



İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
AÇIK VE UZAKTAN EĞİTİM FAKÜLTESİ



SERMAYE PİYASALARI VE YATIRIM **ARAÇLARI**

BANKACILIK VE SİGORTACILIK

DR. ÖĞR. ÜYESİ MEHMET HAKAN SAĞLAM

İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
AÇIK VE UZAKTAN EĞİTİM FAKÜLTESİ

İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
AÇIK VE UZAKTAN EĞİTİM FAKÜLTESİ

BANKACILIK VE SİGORTACILIK ÖN LİSANS PROGRAMI



SERMAYE PİYASALARI VE YATIRIM
ARAÇLARI

DR. ÖĞR. ÜYESİ MEHMET HAKAN SAĞLAM

ÖNSÖZ



İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	I
İÇİNDEKİLER.....	II
KISALTMALAR.....	XIII
YAZAR NOTU.....	XIV
1. OSMANLI TARİHİNDE EVRELER.....	1
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?.....	2
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	3
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri.....	4
Anahtar Kavramlar.....	5
Giriş.....	6
1.1. Osmanlı Ekonomisinin Temel Yapı Unsurları.....	8
1.2. Osmanlı Ekonomisinin Temel İlkeleri.....	8
1.3. Osmanlı Vergi Sisteminde Evreler.....	11
1.3.1. Balkanlara Yayılış Ve Tımar Düzeninin Oluşumu.....	11
1.3.2. Osmanlı'nın Uzun Ömürlülüğü.....	11
1.4. Devletin Sınırları.....	12
1.4.1. Toplumsal Yapı.....	12
1.5. Anadolu'da Tarım.....	12
1.5.1. Tımar Düzeni.....	13
1.5.2. Reayanın Ödediği Vergiler.....	15
1.5.3. Tımar düzeni dışında kalan topraklar.....	18
1.6. Kredi, Finans Ve Servetler.....	20
1.6.1. Para Vakıfları.....	20
1.6.2. İş Ortaklıkları.....	21
1.7. Osmanlı Maliye Bütçesinin Finansman Araçları.....	22
1.7.1. Devletin Bir Diğer Gelir Kaynağı: Müsadereler (Elkoymalar).....	22
1.7.2. Avrupa'da Kapitalizmin Ateşleyicisi 1340 Veba Salgını.....	24
1.8. Merkantilizm ve Osmanlılar.....	25
1.9. Tımar Düzenin Bozuluşu İltizamın Yaygınlaşması.....	27
Uygulamalar.....	30
Uygulama Soruları.....	31

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	32
Bölüm Soruları.....	33
2. OSMANLIDA KAMU MALİYESİ VE BORÇLANMA SÜRECİ	34
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	35
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	36
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri	37
Anahtar Kavramlar.....	38
Giriş.....	39
2.1. Timar ve İltizam Yöntemi.....	40
2.2. Malikane Sistemi (1695).....	42
2.3. Esham – Sehim (1775-1860).....	44
2.4. Esham Kavâimi, Kaime-İ Mutebere, Evrâk-I Nakdiye	52
2.5. Evladiyet Şürûtu.....	53
2.6. Atik Esham ve Esham-ı Mümtaze.....	53
2.7. Kapitülasyonlar (Ayrıcalıklar)	54
2.8. Galata Bankerlerinin Yükselişi	55
2.9. 1838 Baltalimanı Ticaret Antlaşması	56
2.9.1. Antlaşma Niçin İmzalandı?.....	58
2.10. Malî Sorunlar ve Dış Borçlanma.....	60
2.10.1. Yeni Para Düzeni.....	60
2.10.2. Osmanlının İlk Dış Borcu ve Borçlanmasının Seyri... ..	61
2.10.3. Galata Bankerleri ve Rûsum-ı Sitte... ..	62
2.10.4. Düyun-I Umumiyye İdaresinin Kuruluşu... ..	63
2.10.5. Anadolu’da Kurtuluş Mücadelesi... ..	64
2.10.6. Lozan’da Türkiye’nin Hissesine Düşen Borçlar... ..	65
2.10.7. Bezdirme politikası : Yabancı Alacaklılarla yapılan 1923-1925-1926- 1927-1932 görüşmeleri... ..	65
2.10.8. 1928 Anlaşması Borçlarda Birinci İndirim... ..	65
2.10.9. Lozanda Kapitülasyonların Reddi... ..	66
2.10.10. 1929 Dünya bunalımı ve 1928 anlaşmasının askıya alınması.....	66
2.10.11. 1932 Anlaşması. Borçlarda İkinci İndirim Ve Geçmişin İntikamı.....	67
Uygulamalar.....	68
Uygulama Soruları	69
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	70

Bölüm Soruları.....	71
3. TÜRKİYE’DE SERMAYE PİYASASI VE BORSA TARİHİ.....	72
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	73
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	74
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri.....	75
Anahtar Kavramlar.....	76
Giriş.....	77
3.1. Sermaye Piyasalarının Tarihi.....	78
3.2. Türkiye’de Borsanın Tarihi.....	82
3.3. Piyasa Kavramları, Çeşitleri, Özellikleri.....	83
3.4. Menkul Kıymet Borsaları.....	87
3.5. Borsalarının Ekonomik İşlevleri.....	88
3.7. Sermaye Piyasası Kurulu.....	100
3.8. Aracı Kuruluşlar.....	102
Aracı Kuruluşların Faaliyetleri.....	103
Uygulamalar.....	105
Uygulama Soruları.....	106
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	107
Bölüm Soruları.....	108
4. YATIRIM ORTAKLIKLARI VE YATIRIM FONLARI YATIRIM ORTAKLIKLARI	109
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	110
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	111
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri.....	112
Anahtar Kavramlar.....	113
Giriş.....	114
4.1. Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Şartları.....	115
4.2. Yatırım Ortaklıklarının Yönetim İlkeleri ve Yapamayacakları İşler.....	117
4.3. Yatırım Ortaklıklarında Kâr Dağıtımı.....	119
4.4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (Gsyo).....	120
4.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (Gyo).....	123
4.6. Yatırım Fonları.....	129
Uygulamalar.....	140
Uygulama Soruları.....	141

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	142
Bölüm Soruları.....	143
5. ANONİM ŞİRKETLER.....	144
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	145
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	146
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri.....	147
Anahtar Kavramlar.....	148
Giriş.....	149
5.1. Genel Olarak	149
5.2. Anonim Şirketin Tanımı	149
5.3. Anonim Şirketlerin Kuruluşu.....	150
5.4. Sermaye Piyasası Mevzuatında Anonim Şirketler	152
5.4.1. Halka Açık Anonim Şirketler.....	152
5.4.2. Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı ve Kayıtlı Sermaye Sistemi	154
5.4.3. Kayıtlı Sermaye Sistemi	156
5.4.4. Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçiş	157
5.4.5. Kayıtlı Sermaye Sisteminden Çıkma ve Çıkarılma.....	158
5.4.6. Yönetim Kuruluna Tanınabilecek Yetkiler.....	159
5.5. Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Unsurları	163
5.5.1. Diğer Sermaye Piyasası Araçları.....	165
5.6. Hisse Senetleri.....	165
5.6.1. Hisse Senetlerinin Tanımı ve Nitelikleri	165
5.6.2. Pay (Hisse) Kavramı.....	165
5.6.3. Hisse Senedi Sahibinin Hakları ve Yükümlülükleri.....	166
5.6.4. Hisse Senedi Çıkaracak Kuruluşlar	168
5.7. Hisse Senetlerinin Fiyatı, Değeri ve Türleri	171
5.7.1. Hisse Senedi Fiyat Tanımlamaları.....	171
5.7.2. Hisse Senedinin Değer Tanımlamaları	172
5.8. Hisse Senedi Türleri	174
5.8.1. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri	174
5.8.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri.....	175
5.8.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri.....	175
5.8.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri	176

