleri kuşkusuzdur. Ancak hangi yaklaşım yatırımcıların davranışlarına egemendir ? A.B.D.'de NewYork Borsasında yapılan bir araştırma, anılan ülkede tipik bir yatırımcının portföyünün ortalama dörtten az pay senedinden oluştuğunu ortaya koymuştur. Portföyün ortalama olarak az sayıda hisse senedinden oluşması özellikle bireysel yatırımcıların, risk ölçülmesinde daha çok, tek belirli hisse senedi yaklaşımını benimsediklerinin bir göstergesi olmaktadır. Menkul Değer Yatırım Ortaklıklarının, Menkul Değer Yatırım Fonları, Hayat Sigorta Şirketleri, Özel Emekli Sandıkları gibi kurumsal yatırımcıların, risk ölçülmesinde portföylerinin genişliği nedeniyle portföy yaklaşımını yeğledikleri düşünülebilir. Ancak, gerçekte, sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde dahi fiili bulgularla olumlu yanıt verilememiştir.

X. SERMAYE PİYASASI

1. Tanım ve Türleri

Sermaye piyasası "Orta ve uzun vadeli fonlarıyla talebinin karşılaştığı piyasa"dır (36). Dar anlamda bu piyasayı hisse senetleri ve tahvillerin alınıp satıldığı örgütlenmiş ve uzmanlaşmış bir piyasa olarak nitелеmek mümkündür. Bu tanımdan hareket ederek sermaye piyasasını "Birincil" ve "İkincil" piyasalar olmak üzere iki aşamada belirlemek ve incelemek olağandır.

Birincil sermaye piyasası; dolaşıma ilk defa çıkartılan uzun süreli finansal varlıkların el değiştirdiği pazarlardır. Bu piyasalarda fon istemeleri, genellikle en uçtaki fon kullanıcılarıdır.

İkincil piyasalar ise; birincil sermaye pazarına daha önceden sunulmuş ve halen dolaşımda olan uzun süreli finansal varlıkların alınıp satıldığı pazarlardır.

Bu piyasalar sermaye yeni finansal varlık sunulması sonucu değil fakat, mevcut finansal varlıkların el değiştirmesi ile veri olmaktadır. Birincil ve ikincil piyasalara ek olarak, üçüncül ve dördüncül piyasalar varlığından da bahsedilmektedir. Üçüncül piyasalar; borsaya kote edilmiş finansal varlıkların borsa dışında alınıp satılması halinde oluşmaktadır. Dördüncül piyasa ise finansal varlığın aracısız alınıp satılması ile oluşan piyasa olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye piyasasının, işleyiş biçimleri ve belirli bir pazar yerinin olup olmamasına göre de türlere ayrıldığı

(36) Öztin AKGÜÇ; a.g.e., s.666.

söylenabilir. Bu ayırıma göre de iki tür sermaye piyasasından söz edilebilir.

Organize Sermaye Piyasaları (Menkul Kıymet Borsaları);

Hisse senedi ve tahvil alım ve satımı için bir pazar yeri oluşturlar, kendi işleyiş kuralları ve biçimleri vardır. Bu kurallar ya hukuksal bir düzenleme sonucudur, yada kendi ana sözleşmesinde ifade edilmişlerdir.

Serbest Sermaye Piyasaları;

Belirli bir fiziki pazar yeri bulunmamaktadır. Pazarın işleyişi ve kuralları kendine hastır. Doğaldır ki, bu piyasalar genel hukuksal düzenleme ilkelerine göre işlemektedirler. Bütün birincil pazar işlemleri serbest sermaye piyasalarında olmaktadır. İkincil piyasa işlemleri yeri ise organize ve serbest sermaye pazarlarından biri veya ikisidir.

Geniş anlamda, sermaye piyasası, her türlü sermaye hareketlerine; yani kredi, döviz, altın, hisse senedi ve tahvil gibi sermaye hareketlerine neden olan tüm alım-satımları kapsamaktadır. Türkçe'de sermaye piyasası kavramıyla daha çok hisse senedi ve tahvil alım-satımının yapıldığı piyasa ifade edilmektedir. Ülkemizde henüz gelişme aşamasında olan menkul değerler piyasası Batı Avrupa ülkelerinde her yönüyle gelişmiş ve modern haberleşme araçlarıyla donatılmıştır.

Günümüzün gelişmiş serbest piyasa ekonomilerinde sermaye piyasası, sanayileşme sürecine paralel olarak kendiliğinden oluşmuş ve bugünkü modern işleyiş düzenine kavuşmuştur. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde sanayileşme ve serbest piyasa düzeni kurulduğu ölçüde sermaye piyasasının da içerlik kazanacağını belirlemek mümkündür. Bu ülkelerde yasal ve idari önlemlerle sermaye piyasasının kısa sürede kurulması ve işler hale getirilmesi beklenmemelidir. Kalkınma süreci içinde ulaştırma, haberleşme, basın ve yayım gibi toplumsal

bütünleşmesi ve bilinçlenmesi, sistemlerin kurulması, sermaye piyasasının işlerlik kazanmasının ön koşuludur.

2. İlkeleri ve Fonksiyonları

Sermaye piyasasının düzen içinde çalışması için zorunlu üç temel ilkesi vardır. Bunlar güven, açıklık ve sağlam finansman kaynağıdır.

Sermaye piyasası güvene dayanır. Bu piyasadaki işlemler menkul değerlerle yürütüldüğünden, menkul değerleri çıkararak halka sunan şirketler, bunları satın alan kişi ve kuruluşlar ile kendi aralarında bir ortaklık veya alacaklılık ilişkisinin doğduğunu bilirler. Bu ilişkide güven olmazsa hiçbir kişi veya kuruluş o şirkete ortak olmaz veya borç vermez. Güven verici ortamın genel, ekonomik, sosyal ve politik alanda da olması gerekir.

Açıklık ilkesinin sağlanması için, yeni tasarruf sahibi yatırımcıların, piyasada işlem gören araçlar hakkında yeterli bilgi sahibi olmaları için herşeyden önce iyi bir enformasyon sistemi gereklidir.

Sermaye piyasasının sağlıklı bir biçimde gelişebilmesi için güven ve açıklık yanında, kaynaklarının da sağlam olması gerekir. Gerçek anlamda tasarrufa dayanmayan kaynaklar, sağlam olma özelliğinden de yoksun olacaktır.

Gelişmiş ve düzenli işleyen bir sermaye piyasası, ülkede biriken tasarrufların en verimli yatırımlara dönüşmesine ortam yaratmaktadır. Sermaye piyasasının bu temel işlevi yanında özellikle belirtilmesi gereken şu yararları vardır;

1) Yatırımcı kuruluşların tahvil ve pay senetlerinin satışını kolaylaştırır. Böylece özkaynakları yetersiz olan yatırımcılar ek kaynak sağlamış olurlar.

2) Özellikle küçük tasarruf sahiplerine güvenilir ve cazip kazançlar sağlama olanakları sunarak tasarrufların artmasını sağlar. Bu yoldan üretim araçları üzerindeki mülkiyetin yaygınlaştırılması gerçekleşmiş olur.

3) Piyasa koşulları içinde başarılı kuruluşların tahvil ve pay senetleri daha çok ilgi göreceğinden, tasarrufların yeni ülke kaynaklarının en verimli alanlara yönelmesi gerçekleşir.

3. Türkiye'de Sermaye Piyasası

3.1. Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi

Osmanlı İmparatorluğu döneminde, daha 1987 yılında çıkarılan bir nizamname ile "DER SAADET TAHVİLAT BORSASI"nın kuruluşu ile İstanbul Borsası'nın uzun bir geçmişi dayandığı ileri sürülebilir.

Cumhuriyetin kuruluş yıllarında ekonomik alt yapının oluşturulmaya çalışıldığına, devletin sanayileşmeye önderlik etmeye çaba harcadığına tanık olmaktadır. Büyük yatırımları gerçekleştirebilecek özel sermaye birikiminden henüz söz edilemeyecek bu dönemde bunların sanayileşme çabalarına aktarılmasını sağlayacak aracı kurumların gelişmesi için de henüz bir kıpırdanma yoktur (37).

1950'li yıllarda bir yandan sanayileşme çabalarında özel sektörde aktif görevler üstlenmesi dönemi başlatılmış, öte yandan tasarruf ve finansman konuları yavaş yavaş ülke ekonomisine yön verenlerin gündemine gelmeye başlamıştır.

Türkiye'de sermaye piyasasının yasal olarak düzenlenmesi çalışmaları Planlı Dönemin başlangıcına rastlayan 1960'lı yılların başında başlamıştır. Bu dönemde 1. Beş Yıllık Kalkınma

(37) Doç.Dr.Mustafa SAĞCAN; Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir, 1987, s.13.

Plânında öngörülen Türkiye'nin kalkınmasına yönelik önlemler arasında bir finansman kaynağı olarak küçük halk tasarruflarının bu alana kaydırılması öngörülmekteydi.

1960'lı yılların ortalarında Türk Sermaye Piyasasında ilginç bir gelişme olan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası faaliyetleri ile karşılaşmaktayız. Banka bir yandan daha önce iştirak etmiş olduğu şirketlerin kendi portföyünde bulunan hisse senetlerini halka satmaya başlamış, öte yandan ana para ve faiz ödemelerini garanti vermek ve kesin satışına aracılık etmek suretiyle özel kesim şirketlerinin tahvil çıkarmalarını isteklendirmiştir.

Bu arada 1960'lı yılların sonunda tasarruf bonolarının bankerlerce alım-satım faaliyetleri hızlanmış, 1970'lerin başında ise bazı Holdingler başta olmak üzere özel sektör şirketleri halka açılmaya başlamıştır.

TABLO : 3

1970 - 1981 YILLARI ARASINDA HİSSE SENEDİ VE
TAHVİL İHRAÇLARI

<u>Yıllar</u>	<u>Hisse Senedi İhracı (000 TL.)</u>	<u>Bir Önceki Yıla Göre Değişim (%)</u>	<u>Tahvil İhracı (000 TL.)</u>	<u>Bir Önceki Yıla Göre Değişim (%)</u>	<u>Kümülatif (000 TL.)</u>
1970	132.000.-	-	387.000.-	-	
1971	85.000.-	- 35.60	137.000.-	- 64.60	524.000
1972	180.000.-	+ 111.76	276.000.-	+ 101.45	800.000
1973	800.000.-	+ 344.44	639.000.-	+ 131.52	1.439.000
1974	1.900.000.-	+ 137.50	485.000.-	- 24.10	1.924.000
1975	700.000.-	- 63.15	1.232.000.-	+ 154.02	3.156.000
1976	658.000.-	- 6.00	1.556.500.-	+ 26.33	4.712.500
1977	450.000.-	- 31.61	1.382.850.-	- 11.55	6.095.350
1978	372.000.-	- 17.33	1.975.235.-	+ 42.83	8.070.585
1979	312.000.-	- 16.02	4.755.570.-	+ 140.75	12.826.155
1980	1.173.000.-	+ 275.48	17.069.935.-	+ 258.94	29.896.090
1981	324.000.-	- 72.35	15.752.800.-	- 7.72	45.648.890
					(*)

(*) 25 Aralık 1981 tarihi itibariyle piyasada tedavül eden
Özel Sektör Tahvil miktarı 39 milyar 674 milyon 252 bin TL.'dir.

Özellikle Türkiye'de hisse senetlerine yatırım yapan tasarruf sahipleri, herşeyden önce temettü oranına bakmaktadır. Özellikle 1973 petrol krizinden sonra, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler döviz darboğazı, finansman güçlükleri, ithalat zorlukları ve yüksek oranlı enflasyon nedeniyle ekonomik bir durgunluğa girmiş ve bunun sonucu, şirketler büyük sıkıntılara düşerek, tatminkar sonuçlar elde edememişlerdir. Böylece azalan kârlar temettü oranlarına yansımış, hisse senedi verimliliği enflasyonun çok gerisinde kalmıştır (38).

3.2. Birincil Piyasa Faaliyetleri

24 Ocak Kararlarının uygulanmasından sonra ekonomide en hızlı gelişme gösteren ve dinamizm kazanan sektör, şüphesiz finans kesimi olmuştur. Bu gelişmede bankacılık sisteminde rekabetin artması, öte yandan uzun yıllardan beri kurulup geliştirilmesine çalışılan sermaye piyasası konusunda alınan önlemler ve nihayet kamuoyunun artan ilgisi gibi faktörler etkili olmuştur.

1982 yılında yaşanan bankerlik krizinden sonra, tasarruf sahiplerinin yatırımlarında, risk ve kârlılığın bileşimi ön plâna çıkmış, yaratılan güven ortamı sonucu sermaye piyasası hızlı bir gelişme göstermiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkarılması ve bir sermaye piyasası kurulunun oluşturulmasından sonra 1986 yılının başında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiş; ayrıca menkul değerlere talebi ve arzı arttırmaya yönelik çeşitli teşvik önlemleri alınmıştır.

1981 yılına kadar örgütlenmemiş biçimde yürüyebilen sermaye piyasasının boyutlarının uygulanan ekonomik politika sonucu büyümesi ve önemli noktalara varmasında bu

[38] Prof.Dr.Demir DEMİRGİL; 1982-85 Döneminde Sermaye Piyasasının Ekonomideki Rolü konulu tebliğ, 1982 yılında Sermaye Piyasası Yasal Düzen ve Sorunlar Konferansı, 15-16, Ocak, 1982.

düzenlemeleri etkisi olmuştur (39). Sermaye piyasası kurulu menkul değer türlerinin geliştirilmesi için düzenlemeler yapmıştır.