5.8.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri	176
5.8.6. Hisse Senetlerinde Şekil Şartları	176
5.8.7. Hisse Senetlerinin Ekonomik Önemi ve İşlevleri	177
Uygulamalar.....	179
Uygulama Soruları	180
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	181
Bölüm Soruları.....	182
6. HİSSE SENEDİ TÜREVLERİ	183
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	184
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	185
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri.....	186
Anahtar Kavramlar.....	187
Giriş.....	188
6.1. Kâr Ve Zarar Ortaklığı Belgeleri (Kzob).....	189
6.2. Katılma İntifa Senetleri (Kis).....	190
6.3. Oydan Yoksun Hisse Senetleri (Oyhs).....	191
6.4. Tahviller.....	192
6.5. Diğer Menkul Kıymetler.....	204
6.6. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar	206
6.7. Finansman Bonoları.....	206
6.8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (Vdmk).....	208
6.9. Menkul Kıymetlerde Devir, Temlik, Zayi Olma Ve Zaman Aşımı	212
Uygulamalar.....	218
Uygulama Soruları	219
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	220
Bölüm Soruları.....	221
7. KOTASYON VE BORSA'DA İŞLEM GÖRME.....	222
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	223
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	224
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri.....	225
Anahtar Kavramlar.....	226
Giriş.....	227
7.1.Kotasyon, Pazar Açılması, Halka Arz ve İMKB' de İşlem Görme	228

7.2. Kotasyon Şartları.....	231
7.3. Kottan Çıkarma	237
Uygulamalar.....	247
Uygulama Soruları	248
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	249
Bölüm Soruları.....	250
8. IMKB’DE MEVCUT HİSSE SENETLERİ PAZARLARI’NA KABUL ESASLARI	251
.....
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	252
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	253
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri	254
Anahtar Kavramlar	255
Giriş.....	256
8.1. Ulusal Pazar	257
8.2. İkinci Ulusal Pazar Esasları	257
8.3. Gözaltı Pazarı (Gp) Kuruluş Ve Çalışma Esasları	260
Uygulamalar.....	264
Uygulama Soruları	265
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	266
Bölüm Soruları.....	267
9. BORSA’DA İŞLEM GÖREN HİSSE SENETLERİNİN FİYATI.....	268
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	269
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	270
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri	271
Anahtar Kavramlar.....	272
Giriş.....	273
9.1. Hisse Senetlerinin Borsada İşlem Görmesi.....	275
9.2. Hisse Senetleri Piyasası’nda Pazarlar ve Seans Saatleri.....	281
9.2.1. Ulusal Pazar	282
9.2.2. İkinci Ulusal Pazar (Kot Dışı Pazar)	282
9.2.3. Yeni Ekonomi Pazarı	283
9.2.4. Gözaltı Pazarı	283
9.2.5. Toptan Satışlar Pazarı	284
9.2.6. Rüşhan Hakkı (Yeni Pay Alma Hakkı) Kupon Pazarı İşlemleri.....	285

9.3. Hisse Senetleri Piyasası'nda "Eski - Yeni" Uygulaması ve Yeni Hisse Pazarı...	288
9.3.1. Yeni Hisse Senetleri İçin Ayrı Pazar Açılması	288
9.3.2. "Yeni" Hisse Senetleri İçin Açılan Pazarın Çalışma Esasları.....	290
9.4. Resmi Müzayedeler	290
9.5. Hisse Senetleri Piyasası'nda Fiyatların Oluşum Yöntemi.....	291
9.6. Hisse Senetleri Piyasası'nın İşleyişi İle İlgili Tanımlar	292
Uygulamalar.....	298
Uygulama Soruları	299
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	300
Bölüm Soruları.....	301
10. MÜŞTERİ VE BORSA EMİRLERİ	302
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	303
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	304
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri	305
Anahtar Kavramlar.....	306
Giriş.....	307
10.1. Maksimum Lot Miktarlarının Belirlenmesine Baz Teşkil Eden Kriterler	309
Emir Çeşitleri.....	311
Tek Üyenin Taraf Olduğu İşlemler	318
Emirlerde Geçerlilik Süresi	319
Emir ve İşlem Fonksiyonları.....	320
Gerçekleşen İşlemlerin Belirlenmesi	323
Bir Hisse Senedinde İşlemlerin Geçici Olarak Durdurulması	324
10.2. Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış Ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma Ve Verme İşlemleri.....	325
10.2.1. Genel İşlem Sınırları:.....	326
1.2.2. Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım İşlemleri	327
10.2.3. Verasete Konu Menkul Kıymetler.....	333
10.2.4. Bilgi Verme Yükümlülüğü Olan Hisse Senedi Alış ve Satış İşlemleri ...	333
10.2.5. İMKB'de Sırası Kapatılan Şirket Hisse Senetlerinin Borsa Dışında Alış/Satış'ına İlişkin Esaslar	334
10.2.6. Halka Arz Sonrası İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda İşlem Görmeye Başlayacak Şirketlerin Hisse Senetlerinde Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlere İlişkin Düzenleme:	336