Sadece 1986 yılında Banka Bonosu, Banka Garantili Bono, Finansman Bonosu ve Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılma Belgeleri gibi yatırım araçlarının ihracına ilişkin tebliğler yayınlanmıştır. Daha önceki yıllarda hisse senediyle değiştirilebilir tahvil, kâr-zarar ortaklığı ve katılma intifa senetlerinin çıkarılmasına karşın, bugüne kadar işletmelerin geleneksel finansman araçlarından vazgeçmedikleri görülmektedir.

Sermaye Piyasasının gelişmesinde önemli bir unsur olan açıklık ve güven ilkesi doğrultusunda faaliyette bulunmak üzere bağımsız Dış Denetim Kurumları kurulması çalışmaları bitirilerek ilgili yönetmelik 13 Aralık 1987 tarihinde yayınlanmıştır.

1987 yılında sermaye piyasası araçları arasına iki yeni araç daha katılmış, yatırım fonları faaliyete geçmiş, birinci ve ikinci el piyasalarda işlem hacmi önemli ölçüde artmıştır. Kısa vadeli bir borçlanma aracı olarak düzenlenmiş olan finansman bonosu ihraçlarına 1987 yılı başlarında başlanmış olup, yılın ilk onbir ayında toplam 10 adet ihraç izni verilmiştir.

3.2.1. Sermaye Piyasası Kurulunca Verilen İhraç İzinleri

İşlem hacmi açısından 1987 yılı hem birinci, hem de ikinci el piyasada oldukça canlı bir yıl olmuştur. İlk onbir aylık dönemler itibariyle 1986 ve 1987 yılları karşılaştırdığımız zaman, birinci el piyasa işlem

(39) Sedat ÖZKANLI; "Sermaye Piyasasında Yeni Vergi Dönemi" konulu tebliğ, 1982 Yılında Sermaye Piyasası Düzen ve Sorunlar Konferansı, 15-16 Ocak 1982.

hacminin iki misline yakın arttığı görülmektedir. 1986 yılında 24 milyar 060 milyon TL olan toplam ihraç izinleri tutarı, 1987 yılında, yıl içinde piyasaya giren iki araç dikkate alınmazsa özellikle tahvilde ve bir ölçüde hisse senedinde 1986 yılına göre önemli bir büyüme gerçekleşmiştir.



TABLO: 4

Sermaye Piyasası Kurulunca Verilen İhraç İzinleri

	TAHVİL	HİSSE SENEDİ	KÂR-ZARAR ORT.BELGESİ	BANKA BONOSU VE BANKA ÜRETİM BONOSU	FİNANSMAN BONOSU	KATILMA BELGELERİ	GENEL TOPLAM
1983							
İhraç İşlem Sayısı	63	51	-	-	-	-	114
İhraç Miktarı (Milyon TL)	13.126.5	9.018.3	-	-	-	-	22.114.8
1983							
İhraç İşlem Sayısı	53	131	-	-	-	-	184
İhraç Miktarı (Milyon TL)	17.493.0	34.943.9	-	-	-	-	52.436.9
1984							
İhraç İşlem Sayısı	34	121	-	-	-	-	155
İhraç Miktarı (Milyon TL)	11.778.0	63.844.1	-	-	-	-	75.652.1
1985							
İhraç İşlem Sayısı	50	175	1	-	-	-	226
İhraç Miktarı (Milyon TL)	36.185.0	75.578.4	450.0	-	-	-	112.213.4
1986							
İhraç İşlem Sayısı	116	149	2	3	-	-	270
İhraç Miktarı (Milyon TL)	110.982.0	101.978.6	850.0	60.250.0	-	-	274.060.5
1987 (11 Ay)							
İhraç İşlem Sayısı	200	128	1	-	-	-	348
İhraç Miktarı (Milyon TL)	311.781.3	167.998.5	750.0	-	-	-	639.073.8

3.2.2. Banka ve Aracı Kurumların
Menkul Kıymet Satışları

- 1985 yılında yapılan toplam 671.6 milyar TL. tutarındaki menkul kıymet satışlarının % 16.8'lik bölümü aracı kurumlar, % 83.2'lik bölümü bankalarca,

- 1986 yılında yapılan toplam 2.404,5 trilyon TL. tutarındaki menkul kıymet satışlarının % 12.1'lik bölümü aracı kurumlarca, % 87.9'luk bölümü bankalarca,

- 1987 yılında Ocak-Kasım döneminde yapılan toplam 4,5 trilyon TL. tutarındaki menkul kıymet satışlarının % 90'ı bankalarca, % 10'u ise aracı kurumlarca gerçekleştirilmiştir.

Sermaye Piyasasında yıllar itibariyle menkul değer satışlarının durumu reel rakamlara göre şöyle olmuştur;

Tablo: 5

Reel Rakamlarla Değişmeler (%)

	1985	1986	1987 [*]
Hisse Senetleri	- 33	72	721
Özel Sektör Tahvilleri	- 6	- 100	175
Devlet Tahvilleri	10.132	244	71
Hazine Bonosu	794	160	52
Banka Bonosu	-	-	105
Gelir Ort.Senedi	1.140.555	213	- 23
Genel Toplam	553	176	57

(*) 86'nın Ocak-Kasım dönemine göre 1987 Ocak-Kasım Dönemindeki % değişme.

3.2.3. Sermaye Piyasasındaki Son Görünüm

Yoğun enflasyon ve kamu borçlanması, para ve sermaye piyasalarında devlet tekelinin oluşmasına yol açarken, bu durum sözkonusu piyasaların gelişmesini de önlemektedir.

Hükümetçe izlenen iç borçlanma politikası, gerek piyasaya sürülen menkul değerler miktarı, gerekse yüksek enflasyonun körüklediği yüksek faiz güvencesi faktörleriyle birleşerek devlet tekeli ortaya çıkarmaktadır.

1987 yılının ilk 11 ayında bankalar ve aracı kuruluşlarca alım-satım yapılan menkul değerlerin % 88'ini kamu kesimince ihraç edilen değerli kâğıtlar oluşturmaktadır.

Devletin mali piyasalardan, likid piyasalardan bu kadar büyük miktarlarda iç borçlanma olayını sürdürdüğü sürece bu piyasa sağlıklı ve büyük bir gelişme gösteremeyecektir. Çünkü, ülkemizde öyle aşırı tasarruf bulunmamaktadır. Hisse senedi piyasasının uzun vadede gelişmesinin nihai şartı, devletin dengeli bütçe yapması olmaktadır (40).

Para ve Sermaye Piyasalarına devletin fiilen el koyması bu piyasalarda asıl etkin olması gereken özel sektörü geri plana itmiştir. Kaynak darlığı hem özel sektörü, hem de kamu sektörünü zorlamaktadır. Bu durumda özel sektör riske girmemeği tercih etmektedir. Böylelikle özel sektörün yoğun menkul değerler üretmesi mümkün olmamaktadır.

Devletin ise iç borçlanma mecburiyetinin hızla artması karşısında kamu kesiminin piyasada hakimiyeti devam etmektedir.

(40) A.Aydın DÜNDAR; İMKB'daki Son Gelişmeler ve Özelleştirme Konulu Açık Oturum, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ocak, 1988.

3.3. İkincil Piyasa ve Borsa Faaliyetleri

İkincil piyasa faaliyetleri, ihraç edilen menkul kıymetlerin satış sürelerinin bitiminden itibaren Borsa'da ve Borsa dışında elden ele geçmeleriyle ilgili bütün alım-satımları kapsamaktadır. Borsa'ya kote olmayan veya belli kriterlere uymadığı için Borsa kotuna alınmayan ya da kottan çıkarılan menkul kıymetlerin alım-satımı Borsa dışında serbest piyasada cereyan etmektedir. Ülkemizde bunlarla ilgili yazılı istatistik bilgi mevcut değildir. Bundan başka, yasa hükümlerine göre Borsa'da yapılması gerektiği halde Borsa dışında sonuçlandırılan işlemler bulunduğu sanılmaktadır. Bunların hacmi üzerinde geçerli bir tahminde bulunmak zordur.

Borsa'da işlem gören menkul kıymetler aras itibarıyla Borsa'ya kote ettirilmiş bulunan hisse senedi ve tahvillerdir. Bunun dışında, Yönetim Kurulu kararıyla, Borsa'da kayıtlı olmadığı halde Borsa'da alınıp satılmasıyla uygun görülen menkul kıymetlere ait işlemler, özellikle devlet iç borçlanma senetlerinin bu durumda olması sonucu, büyük yekün tutmaktadır.

1986 yılında faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın işlem hacmi de 1987 yılında önemli ölçüde artmıştır.

3.3.1. Borsada Kotasyon İşlemleri

Borsa, 1985 yılı sonunda yeni açıldığı zaman eski Borsanın kot listesini aynen devralmıştır. Bundan dolayı başlangıçta menkul kıymetleri borsaya kayıtlı şirket sayısı 700 dolayında iken, yeni kriterlere göre yapılan ayıklamalar ve kendi isteğiyle kottan çıkarmalar sonucu, bu sayı 450 dolayına inmiştir. Bunlardan 257'sinin sadece hisse senetlerini, 10'ünün yalnızca tahvilleri, 91'inin de hem hisse senetleri, hem de tahvilleri borsada kayıtlı bulunmaktadır.

1988 yılı sonu itibariyle eski Borsa'dan intikal eden kot listesine göre, 1986 yılı sonunda hisse senedi kotunda bulunan 348 anonim şirketin nominal sermayeleri tutarı 795 milyar liradır. Toplam sermaye sektörler arasında şöyle dağılmıştır;

Tablo: 6

Borsa Kotunda Bulunan Hisse Senetlerinin
Sektörler Arasında Dağılımı (*)

<u>Sektörler</u>	<u>Nominal Sermaye Tutarı (Milyon TL)</u>	<u>Toplam içindeki Oranı %</u>
Bankalar	350.203	44.05
Sigorta Şirketleri	5.119	0.64
Yatırım Şirketleri ve Holdingler	30.245	3.80
Tekstil Sanayii	63.349	7.97
Gıda Sanayii	33.689	4.24
Maden, Demir ve Döküm Sanayii	100.663	12.66
Makina, Motor ve Montaj Sanayii	53.757	6.76
Elekt., Gaz ve Diğer End. Sanayii	6.995	0.88
Çimento ve Mamulleri Sanayii	46.706	5.87
Elektrik Malz. Sanayii	9.020	1.13
Cam, Porselen, Plastik, Tahta ve Deri San.	33.757	4.24
Ambalaj ve Kağıt Sanayii	13.599	1.71
İlaç, Ecza, Kimya ve Boya Sanayii	19.010	2.39
Matbaacılık Sanayii	2.320	0.29
Kauçuk ve Lastik Sanayii	16.941	2.13
Ticaret ve Diğer Şirketler	9.658	1.21
T O P L A M	795.031	100.00

(*) eski Borsa'dan intikal eden sektör sınıflandırılması kabul edilmiştir.

Görüldüğü gibi, kot listesinde en önemli yer % 44 payla Bankaların hisse senetleri tutmaktadır. Onu % 12,6 ile maden, demir ve döküm sanayii, % 7,9 ile tekstil sanayii, % 6,7 ile makina, motor ve montaj sanayii, % 5,8 ile çimento ve mamulleri sanayii izlemektedir.

Kotasyon konusunda önemli olan, kot listesindeki şirket ve menkul kıymet sayısının artması değil, bu kıymetlerin tedavül etmesi ve mümkün olduğu kadar yoğun işlem görmesidir.

3.3.2. Borsada Hisse Senedi

İşlemlerindeki Gelişmeler

Birinci yıl faaliyeti olarak, 1986 yılı içinde Borsa'da yapılan alım-satımların hacminde ve hisse senedi fiyatlarında önemli gelişmeler olmuştur. 1987 yılında hisse senedi piyasası için oldukça hareketli geçmiştir.

1986 yılında İMKB endeksi 100'den 170.86'ya çıkmış ve bu artış bir gelişmenin işareti sayılmıştır. Oysa, 1987'de endeks 1.149.03'e kadar yükseldi (Ağustos sonu). Buna paralel olarak iş hacmi ve işlem miktarında da hızlı gelişmeler oldu.

1986 başlarında 3-4 bin hisse karşılığı 20-30 milyonluk bir iş hacmi ile başlayan borsa faaliyetleri 1987 ortalarında günlük 150-200 bin hisse karşılığı 3 milyara kadar varan bir iş hacmine ulaştı.

Tablo: 6
1986-1987 Yılında Borsa'da Yapılan
Hisse Senedi İşlemlerinde Gelişmeler (*)

Aylar	Yapılan İşlem Hacmi (Milyon TL)		İşlem Adedi (1000)	
	1986	1987	1986	1987
Ocak	359	1.015	178	312
Şubat	694	0.096	266	555
Mart	610	1.173	236	228
Nisan	485	1.900	214	440
Mayıs	408	3.695	148	960
Haziran	635	7.059	263	1.282
Temmuz	778	15.324	262	1.482
Ağustos	553	24.177	252	2.048
Eylül	719	12.948	238	1.541
Ekim	880	10.191	311	1.448
Kasım	982	11.290	285	1.857
Aralık	1.600	13.132	385	2.853
T O P L A M	<u>8.703</u>	<u>105.000</u>	<u>497</u>	<u>15.000</u>

(*) Birinci Pazar + İkinci Pazar + Kotdışı Pazar.