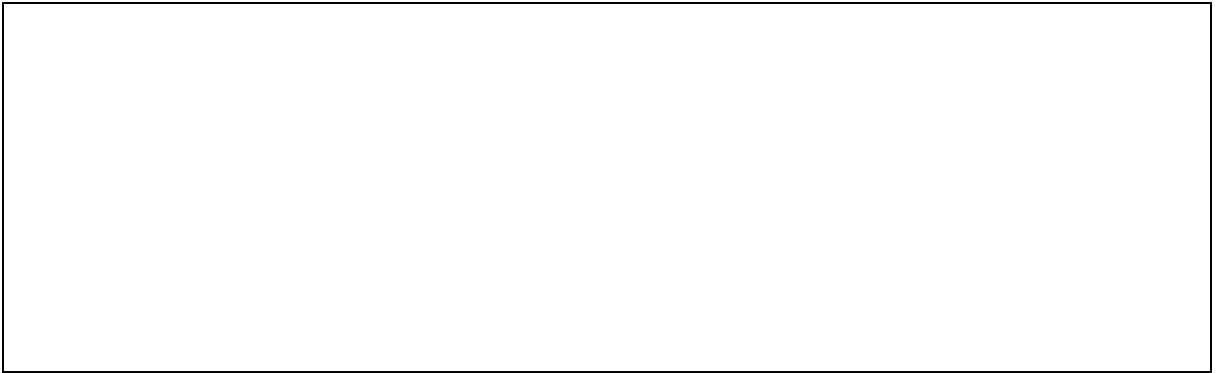
Uygulamalar.....	337
Uygulama Soruları	338
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	339
Bölüm Soruları.....	340
11. BORSA'DA HİSSE SENETLERİ İŞLEM GÖREN ORTAKLIKLARIN SERMAYE ARTIRIMLARINDA VE/VEYA TEMETTÜ ÖDEMELERİNDE KARŞILAŞILAN DURUMLAR VE BÖLÜNMELEDE FİYAT TESBİTİ	341
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	342
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	343
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri.....	344
Anahtar Kavramlar.....	345
Giriş.....	346
11.1. Temettü Ödemelerinde Baz Fiyat Belirleme Yöntemi	349
11.2. Sermaye Artırımlarında Baz/Referans Fiyat Belirleme Yöntemi	350
11.3. Esas Sermaye Sisteminde Olan Şirketlerde	356
Uygulamalar.....	366
Uygulama Soruları	367
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	368
Bölüm Soruları.....	369
12. HİSSE SENEDİ İŞLEMLERİNDE TAKAS VE SAKLAMA.....	370
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	371
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	372
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri.....	373
Anahtar Kavramlar.....	374
Giriş.....	375
12.1. Takas ve Saklama İşlemlerini Düzenleyen Mevzuat.....	377
12.2. İ.M.K.B. Takas ve Saklama Bankası A.Ş.	377
12.3. Takas Prensipleri, Üye Hesaplarının Açılması	378
12.4. Hisse Senedi Takasında Uygulanan Temel Prensipler	380
12.5. Netleştirme (Net Bakiye) Prensibi.....	380
12.6. Teslim Karşılığı Ödeme Prensibi	381
12.7. Kaydi Takas Prensibi.....	381
12.8. Merkezi Takas Prensibi	381
12.9. Ödemelerde Aynı Gün Valörlü Ödeme	381

12.10. Üye Hesaplarının Açılması	382
12.11. Şartlı Virman Borç Kapatma.....	387
12.12. Şartlı Virman İşleminin Gerçekleşmesi	387
12.13. Nakit Takası	389
Temerrüt işlemleri.....	393
12.14. Birincil Piyasa İşlemlerinin Takası.....	397
Rüçhan Hakkı Kuponu İşlemlerinin Takası	398
Toptan Satışlar Pazarı İşlemlerinin Takası.....	398
Uygulamalar.....	399
Uygulama Soruları	400
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	401
Bölüm Soruları.....	402
13. ENDEKSLER	403
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	404
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	405
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri	406
Anahtar Kavramlar.....	407
Giriş.....	408
13.1. Genel Tanım.....	409
13.2. Bir Endeksin Oluşturulmasında Önemli Kriterler.....	409
13.3. Hisse Senedi Endeksleri.....	410
13.4. İMKB Hisse Senetleri Endeksleri	412
13.4.1. İMKB-30, İMKB 50 ve İMKB-100 Endekslerinde Yer Alacak Hisse Senetlerinin Seçimi.....	414
13.4.2. İMKB Endekslerinin Tarihçesi	417
13.4.3. Endekslerin Diğer Kullanım Alanları.....	419
Uygulamalar.....	421
Uygulama Soruları	422
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	423
Bölüm Soruları.....	424
14. VADELİ İŞLEMLER PİYASALARI (TÜREV PİYASALAR)	425
Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?	426
Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular.....	427
Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri	428

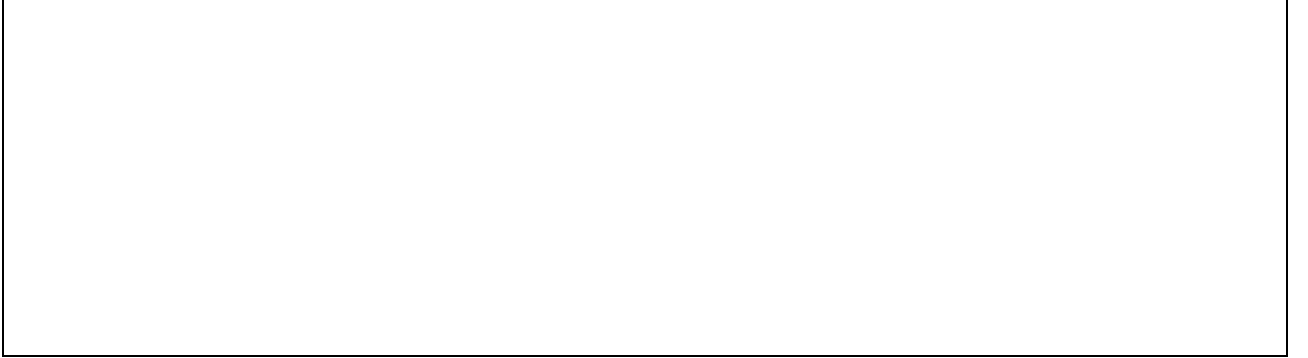
Anahtar Kavramlar.....	429
Giriş.....	430
14.1. Vadeli İşlem Piyasalarının Tarihçesi.....	432
14.1.1. Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Opsiyonlar.....	432
14.1.2. Finansal Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Ortaya Çıkışı.....	434
14.1.3. Vadeli Piyasalar Yatırımcılara Neler Sağlar?.....	436
14.1.4. Borsalar Bünyesinde Kurulan Vadeli Piyasaların Takas İşlemleri.....	437
14.1.5. Vadeli İşlem Sözleşmesinin Fiyatını Etkileyen Temel Faktörler.....	442
14.1.6. Vadeli İşlem Sözleşmelerinde İşlem Yapan Yatırımcı Tipleri.....	443
14.1.7. Vadeli İşlem Piyasalarında Spekülasyon.....	444
14.1.8. Opsiyon Sözleşmesi Nedir?.....	444
14.1.9. Opsiyon Terimleri.....	444
14.1.10. Opsiyon Piyasası İşlemleri.....	445
14.1.11. Opsiyon Fiyatının (Opsiyon Primi) Belirlenmesi:.....	446
14.1.12. Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerine Konu Ürünlerde Aranılan Temel Özellikler.....	446
14.1.13. Vadeli İşlem Sözleşmelerine Konu Teşkil Eden Ürünler.....	447
14.2. Yatırım Ve Risk.....	449
14.2.1. Likidite Riski (Liquidity Risk, Marketability Risk).....	450
14.2.2. Yeniden Yatırma Riski veya Vade Riski (Reinvestment Risk).....	450
14.2.3. Finansal Risk (Financial Risk) veya Ödememe Riski (Default Risk).....	451
14.2.4. İşletme Riski (Business Risk).....	451
14.2.5. Faiz Oranı Riski (Interest-Rate Risk).....	452
14.2.6. Enflasyon Riski (Inflation Risk, Purchasing-Power Risk).....	452
14.2.7. Kur Riski (Exchange-Rate Risk).....	453
14.2.8. Riske Genel Olarak Bakış.....	453
14.2.9. Sermaye Arttırımı ve/veya Temettü Dağıtımı Gününden Önceki Verilerin Düzeltilmesi.....	453
14.3. Piyasaların Birbirleriyle Etkileşimi.....	454
14.3.1. Türk Mali Piyasaları.....	456
14.3.2. Organize Piyasalar.....	456
14.3.3. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası.....	458
14.3.4. İMKB Hisse Senetleri Piyasası.....	459
14.4. İstanbul Altın Borsası.....	460