1986 ve 1987 Yıllarında Hisse Senetlerinin Fiyatlarındaki hızlı gelişmeyi aşağıdaki tablo yansıtmaktadır.

Tablo: 7

i.M.K.B. Endeksi (Ocak 1986=100)

	<u>1986</u>	<u>1987</u>
OCAK	100.00	216.90
ŞUBAT	119.87	260.76
MART	115.75	245.93
NİSAN	112.28	269.40
MAYIS	115.13	394.79
HAZİRAN	115.43	446.31
TEMMUZ	121.45	1.012.10
AĞUSTOS	138.60	1.149.63
EYLÜL	146.67	1.029.25
EKİM	150.24	786.38
KASIM	160.31	890.61
ARALIK	170.86	688.29

Ülkemizde, daha istikrarlı ekonomi ve pazar koşulları içinde çalışan gelişmiş borsalarda pek görülmeyen bir istisnai durumu yaratan çeşitli nedenler vardır. Bunlar kısaca, Borsanın faaliyete başlamasıyla ortaya çıkan birleşik ve aleni pazar ortamı içinde fiyatların yerli yerine oturmaması, işletmelerin performans, enflasyon ve dar piyasa şartları altında spekülatif faaliyetlerin etkisi olarak özetleyebiliriz. Hisse senetlerinin yıllık işlem görme oranlarına bakıldığında istisnalar dışında genelde küçük olduğu

(1986 ortalama % 1,23) anlaşılmaktadır. Arzın ve talebin ve yatırımcı sayısının çok sınırlı olduğu böylesine ince bir piyasada spekülatif hareketlerin payının da büyük olacağını izaha gerek yoktur.

Bununla birlikte bazı şirketlerin eriştikleri yüksek fiyat seviyelerinde oldukça istikrarlı bir gelişme gösteren hisse senetleri de bulunmaktadır.

Ayrıca birinci pazarda işlem gören hisse senetlerinin 1986'daki verim oranları genelde yüksek olup, ortalama verim % 86.51 olur, bu rakam 1987 yılında % 306 olarak daha da artış göstermiştir.

3.3.3. Gelişen Bir Ülke Olarak Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsasının Başarılı Olmasının Gerekleri

Genelde veya Türkiye'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın başarılı olması için bazı temel unsurların yenire getirilmesi zorunludur. Bu etmenlerin bazıları ekonomik kalkınmayla yakından ilgilidir (41).

a) Politik ve Ekonomik Çare: Yatırımlar politik belirsizliğe karşılık duyarlıdır. İçeride karışıklıklarla dolu büyük sınır çalışmalarına girmiş veya savaş halinde olan bir ülkede menkul kıymetler borsasının tesisi konusunda ilgi fazla olmaz, ya da mevcutsa ticari faaliyetler ve fiyatlar sürekli gerileme gösterir. Diğer bir nedende politik kesintilerin hemen hemen her zaman ekonomik faaliyetleri etkilemesidir.

b) Pay Senedi Talebi: Bireysel Talep; paraya sahip ve finansal yenilikler arayan birçok kimse pay senedi talebinde

(41) Prof.Dr. İlker PARASIZ; Para-Sermaye Dergisi, Menkul Kıymetler Borsasının Gelişme Aşamaları ve Başarılı Olmasının Gerekleri, Mayıs, 1986.

bulunabilir. Menkul Kıymetler Borsası olmayan bir ülkede bunun saptanması zordur. Özellikle şehirli nüfus ve kişi başına milli gelir kaba bir gösterge olabilir.

Kurumsal Talep; Sermaye piyasasının gelişmesiyle ilgilenen hem özel kesim, hem de kamu otoriteleri kurumsal yatırımın potansiyel öneminin farkındadır ve bu kurumları gerçekleştirmek için elden gelen herşeyi yaparlar. Çünkü aksi takdirde, bireysel spekülâtörlerin hakim olacağı bir piyasanın riski çok büyük olur.

Yatırım Alternatifleri; Gerçek hayatta, birçok yatırımcılar yakın geçmişteki performansları gözönüne alırlar. Ancak menkul kıymetler borsası henüz mevcut değilse veya fiyatlar belli bir süre oynamamışsa kapital kazançlar olgusu farkedilmez bile. Dividantlar ve kapital kazançlar kombinezonunun yatırımcıların banka mevduatlarından veya tahvillerden elde edecekleri fon hasılatından daha yüksek olması gerekir. Vergiler, teşvikler veya muafiyetlerinde etkisinin önemli olacağı hükümetçe ölçülmelidir.

Enformasyon; Halkın bu alanda eğitilmesinde radyo ve basın aracılığıyla girişilecek reklam kampanyalarının etkisi büyük olacaktır. Yatırım yapmayı hayal bile etmeyen birçok kimse arkadaşlarının ve akrabalarının önemli kapital kazançları sağladıklarını görürlerse birdenbire onlar da pay senedi almaya bağlayabilirler.

c) Pay Senedi Arzı: Sermaye piyasasının gelişmesinde yeterli sayıda pay senedinin varlığı çoğu kez yatırımcı sayısından daha büyük bir kısıtlama getirir. Çok sınırlı sayıda pay senedi ilk aşamada yatırımcıların piyasaya girmelerine olanak vermezken, daha sonraki safhalarda böyle bir kısıtlama çok sayıda kişinin çok az stok peşinde koşmasına neden olarak çok şiddetli fiyat hareketlerine sebep olur.

Gelişen sermaye piyasalarında karşılaşılan bir diğer potansiyel sorun borç çıkarımının olmamasıdır.

Menkul değer arzını etkileyen faktörleri ise, şöyle sıralayabiliriz;

Boyut; Ekonominin boyutu, gelişme düzeyi, büyük ihracat piyasalarına yerleşim yakınlığı, serbest teşebbüs ekonomisine yönelimi, menkul kıymetler borsasına pay senetleri kote ettirecek hatırı sayılır şirketlerin sayısını belirler.

Davranış; Şirketlerin halihazır sahiplerinin yabancılardan (şirket dışındakilerin) şirkete girmelerine izin vermeleri önemlidir.

İhtiyaç; Şirketleri halka gitmeğe zorlayan en büyük faktör önemli ölçüde ek kapital ihtiyacıdır.

Vergiler ve diğer teşvikler; Vergi teşvikleri de mevcut şirket sahipleri için paylarını çocuklarına devretmektense, halka satmaları için bir anahtar sebep olabilir.

Yasalar; şirketlerin halka satış yapacakları fiyatlar modası geçmiş bir şekilde kamu otoritelerince bir ortalama değere göre belirlenmesi de yanlış bir tutumdur.

Hükümet iştirakleri; Bazı ülkelerde hükümetler, devletin sahip olduğu kârlı ve profesyonelce yönetilen şirketlerin pay senetlerini halka satarak pay senedi arzını önemli ölçüde arttırabilir.

Menkul Kıymetler Endüstrisi; Başlangıç bir faal menkul kıymet piyasası, bu piyasanın temel elemanları olan komisyoncular, coberler vs. olmaksızın, nihai aşamalarda yardımlaşma fonları, para yöneten **firmalar** vs. gibi kurumlar olmaksızın düşünülemez.

d) Teşvikler ve Diğer Özendirici Unsurlar; Vergi teşviklerinin şirketlerin halka gitmesi korkusunu giderici, kısmen de şirket sahiplerine paylarının bir kısmını satmaya teşvik edici olması gerekir. Bu teşvikler şunlar olabilir;

1. Kamu şirketlerinin paylarıyla ilgili kapital kazançları üzerinde vergi muafiyeti yatırımcıları pay satın almaya teşvik edebilir.

2. Dividentlerin vergiden muaf tutulması veya kısmen vergi muafiyeti piyasaya yardımcı olabilir.

3. Halka açık anonim şirketlerde daha düşük vergi oranları uygulanabilir.

4. Halen açık şirketlerin paylarını satın alan kişiler için özel vergi indirimleri yatırımları teşvik edebilir.

5. Halka açılmayan şirketlere banka kredi koşullarının değiştirilmesine veya miktarının sınırlandırılmasına gidilebilir.

e) Yatırım Yapanların Korunması: Bir firmanın pay sene-dini satın alanlar firmanın stok manipülasyonlarına firma yöneticilerinin kârların küçük yatırımcılara ellerine ulaşmadan önce yapacakları bazı uygulamalara karşı korunmalıdır. Yatırımcıyı korumanın diğer bir yolu komisyoncu ve diğer borsa unsurlarının mesleki davranışları için yüksek bir standarttan getirilmesi ve piyasa söylentilerinin neden olabileceği aşırı spekülasyonlardan kaçınılmasıdır. Böyle bir koruma bir güvenlik komisyonu veya diğer bir tip kamu gözetimiyle sağlanabilir. Öte yandan bizzat komisyoncuları ve diğer birimlerin oluştura-cağı bir birlikçe kendi kendini düzenleyebilir.

Özellikle Menkul Kıymetler Borsası'nın göstereceği gelişmeler ve geçireceği aşamalar için gelişmiş ve bundan yaklaşık yirmi yıl önce bu alanda atılım yapmış ülkelerin

deneyimleri birer gösterge olabilir. Özellikle menkul kıymetler borsacılığının olgunlaşma aşamasına güven içinde ve hızla ulaşması için menkul kıymetler borsalarının gelişme aşamalarının iyi bilinmesi ve izlenmesi büyük önem arz etmektedir.

3.4. Sermaye Piyasası ve Yabancı Sermaye

Sermaye Piyasasının geliştirilmesi konusunda önemli olan bir konu da yabancı sermaye portföy yatırımlarını teşvik etmektir. Bugün dünyada portföy yatırımları sadece gelişmiş ülkeler arasında değildir. Bu ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru portföy yatırımları giderek artmaktadır. Bu eğilimin bir nedeni A.B.D. ve Japonya gibi sanayileşmiş ülkelerdeki likidite fazlalığıdır. Bu fazlalığın sisteme absorbe edilmesi, borsalarda büyük spekülatif hareketlere neden olabilir.

Gelişmekte olan ülkelerin bu açıdan bir üstünlüğü, bu ülkelerin ekonomilerinin daha hızlı büyüme potansiyeline sahip olmasıdır. Böylece yabancı yatırımcılar bu ülkelere yaptıkları yatırımlardan daha yüksek gelir sağlayabilmektedirler.

Çoğu Latin Amerika ülkesi 11 gelişmekte olan ülke, hisse senetlerinden oluşan İFC fiyat endeksi 1976-1983 döneminde yıllık ortalama % 25 oranında artış göstermiştir. Aynı dönemde sanayileşmiş ülkelerdeki hisse senedi ortalama yıllık getirisi % 13,5 olmuştur. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelere hisse senedi yatırımı daha riskli olmasına karşın, getiriler de bu riski telafi edecek ölçüde yüksek olabilmektedir.

Soruna gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri açısından bakıldığında, bu tür portföy yatırımları uluslararası bankalardan borçlanmaya bir alternatif olmakta ve ödemeler dengesi üzerinde daha olumlu bir etki yaratmaktadır.

Gelişen ülkeler portföy yatırımlarını ülkelere çekmek için son yıllarda oldukça popüler bir araç kullanmaktadır. Bunlar yatırım fonlarıdır. Bu suretle yabancı yatırımların direkt olarak değil, dolaylı olarak hisse senetlerine sahip olmaları sağlanmaktadır. Döviz karşılığı çıkarılan katılma belgeleri, Londra, New York gibi finans pazarlarında (Borsalarda) işlem görmektedir.

Bu fonlar ilk önce Berzilya'da kurulmuştur. Daha sonra Meksika katılma belgelerini A.B.D.'de yatırımcılara satmıştır. Yatırım fonları konusunda en başarılı ülke G.Kore'dir. IFC'nin yardımıyla 1981'de ilk yatırım fonunu kuran G.Kore, bugüne kadar uluslararası nitelikte ve 200 milyar \$ değerinde 6 yatırım fonu kurmuştur.

Ülkemizde bu eğilimden yararlanarak sermaye piyasasının daha hızlı gelişmesini sağlayabilir. İlk önce soruna yasal düzenleme açısından bakıldığında, DPT Yabancı Sermaye Başkanlığı tarafından yayınlanan yabancı sermaye çerçeve kararnamesi ile ilgili 1 no'lu tebliğe göre, yabancı yatırımcıların portföy yatırımları yapmaları mümkündür. Örneğin hisse senedi sahipliği konusunda bir sınırlama yoktur. Hem direkt, hem de dolaylı hisse senedi sahibi olmak mümkündür. Bu avantaja rağmen portföy yatırımlarında bugüne kadar başarılı olunduğu söylenemez.

Bununla birlikte diğer ülkelerde olduğu gibi, uluslararası nitelikli yatırım fonları kurarak yabancı sermayeyi ülkemize bu şekilde de çekmek için koşullar oldukça uygundur. Bu gerçekleştirildiğinde yabancı sermaye, işletmelerin özvarlıklarının kuvvetlenmesine ve borsaların etkinliğinin artmasına katkıda bulunabilir. Hattâ uzun vadede hisse senedi sahipliğini yaygınlaştıracak bir etki de yaratabilir.