14.5. Tezgahüstü Piyasalar	460
14.5.1. Bankalararası TL Piyasası.....	460
14.5.2. Bankalararası Repo Piyasası	461
14.5.3. Bankalararası Tahvil Piyasası	461
14.5.4. Bankalararası Döviz Piyasası	462
14.5.5. Serbest Efektif Piyasası.....	462
Uygulamalar.....	463
Uygulama Soruları	464
Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti.....	465
Bölüm Soruları.....	466
KAYNAKÇA.....	467

KISALTMALAR



YAZAR NOTU

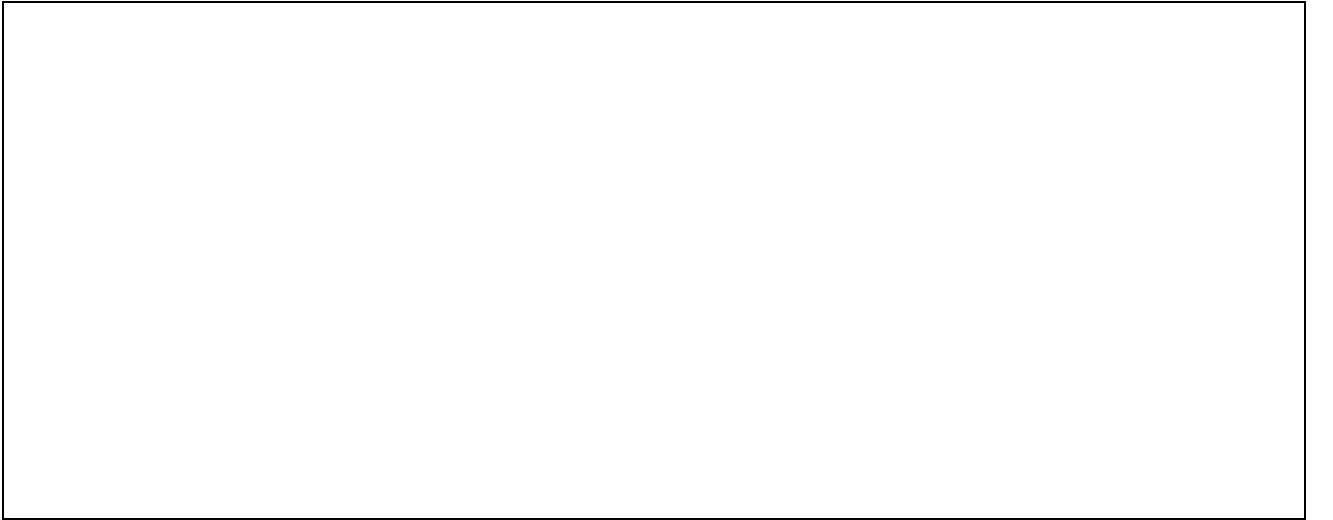


1. OSMANLI TARİHİNDE EVRELER

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 1.1.**
- 1.2.**
- 1.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

1.OSMANLI TARİHİNDE EVRELER

Osmanlı Devleti'nin kuruluşundan 17. yüzyılın sonlarına kadar geçen yaklaşık 400 yıllık süre genişleme dönemidir. Bu süre boyunca Osmanlı Devleti, küçük veya geçici sayılabilecek birkaç istisna dışında, hiçbir önemli yenilgi tanımadı. Başlangıçtan 16. yüzyılın ortalarına kadar çok hızlı, sonra giderek yavaşlayan tempo ile bu genişleme 17. yüzyılın sonlarına kadar devam etti. Osmanlı Devleti 1354 yılında ayak bastığı Avrupa kıtasında, 300 yıldan fazla süre boyunca kararlı ve karşı konulamaz bir şekilde genişledi. Bu genişlemenin gerçekleştiği döneme, Avrupa açısından bakarsak görünen şudur: Avrupa 14. yüzyılda henüz gerçekleştirdiği ticaret devriminden başlayarak birbirini izleyecek bir seri değişme ile harekete geçmek üzere bulunduğu bir çağın eşiğindedir. Nüfus artışı, kıta-içi kolonizasyon, Rönesans, Reform, deniz aşırı hareketlenme ve büyük coğrafi keşiflerle kendi kabuğunu çatlatarak dünyaya hakim olma yoluna koyulmuş Hıristiyan Avrupa, kendi ana kıtasında, rakip dinin bayrağı ile gelip yerleşen Asyalı bir soyun hakimiyetini tanımak zorunda kalmıştır. ¹

Birinci dönemde bütün parametreleri ile Osmanlı Türkiye'sinin 4-5 misli büyüklükleri kontrol etmekte olan Avrupa, bu dönemde imkânlarını birkaç misli daha arttırmış ve fiilen dünyaya hakim olmaya başlamıştır. Kısaca ifade edersek sanayi devrimi ile modern iktisadî büyümeyi başlatmıştır. Avrupa bu büyük dönüşüm ile kontrol ettiği kaynakları inanılmaz ölçülerde arttırmaya başlamış ve aradaki mesafeyi hızla açmıştır. İşte bu devleşmiş Avrupa karşısında Osmanlı kıtadan geri çekilmeye başlamış, ama Osmanlının çekilme temposu sanılanın aksine son derece yavaş olmuştur. Viyana'nın kuşatıldığı 1683 yılından İmparatorluğun sona erdiği 1922 yılına kadar geçen süre 239 yıldır. Daralmanın ortalama hızı yıllık 4000 km² civarındadır. Aynı sahanın fethi, genişleme döneminde (1354-1683) 329 yılda gerçekleşmiştir ki bunun da yıllık ortalaması 3000 km² kadardır. Gidiş ve dönüş hızları arasındaki fark % 25-30 civarındadır. Ama ilerlerken karşı kampı oluşturan Avrupa'ya oranla dönüşte birkaç misli daha büyümüş, adeta devleşmiş bir Avrupa vardır. Bu sebepten, bu daralmayı da, birinci dönemdeki genişleme derecesinde, hatta bir bakıma ondan daha başarılı saymak gerekir. Zira bu adım adım geri çekilmenin arkasında anlaşılması, açıklanması ve inanılması kolay olmayan muazzam bir direnmenin gücü vardır.

¹ Mehmet Genç, Osmanlı İmparatorluğu'nda Devlet ve Ekonomi", Ötüken Neşriyat A.Ş., İstanbul, 2007, sh. 38-39.

19. yüzyıldan itibaren "hasta adam" ilan edilen bu yapının dağılması pek de kolay olmadı. Dünyaya hakim olmakta devasa mesafe almış bulunan Avrupa karşısında Osmanlı İmparatorluğu, açıklanması kolay görünmeyen bir direnç göstererek, I. Dünya Savaşı'na kadar ayakta kalmayı başarmakla kalmamış, üstelik bu savaşa da etkin şekilde katıldıktan sonra, aralarında bulunduğu ittifak cephesi ile birlikte, yalnız kendisini değil, kimsenin yıkılacağını düşünmediği ve beklemediği Avusturya, Alman ve Rus imparatorluklarını da silip süpüren bu cihanşümül tarihî deprem ile ancak sona ermiştir.