3.5. Hisse Senedi Alımlarında Marj İşlemleri (Margin Trading)

Menkul Kıymetler piyasalarında bir marj işlemi, aracı kurumun müşteriye kredi vermek ya da onun hesabına menkul kıymet borç almak şeklinde bir mali destek verdiği alım-satımdır.

Genel olarak marj; aracı kurum neznindeki bir menkul kıymetler hesabına, bu menkul kıymetin fiyatındaki değişimler karşısında hesabı (hesaptaki özkaynak / aktif toplamı oranını) koruyabilmek için yatırılan para miktarını (özkaynakları) ifade eder.

İki tür marj işlemi vardır;

a) Marj Alımı: Yatırımcının, nakit mevcuduyla alabileceğinden daha fazla menkul kıymet almak için aracı kurumdan borç alarak yaptığı alım.

b) Kısa Satış: Yatırımcının sahip olmadığı ya da sahip olduğu halde teslim etmek istemediği menkul kıymetin satılması.

Marjlı alımda yatırımcılar bir kısım hisse senedini nakden alırlar ve bir kısmını almak için de borçlanırlar. Daha önceden alınmış olan hisse senetleriyle bu defa alınan hisse senetleri bu borcun teminatı olarak aracı kurum nezninde tutulur.

Marjlı alım, yatırımcıya gelecekte piyasa fiyatlarının yükselmesi halinde kaldıraç faktöründen yararlanarak, özkaynakların kârlılığını artırma olanağı verir. Ancak, piyasa fiyatlarının düşmesi halinde borçlanılan miktar sabit olduğundan, ters kaldıraç etkisiyle özkaynakların kârlılığı düşecektir.

Marjlı alımda bilinmesi gereken kavramlar şunlardır;

a) Başlangıç Marjı (Intial Margin): Yani marj hesabı açtıran bir müşterinin ödeyeceği nakit parayı ifade eder.

Örneğin, başlangıç marjı % 50 olarak belirlenmişse, müşteri marjlı alacağı hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin % 50'sini nakden ödemek zorundadır.

b) Marj Yüzdesi: Müşterinin hesabındaki marj yüzdesi, bu hesaptaki hisse senetlerinin piyasa değerinin yükselmesi ya da düşmesiyle değişecektir. Herhangi bir andaki marj yüzdesi, Marj (%) (Özkaynaklar/Hisse Senedi Piyasa Değeri) 100 olarak hesaplanacaktır.

c) Sürdürme Marjı (Maintenance Margin): Marjlı alım yapıldıktan sonra, borçlar ödenerek ya da menkul kıymetler satılarak marj hesabı kapatılmamışsa, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarındaki bir düşmeyle beraber marj yüzdesi de başlangıç marjının altına düşecektir. Sürdürme marjı; müşterinin daha fazla özkaynak yatırmasının istenmesinden önce marj yüzdesinin ne kadar düşmesine izin verildiğini belirler.

d) Marj Çağrısı (Margin Call): Müşteri marj hesabı açan aracı kurumlar her gün bu hesaplardaki marjları hesaplarlar ve marj miktarı sürdürme marjının altına düştüğünde müşteriye marj çağrısı yaparlar. Marj çağrısını gerektiren hisse senedi fiyatı şöyle belirlenebilir;

Marj Çağrısı : $\frac{\text{Başlangıçta Alınan Borç/Hisse Sayısı}}{1 - \text{Sürdürme Marjı}}$

e) Risk ve Teminat: Marj hesabında müşteriye açılan kredinin teminatı Borsa'nın 4. pazarında alım-satımı yapılan ve marja alınan hisse senetlerinin kendisi olacaktır. Bu hisse senetlerinin piyasada likiditesi yüksek olduğundan, geri ödeyememe riski (Default risk) çok düşüktür. Esasen piyasa yükselmekte iken sorun yoktur. Ancak, piyasa dalgalanmakta ya da düşmekte ise sürdürme marjı yükseltilebilecektir.

Marjin hisse senedi alımı uygulamasına Türkiye'de daha yeni yeni başlanmakla birlikte, henüz gelişme aşamasında olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarındaki dalgalanmalar, belirsizlikler ve hisse senedi müşterisinin yeterli seviyede bulunmaması nedeniyle marj işlemlerinin uygulanmasına uygun ortam henüz tam olarak bulunmamaktadır.



XI. S O N U Ç

Sanayileşme, büyük ölçekli yatırımların yapılmasını zorunlu hale getirmektedir. Dünyanın hiçbir ülkesinde bu boyuttaki yatırımların bir tek kişinin, ailenin veya küçük bir müteşebbis grubunun kaynakları ile finanse edilemediği ek kaynaklara gereksinme duyulduğu, bu kaynakların yatırımların niteliği gereği uzun süreli olması gerektiği gözlenmiştir. Bu gereksinme önceleri para piyasası ağırlıklı olan finansal pazarın değişime uğramasına ve sermaye piyasası kesimi'nin gelişmesine yol açmıştır.

Sermaye Piyasasının ekonomik kalkınmaya paralel olarak geliştiremediği veya ekonomik çalışmaları sermaye piyasasının geliştirilmesi çalışmaları ile aynı hız ve doğrultuda yapılamadığı takdirde, ülke ekonomik yapısında sağlıklı bir görünüm ortaya çıkmaktadır. Bu sağlıklı yapı, yatırımların tamamlanması veya işletmeye alınmış tesislerin çalışması için gerekli işletme sermayesi eksikliği nedeniyle işletmelerin randımanlı çalışmasına sebep olmaktadır.

Günümüz Türkiye'sinde görünen durum şöyle özetlenebilir; Ülkemiz özel sektörünü oluşturan büyük çoğunluğu Anonim Şirket statüsünde değildir, faaliyette bulunan anonim şirketlerin büyük bir bölümü aile anonim şirketleridir ve bu şirketlerin yönetim ve denetimleri ağırlıklı olarak ailenin sorumluluğunda bulunmaktadır. Halka açılmış SPK'nun denetimine girmiş ve hisse senetleri borsaya kote ettirilmiş anonim şirketlerin çoğunda şirket yönetimine olanak verecek büyüklükteki sermaye sahipliği, bir ailenin, bir kişinin veya grubun elindedir. Özel sektör firmalarının borçlanmaları, öz varlıklarına kıyasla çok fazladır ve bunların çoğunlukla kısa vadeli borçlar olduğu gözlenmektedir. Bu görünüm ülkemizde sermaye piyasasının ulaşması gereken noktaya ulaşmadığını açık olarak ortaya koymaktadır. Bu bulgulara ek olarak

hisse senedine sahip yatırımcıların, bu yatırım araçlarını bir portföy oluşturacak şekilde çeşitlendirmelerini ve zaman zaman portföylerini yenilediklerini söylemenin pek gerçekçi olmadığı düşünülürse ve 1986'da İMKB'da birinci pazarda işlem gören hisse senedi sayısının o pazarda yer alan toplam hisse senetleri sayısının ancak % 1'ini oluşturduğu da dikkate alınırsa, sermaye piyasasının etkinlik noktasından oldukça uzakta olduğu sonucuna varılır.

Ülkemizde sermaye piyasasının, kalkınma çabalarında aktif bir rol üstlenerek kendisinden beklenen işlevleri yerine getirebilmesi için başlatılan adımlar genelde olumlu olmakla birlikte, henüz yeterli değildir.

Genellikle Menkul Kıymetler Piyasasında gelişmişliğin başlıca ölçüleri olan bütünlük, verimlilik ve rekabet koşulları Türkiye'de tam anlamı ile sağlanamamıştır.

1982 yılında yaşanan Banker krizinin etkileri güven ögesine büyük önem verilmesi sonucunu doğurmuş, tasarrufların tasarruflarının sağlam güvencelere bağlanması endişesi piyasanın dinamizm kazanması için gerekli diğer koşulları ikinci plâna itmiştir.

Enflasyonun ülkemizde tanık olduğumuz bugünkü yüksek ve değişken görünümü, ekonomide sınırlı kaynakların verimli alanlara yönlendirilmesini önlediği gibi, sermaye piyasasını da bozucu etkiler doğurmaktadır. Çünkü, böyle dönemlerde sermaye piyasasındaki potansiyel fon sahipleri ve fon kullanımlarının enflasyondan kaynaklanan riski değerlendirmeleri güçlenmektedir. Bunun doğal sonucu olarak sermaye piyasası daralmakta veya gelişmesi gecikmektedir. Bu nedenle ülke ekonomisine yön verenlerin menkul kıymetler piyasasına dinamizm kazandırabilmelerinin temel koşulu, enflasyon hızının kabul edilebilir düzeye çekilmesidir.

Öte yandan, sermaye piyasasındaki işlemlerin yoğunluğunu arttırabilmek için alınabilecek önlemler ise şöyle sıralanabilir;

Şirketleşme ve halka açılmayı teşvik edici önlemler alınmalıdır. Bu önlemler firmaların şirketleşmelerini ve şirketlerin halka açılmalarını özendirici olmalıdır. Bu önlemler; vergi düzenlemeleri ve bağışıklığı, resim, harç ve damga vergisi indirimi veya muafiyeti ve faiz politikalarında yapılacak düzenlemeler şeklinde olabilir.

Küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarını Sermaye Piyasasında değerlendirilmelerini özendirici önlemler alınmalıdır. Bu önlemler; ekonomik ve sosyal düzenlemeler, şirket içi bilgilerin doğru ve yeterli düzeyde kamuya açıklanmasını sağlayacak düzenlemeler, Sermaye Piyasasına yatırım yapmayı özendirecek büyüklükte yatırım verimi sağlamaya yönelik önlemler ve yatırımcıyı kötü niyetli kişi ve kuruluşlara karşı koruyucu düzenlemeler şeklinde özetlenebilir.

Yukarıda özetlenen önlemleri almak görevinin öncelikle devlete ait olması gerekir. Ancak, Sermaye Piyasasında taraf ve aracı durumundaki tüm organ ve kuruluşların devlete destek olması gereği de hatırdan çıkarılmamalıdır.

K A Y N A K L A R

- AKGÜÇ, Öztin (Dr.) : Finansal Yönetim, 3. baskı, Formül Matbaası, İstanbul, 1982
- GÖNENLİ, Atilla (Prof.Dr.) : İşletmelerde Finansal Yönetim, Formül Matbaası, İstanbul, 1983.
- İMREGÜN, Oğus (Prof.Dr.) : Kara Ticareti Hukuku Dersleri, 6.baskı, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1981.
- POROY-TENALAP-ÇAMOĞLU : Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 3. baskı, İstanbul Matbaası, İstanbul, 1984.
- GÜNAL, Vural : Sermaye Piyasası Hukuku, SPK Yayınları, No:5, Ankara, 1986.
- SAĞLAN, Mustafa (Doç.Dr.) : Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir, 1987.
- SARIKAMIŞ Cevat (Prof.Dr.) : Sermaye Pazarları, Fatih Matbaası, İstanbul, 1980.
- TEKİNALP, Ünal (Prof.Dr.) : Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş., No:4, İstanbul, 1982.
- KARAŞIN, Gültekin : Sermaye Piyasası Analizleri, SPK Yayınları, No:4, Ankara, 1987.
- KOCAMANOĞLU, Sururi : Bankacılık Ansiklopedisi, Türkiye İş Bankası, Kültür Yayınları, Doğu Matbaası, Ankara, 1983.
- TUNCER, Selahattin (Prof.Dr.) : Türkiye'de Sermaye Piyasası, İstanbul Matbaası, İstanbul, 1985.
- SERMAYE PİYASASI KURUMU : Sermaye Piyasası Mevzuatı, SPK Yayınları, 2. baskı No:1, Ankara, 1988.
- DOMANIÇ, Hayri (Prof.Dr.) : Anonim Şirketler, Arpaz Matbaacılık Tesisleri, İstanbul, 1978.

- DEMİRGİL, Demir (Prof.Dr.) : "1982-85 Döneminde Sermaye Piyasasının Ekonomideki Rolü" konulu tebliğ, 1982 Yılında Sermaye Piyasasında Yasal Düzen ve Sorunlar Konferansı, 15-16 Ocak, 1982.
- ÖZKANLI, Sedat : "Sermaye Piyasasında Yeni Vergi Düzeni" konulu tebliğ, 1982 Yılında Sermaye Piyasasında Yasal Düzen ve Sorunlar Konferansı, 15-16 Ocak, 1982.
- PARASIZ, İlker (Prof.Dr) : Menkul Kıymetler Borsasının Gelişme Aşamaları ve Başarılı Olmasının Gerekleri, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Mayıs, 1986, Yıl:8, Sayı:87.
- AÇIK OTURUM : Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki Son Gelişmeler ve Özelleştirme, Ocak, 1988, Yıl:25, Sayı:1
- PAMUKÇU, Celal : Hisse senetlerinin Halka Arzında SPK'na tabi Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar, Vergi Dünyası Dergisi, Aralık, 1986, Sayı:64.
- TÜRK, İsmail (Prof.Dr.) : Sermaye Piyasasında Gelişmeler, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ocak 1988, Yıl:10 Sayı:107.
- KARSLI MUHARREM : İMKB. 87-88, Para ve Sermaye Piyasası, Dergisi, Ocak 1988, Yıl:10, Sayı:107.
- YAPI VE KREDİ BANKASI : Sermaye Piyasası Raporu, İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü, Mart, 1988.
- ULUSOY, Yılmaz : Sermaye Piyasası Araçları (Hisse Senetleri), "Türkiye'de Sermaye Piyasası Gelişmesi" Seminerinde sunulan Tebliğ, 1984.