1.1. Osmanlı Ekonomisinin Temel Yapı Unsurları

Osmanlı düzeninin temel yapı unsurları nelerdi diye sorarsak, en kısa ifadesi ile şöyle sıralamak mümkündür: Mîrî toprak rejimi, millet sistemi, esnaf örgütlenme tipi, vakıfları, kendine has iktisadî dünya görüşü ve nihayet bütün bu unsurları bir orkestra gibi yönetmek üzere oluşturulmuş irsî olmayan, meritokratik bir seçkinler kadrosu; Osmanlı düzeninin belirgin yapı unsurları bunlardır.²

1.2. Osmanlı Ekonomisinin Temel İlkeleri

Provizyonizm, tradisyonalizm ve fiskalizm olarak tespit edilen üç ilke, Osmanlı ekonomisinin içine yerleştiği genel çerçeveyi oluşturur. Bunlar tek tek veya kısmen başka ülkelerde, başka çağlarda, her yerde, her zaman bulunabilen ilkelerdir. Osmanlılar bu ilkelerin ne mucidi, ne de yegâne uygulayıcıları elbette değillerdir. Ancak Osmanlılar'ın bu ilkelere verdikleri ağırlığın dereceleri ve daha da önemlisi onları kombine etme tarzları başkalarından belirgin şekilde farklıdır. Modelin en önemli ilkesi olan provizyonizmin amacı, halkı memnun etmek veya susturmak gibi gündelik siyasete bağlı değildir; ekonomiyi işler vaziyette tutarak halkın yaşamasını ve tabîî halkla birlikte ordunun, bürokrasinin, sarayın vs. herkesin kıtlığa düşmeden yaşamasını sağlamaktır. Bunu yaparken, halkın adalet içinde refahı düşünülür.

a) Provizyonizm (İaşe) : Provizyonizm iç pazarda mal arzını yüksek tutmak üzere ihracatı engeller, ithalâtı serbest bırakır. İç talebi karşılamadıkça bir malın ülke dışına çıkmasını engeller ve buna karşılık ithalini teşvik eder. Bu anlamda provizyonizm her yerde, her zaman

² Mehmet Genç, Osmanlı İmparatorluğu'nda Devlet ve Ekonomi", Ötüken Neşriyat A.Ş., İstanbul, 2007, sh. 81-84.

görülebilmektedir. Geçmişte, sanayi-öncesi ekonomilerde, üretimin yetersizliği strüktürel olarak zaman zaman karşılaşılan bir problem olduğu için çeşitli mallar bakımından provizyonist uygulamalar da çoktu. Avrupa'da merkantilist politika izleyen ülkelerde bile bazı mallarda, meselâ hammaddelerde, özellikle yerli sanayide kullanılan hammaddelerde, provizyonist olmak normaldi; buna zaman zaman bazı gıda maddeleri de eklenirdi. Ama, meselâ sınıf mallarda böyle bir uygulama son derece nadirdi. Osmanlı'nın çağdaşı Avrupa ülkelerinde ve tabii Fransa'da da bazen gıda maddeleri, çok kere hammaddeler, provizyonist bir düzenlemeye tabi tutularak ithalâtı serbest bırakılmış, hatta teşvik edilmiş, buna karşılık ihracatı engellenmiştir. Ancak pek çok nihaî mamul ve mal için tam tersi politika uygulayarak ihracatı teşvik, ithalâtı ise tahdit veya yasak etmişlerdir. Çeşitli ülkeler, değişik zamanlarda, şu veya bu mal için provizyonist olabildiğine göre, Osmanlı'yı provizyonist olarak nitelemenin ne anlamı vardır diye sorulabilir. Buna, Osmanlı ticaret hayatını inceleyenler için verilecek cevap açık ve kesindir: Osmanlılar bütün mallar için, gıda-ham mamul tefriki yapmadan, genel ve yaygın provizyonizmi 16. yüzyıldan 19. yüzyılın ortalarına kadar 300 yıldan fazla bir süre içinde kesintisiz olarak uygulamışlardır. Çağdaşları arasında provizyonizmi böylesine yaygın, genel ve değişmez şekilde uygulayan ikinci bir ülke mevcut değildir. Ayrıca Osmanlı uygulamasında provizyonizm, yalnız dış ticarete değil, aynı zamanda iç ticarete de geçerli olduğu için iktisadî hayatı derinden etkileyen önemli bir faktördü.

b) Gelenekçilik : Tespit edilen ikinci ilke gelenekçiliktir. Geleneklerin korunması, sürdürülmesi her devlette her zaman, az veya çok, elbette söz konusudur. Gelenekçilik, çeşitli düzeylerdeki geleneklerin bir demet halinde sürdürülmesine ait tutarlı ve sistematik bir tutumu ifade eder. Gelenekler korunmalıdır, çünkü bunlar denenmiş "iyi"lerdir, değişme ise "kötü"dür düşüncesi Avrupa'da da geçerli idi. Ama modern zamanların başından itibaren "ilerleme" (progress) fikri doğup geliştikçe önce değişmenin "iyi" olabileceği, yavaş yavaş da "değişmeme"nin kötü olacağı inancı benimsenmiş ve yerleşmiştir.

Osmanlı dünyasında durum oldukça farklıdır. Burada gelenek, hukukî yaptırım gücüne kavuşturulmuş kurallar bütünüdür. İktisadî hayatın herhangi bir alanında gelenekten sapma, bir değişme meydana geldiği takdirde, ona uyum sağlamak üzere yeni değişmelere yol verme yerine, değişmeyi ortadan kaldırarak eskiyi geri getirme iradesi hakimdir. İktisadî hayatın birçok alanında gördüğümüz budur. Onun içindir ki eski, denenmiş ve alışılmış olanı vücudun sağlık durumuna, değişmeyi de hastalık haline benzer sayıyormuş gibi davrandıklarını ifade

ettim. "Kadîm olana uyma" zorunluluğu hukukî prensip hükmündedir. Değişme, Osmanlı dünyasında da mevcuttu; ancak son derece zor, yavaş ve devamlı eskiye dönüş baskısı altında tutuluyordu. Osmanlı ekonomisinde sırf gelenekçilik dolayısı ile yaşamayı sürdüren birçok kurum ve ilişkinin kaynağı budur. Bu sebepten onları anlamak ve açıklamak için gelenekçilik ilkesinin hesaba katılması çok kere zorunludur.

c) Fiskalizm : Modelin üçüncü ve son ilkesi fiskalizmdir. Fiskalizm, en genel ifade ile devlet hazinesine ait gelirleri mümkün olduğu kadar arttırmaya çalışmak ve ulaştığı düzeyin altına düşmesini engellemek şeklinde tanımlanır. Devlet hazinesine ait gelirleri arttırabilmek, ekonomide pazar ve para ilişkilerinin gelişme derecesine ve devletin ekonomi üzerindeki etki gücüne bağlıdır. Bu ikili faktörün biçimlendirdiği fiskalizm şüphesiz evrenseldir.

Osmanlı İmparatorluğu'nda pazar ilişkilerinin hacmi, çeşitli nedenlerin etkisi ile, genellikle düşük düzeydeydi. Provizyonizmin esas kaynağı da bu hacim düşüklüğüydü. Pazar ilişkilerinin hacim itibarı ile düşüklüğü ve artış hızının yavaşlığı fiskalizmi saha itibarı ile dar sınırlar içinde kalmaya zorlamakta idi. Bununla birlikte, devleti bu dar sınırlarda hapseden fiskalizmin niteliğini ve muhtevasını belirlemede, Avrupa'dakinden farklı olarak, belirli ekonomik menfaat gruplarının pazarlık gücünü kullanarak etkili olmaları söz konusu değildi. İktisadî menfaat gruplarının baskısı ile değişen bir iktisadî politika aleti haline gelecek şekilde yumuşatılmadığı için Osmanlı fiskalizmi sert, katı ve değişmez bir nitelik kazandı. O derecede sert ve saf bir şekil aldı ki giderek her türlü iktisadî faaliyeti, daha ziyade getireceği vergi geliri açısından değerlendiren ve ondan ötesini idrak edemeyen bir nevi "fiskosantrizm"e dönüştü.

Üç ilkedden oluşan bu model, Osmanlı ekonomisinin 19. yüzyılın ortalarına kadar yaklaşık 300 yıl devam etmiş olan klâsik dönemine ait bir çerçeve hükmündedir. İktisadî hayat bu çerçeve içinde şekillenmiş, yön ve muhteva kazanmıştır. Birçok iktisadî kurum ve pratiğin anlaşılabilmesi ve analiz edilebilmesi için bu ilkeleri zihinde tutmak ekseriya zorunludur. Çünkü iktisadî hayatın ele alacağımız herhangi bir özel manzarasında bu ilkelerden bazen biri, bazen diğeri, çok kere de değişik dozlarda her üçünün bir kombinasyonu belirleyici rol oynamaktadır.

1.3. Osmanlı Vergi Sisteminde Evreler

1.3.1. Balkanlara Yayılış Ve Tımar Düzeninin Oluşumu

14. yüzyılın ikinci yarısında ve 15. yüzyılın ilk yarısında hem Bizans Devleti, hem de Balkanlar'daki küçük prenslikler oldukça güçsüz durumdaydılar. Bu bölgelerdeki siyasal parçalanma Osmanlı Devleti'nin genişlemesini kolaylaştırmaktaydı. Yayılmanın erken aşamalarında Balkanlar'daki küçük feodal beyler kendi aralarındaki çatışmalarda Osmanlı Devleti'ni sık sık yardıma çağırıyorlardı. Daha sonraki dönemlerde ise bu feodal beylerin toparlayabildiği ordular, hem sipahilere hem de Avrupa'nın ilk sürekli ordusu olan yeniçerilere dayanan Osmanlılar karşısında çok zayıf kaldılar.

Bu elverişli koşullara karşın, Yıldırım Bayezid'in saltanatı dışındaki dönemlerde Osmanlı Devleti fethedilen Balkan topraklarında yavaş bir yayılma politikası izledi, ilk aşamada fethedilen topraklarda varolan mülkiyet ve üretim ilişkilerine dokunulmadı. Yerel feodal beyleri yıllık vergiye bağlamakla yetinildi. Ancak zaman içinde bu topraklarda devlet mülkiyeti yerleştirilmeye başlandı. Fethedilen topraklar tımar adı verilen birimlere bölünerek askerî yükümlülük karşılığında sipahilere dağıtıldı. Osmanlı Devleti'nin erken dönemlerinde, örneğin 14. yüzyılda Hıristiyanlara da pek çok tımar verilmiştir. Bu uygulamalar sonucunda Balkanlar'da Osmanlı düzeni yerleşmeye başladı, önceden varolan feodal düzene kıyasla daha merkezî bir düzen kuruldu.

1.3.2. Osmanlı'nın Uzun Ömürlülüğü

Son döneme kadar Osmanlı tarihçiliği yapan kişiler, 16. yüzyılın sonlarından itibaren Osmanlı Devleti'nin bir gerileme sürecine girdiğini kabul etmişti. Ancak son otuz yılda Osmanlı tarihçilerinin bir bölümü, bu yüzyıllarda Avrasya kıtasında ortaya çıkan değişiklikler karşısında toplumun ve devletin kendini yeniden örgütleyebilme yeteneğini öne çıkarıp incelemeye başladılar. Sadece 19. yüzyılda değil, Tanzimat öncesi dönemde de merkezî bürokrasinin hem içeride hem de dışarıda ortaya çıkan tehdit ve tehlikelere karşı **esneklik, pragmatizm ve müzakere geleneği** ile çözüm aradığını göstermektedir. Örneğin Karen Barkey 17. yüzyılda Celali isyanları ile doruğuna ulaşan siyasi bunalım sırasında, Osmanlıların esnek davranarak ve müzakere becerilerini kullanarak merkeze karşı ayaklanan pek çok kişi ve kesimi yanlarına çekmeyi başardıklarına işaret ediyor.

Özellikle uzak vilayetlerde Osmanlılar kendi kurum ve uygulamalarını toptan yerleştirmek yerine, varolan kurum ve uygulamaların pek çoğunu kabul etmişlerdir. Örneğin imparatorluk ve devlet için büyük önem taşıyan Mısır'da tımar düzeni oluşturulmamıştır. Daha da uzaktaki sınır vilayetlerinde ise Osmanlılar kendi kurumlarını yerleştirmek yerine çoğunlukla yerel kurum ve uygulamaları sürdürmeyi tercih etmişlerdir.

1.4. Devletin Sınırları

Osmanlı tarihçileri arasında klasik dönem olarak da adlandırılan 16. yüzyıl, Osmanlı İmparatorluğu'nun en parlak dönemidir. Coğrafi sınırlarını genişletmeyi sürdüren Osmanlı Devleti, bu yüzyılda yalnızca Avrupa'nın değil tüm Eski Dünya'nın en büyük ve en güçlü imparatorluklarından biri durumuna gelmiş, 16. yüzyılın üçüncü çeyreğine gelindiğinde ise imparatorluğun sınırları kuzeyde Kırım Hanlığı'nı, batıda Macaristan ve Sırbistan'ı, güneyde ise Kuzey Afrika kıyılarıyla Mısır ve Nil vadisini içine almış, iki yüzyılı aşan bir hızlı yayılma sürecinden sonra Osmanlı Devleti artık kuzeyde Rusya, batıda Habsburg imparatorluğu, doğuda da Safevi Devleti ile komşu duruma gelmişti. Ancak ulaşılan bu sınırlar ve edinilen bu güçlü komşular, hızlı yayılma sürecinin de artık sona erdiğini haber veriyordu.

1.4.1. Toplumsal Yapı

Her Sanayi Devrimi öncesi toplumda olduğu gibi, 16. yüzyıl Osmanlı toplumunda da ekonomi esas olarak tarımsal faaliyetlere dayanıyordu. Nüfusun yaklaşık olarak %90'ı kırsal alanlarda yaşamaktaydı. Bu kırsal nüfusun büyük bir bölümü devlet mülkiyetindeki topraklar üzerinde ve aile işletmeleri çerçevesinde tarımla uğraşıyordu, işledikleri toprak miktarı ve sağladıkları gelir açısından bu köylü üreticiler arasında önemli farklılaşmalar görülüyordu. Toplam nüfusun yaklaşık olarak %10'luk bir bölümü ise kentlerde oturuyor ve esnaf loncalarına bağlı olarak zanaatlarla ve diğer tarım dışı faaliyetlerle uğraşıyordu.

1.5. Anadolu'da Tarım

Devletin topraktaki mülkiyet biçimlerine müdahalesi Anadolu'da büyük işletmelerin yaygınlaşmasını engellemiş ve küçük üreticiliği güçlendirmiştir. 16. yüzyılda Anadolu'da

tarımsal üretime açılmış toprakların çok büyük bir bölümü, esas olarak hane emeğini kullanan küçük ve orta ölçekli köylü işletmeleri tarafından ekiliyordu. Kullanılan toprakların % 90'a yakın bir bölümünde kuru tarım yapılır ve hububat ekilirdi. Hububat üretiminde yüzyıllardır geçerli olan ve esas olarak hane emeğiyle bir çift öküzün çektiği karasabana dayanan üretim teknolojisi kullanılıyordu. Buğday ve arpa Anadolu tarımının en önemli ürünleriydi. Buğdayda verimlilik toprağın niteliğine göre büyük farklılıklar göstermekle birlikte, ortalama olarak bire beş yada bire altı, hektar başına da 700-800 kilo ürün alındığı tahmin edilebilir.

Osmanlı döneminde Anadolu tarımının temel birimi köylü ailesi yada hanesine dayalı işletmelerdir. Devlete ait olan ve mirî olarak adlandırılan topraklar, işlenmeleri ve belirli vergilerin ödenmesi yükümlülüğü karşılığında köylü hanelerine bırakılıyordu. Böylece devlet, kendi mülkiyetindeki toprakların kullanım hakkını babadan oğula geçer biçimde köylülere bırakmış veya kiralamış oluyordu. Bu toprakların yada çiftliklerin kullanım hakkı bir belge ile köylü hanesine verilirdi.

Hane çiftlikleri genellikle bir çift öküz tarafından işlenebilecek büyüklükteydiler. 16. yüzyılda Anadolu'daki sayıları bir milyonu aşan bu küçük işletmeler Osmanlı tarımının temelini oluşturuyordu. Nüfusun yaklaşık %90'ının kırsal alanlarda yaşadığını, toplam nüfusun belki de dörtte üçünün yerleşik tarımla uğraştığını hatırlarsak, bu hane çiftliklerinin Osmanlı ekonomisi içindeki önemi de daha iyi ortaya çıkar.

1.5.1. Tımar Düzeni

Yerleşik tarıma dayalı tüm toplumlarda egemen kesimler aynı temel soruya yanıt arıyorlardı. Tarımsal üretimin bir bölümü üreticilerden nasıl çekilip alınacak, bir başka deyişle tarımsal artığa nasıl el konulacak ve bu artığın bir bölümüyle de bir ordu nasıl kurulacak, nasıl beslenecektir? Kapitalizm öncesi toplumlarda para kullanımının çok sınırlı kalması nedeniyle, toprak kirası veya vergi biçimindeki artığın tarımsal üreticilerden nakit olarak toplanması çok zordu. Öte yandan, bu toplumlarda teknolojik olanakların da sınırlı kalması nedeniyle, artığın ürün olarak toplanması, pazara taşınarak paraya çevrilmesi ve sonra da maaş olarak askerlere dağıtılması da aynı derecede güçtü. İşte bu koşullarda her toplum, her egemen sınıf kendi yapıları ve tarihsel özellikleri çerçevesinde bu meseleye bir çözüm getirmeye çalışmıştır.

Tımar düzeni bu soruya Osmanlı toplumunun özgül koşullarında verilen yanıtı oluşturuyor. Ancak tımar düzeninin tümüyle Osmanlı toplumu tarafından geliştirildiği söylenemez. Tımar düzeninin tarihsel kökenlerini batı Asya'da ve özellikle İran'daki toprak rejimlerinde, Selçuklular'ın ikta sisteminde ve Bizans'ın pronoiasında aramak gerekir,

16. yüzyılın ortalarına gelindiğinde artık tımar düzeni imparatorluğun çok büyük bir bölümünde yürürlükteydi. Buna karşılık Osmanlı merkez yönetiminin tam anlamıyla yerleşemediği Mısır, Bağdad ve Basra gibi eyaletlerle Doğu Anadolu'da merkezî devletle yerel olarak güçlü unsurlar arasındaki siyasal dengeler ortaya farklı mülkiyet biçimleri ve toprak düzenleri çıkarabiliyordu.

Tımar sisteminin yürürlükte olduğu bölgelerde devlet, örneğin bu toprakların fethedilmesinden sonra vergi geliri sağlayabilecek tüm mal ve insan kaynaklarının sayımını yaparak bunları tahrir defterlerine kaydederdi. Yalnızca tarımsal topraklar değil, kentlerdeki imalathaneler, pazar yerleri, limanlar, değirmenler ve gümrük kapıları da bu defterlere işlenirdi. Daha sonra da bu kaynaklar sağlayacakları yıllık gelirin miktarına göre dirlik adı verilen irili ufaklı birimlere ayrılırlardı. En fazla gelir sağlayan dirliklere has, orta boydakilere zeamet ve sayıca ezici çoğunluğu oluşturan küçük dirliklere de tımar adı verilirdi. Has ve zeametlerin gelirleri padişahın kendisine veya maaşlarına karşılık olmak üzere yüksek devlet memurlarına ayrılırdı. Tımarlar ise bir beratla birlikte sipahilere dağıtıldı.

Sipahilerden ve büyük dirlik sahiplerinden beklenen, her şeyden önce, dirliklerindeki üretime yönelik veya ticarî faaliyetlerin düzenli bir biçimde yapılmasını sağlamak ve tahrir defterlerine işlenen vergi gelirlerini toplamaktı. Ayrıca dirlik sahipleri bu gelirlerin bir bölümünü kendi geçimleri için ayırdıktan sonra hem savaş sırasında orduya sipahi olarak katılmak, hem de dirliğin büyüklüğüne göre öngörülen sayıda cebelü adı verilen silahlı ve zırhlı askerin orduya katılmasını sağlamakla yükümlüydüler.

16. yüzyılın son çeyreğine kadar Osmanlı ordusunun temel vurucu gücünü işte bu atlı sipahi ordusu oluşturuyordu. 1527-28 yılının devlet bütçesine göre Osmanlı imparatorluğunda 40 bine yakın büyüklü küçük tımar bulunmaktaydı. Bir savaş durumunda bu tımarlardaki

sipahiler ve cebelü askerleri 70-80 bin kişilik bir ordu oluşturuyordu. Oysa aynı yıllarda devletten sürekli maaş alan kapıkulu merkez ordusunun büyüklüğü 30-35 bini aşmıyordu. 16. yüzyıl boyunca imparatorluğa katılan yeni topraklarla birlikte tımarlı sipahi ordusu giderek büyüdü. Yüzyılın sonlarına doğru 100 binin üzerine çıktı, hatta kimi abartılı tahminlere göre 200 bine yaklaştı. Bu yuvarlak sayılar tımar düzeninin klasik dönem Osmanlı ordusu için vazgeçilmez önemini çarpıcı bir biçimde yansıtıyor.

1.5.2. Reayanın Ödediği Vergiler

Reayanın esas olarak toprağı işlemekle ve kendisinden istendiğinde cebelü askeri olarak orduya katılmakla yükümlü olduğunu belirtmiştik. Bunlara ek olarak, reayanın sipahiye ve merkezî devlete ödemekle yükümlü olduğu vergiler üç kümede toplanabilir.

a) Sipahi tarafından toplanan, toprağa ve haneye bağlı vergiler ve yükümlülükler:

Toprağın reaya tarafından kullanımında devlet tarafından kabul edilen temel birim "çift"ti. Bir çift öküz tarafından işlenebilecek kadar toprağı olan köylü hanelerinden alınan vergiye de çift resmi denirdi. Çift resmi üründen alınan bir vergi değil, kullanılan toprağın miktarına göre nakit olarak toplanan bir vergiydi, bir anlamda da bir basit toprak kirasıydı. Çift resminin miktarı da imparatorluğun bir bölgesinden diğerine farklılıklar göstermekteydi. Örneğin 16. yüzyılın ilk yarısında çift resmi Rumeli'de yılda 22 akçe, Anadolu'da 33 akçe, Suriye'de 40 akçe ve Doğu Anadolu'da 50 akçe olarak alınmaktaydı. O dönemin fiyatlarıyla bu miktar 100-150 kilo buğdayın piyasa fiyatına eşit oluyordu. Yılda 40-50 dönüm toprak işleyen bir köylü hanesinin yaklaşık olarak 3-4 ton buğday ürettiğini ve bu miktarın %20-25'lik bölümünün tohumluk olarak ayrıldığını varsayarsak, çift resminin fazla küçümsenecek bir vergi olmadığı, ancak reayanın üzerindeki en ağır yükü öşür gibi üretim üzerinden alınan vergilerin oluşturduğu ortaya çıkıyor.

Köylü hanesinin toprağı nim (yarım) çift kadarsa yarım çift resmi öderdi. Raiyyetin işlediği topraklar daha da azsa veya hiç toprağı yoksa, kendisine bennak denilir ve toprağın miktarından bağımsız olarak sabit bir resim öderdi. Öte yandan gayrimüslim reaya da ispence adı altında çift resminden veya bennak resminden farkı olmayan bir vergi ödemekteydi. Sipahiye ödenen ispenceye ek olarak, gayrimüslim reaya cizye adlı bir başka vergiyi de

doğrudan devlete öderdi. Bunun karşılığında ise askerî yükümlülüklerden muaf tutulurdu. Bütün bu uygulamalar, çift resmini, bir toprak vergisi olduğu kadar, kırsal alanlardaki her yükümlünün veya her raiyyetin ödediği bir hane vergisi olarak yorumlamanın daha doğru olacağını gösteriyor.

b) Üretim üzerinden alınan vergiler:

Reyanın ödediği vergiler içinde en önemlisi ve reaya için en büyük yükü oluşturan ürünün belirli bir oranı olarak sipahi tarafından toplanan öşürdü. Öşürün oranı devletin farklı bölgelerdeki gücüne, fetih öncesinde varolan vergilerin oranına ve toprağın verimine göre 1/10 ile 1/5 arasında değişmekteydi. Sulanan topraklarda bu oranın dörtte bire kadar çıktığı görüldü. Öşür, yalnızca hububata değil, tüm toprak ürünlerine, bağlara, bahçelere ve kovanlara da uygulanırdı. Hasat zamanında reaya, öşürü ya sipahinin ambarına yıkar yada sipahi isterse pazar yerine kadar taşırdı. Bu yükümlülük reaya için bir günlük angarya oluşturuyordu. Reyanın öşürü bir günden daha fazla uzaklığa taşımak zorunda olmadığı kanunnamelerde belirtilmişti. Bunlara ek olarak, beslenen hayvanlar için reaya koyun resmi adı altında bir başka vergi öderdi. Koyun resmi nakit olarak ve doğrudan devlete ödenirdi. Hayvanlardan alınan bu vergiler daha sonraları ağnam vergisi adı altında toplandı.

c) Angarya (zorunlu emek hizmetleri):

Reaya ve reaya çiftliği hem ekonominin ve hem de devlet maliyesinin temelini oluşturmaktaydı. Bu nedenle devlet, sipahinin keyfi davranışlarını ve reayayı aşırı derecede sömürmesini engellemeye çalışmış, reyanın sipahiye olan emek yükümlülüklerinin üst sınırlarını da koyduğu kanunnamelerde belirlemişti. Ayrıca, sipahinin hassa çiftliğinin fazla büyük olmaması ve devletin müdahaleleri nedeniyle genişleyememesi, angarya uygulamasının bir diğer sınırını çizmekteydi.

Reaya, yılda bir gün, öşürü sipahinin gösterdiği yere taşımakla yükümlüydü. Ayrıca, sipahinin evinin değil ama ahırının yapımını da reaya üstlenirdi. Eğer sipahi örneğin bir komşu köyde oturuyorsa, köyü ziyarete geldiğinde sipahiyi üç güne kadar ağırlamak yine reaya düşüyordu.

d) Devletin topladığı olağanüstü vergiler:

Bu olağan vergilerin yanı sıra devletin **avarız-ı divaniyye** veya **avarız** adı altında doğrudan topladığı olağanüstü vergiler vardı. Önceleri bu vergiler savaş dönemlerinde uygulanır ve özellikle sınır boylarına doğru yürüyüşe geçen ordunun iâşesini sağlamayı amaçlardı. Avarız köylü hanelerinden ayrı ayrı toplanmaz, örneğin bir köyün tümünden belirli miktarda gıda maddeleri, ordu için gerekli malzeme veya nakit talep edilirdi. Her olağanüstü durumda devlet reyanın karşısına farklı taleplerle çıkardı.

16. yüzyılın ikinci yarısında ordunun ve savaşların merkezî hazine üzerindeki parasal yükü artmaya başlayınca, avarız nakit olarak ve daha sık toplanmaya, olağanüstü niteliğini yitirmeye başladı. Diğer vergilerden farklı olarak avarızın miktarı kanunlarla saptanmadığı için, merkezî devlet her başı sıkıştığında daha ağır taleplerle reyanın kapısını çalmaya başladı. Böylece olağan koşullarda sipahinin topladığı gelirler merkezî devlet hazinesine kaymaya, sipahiler yoksullaşmaya başladı.

1.5.2.1.Tımarlı Sipahi

Tımarların devlet adına yönetimi, bir beratla birlikte sipahilere bırakılmıştı. Berat sahibi veya ehl-i berat Osmanlı hukukuna göre askeri sınıftan, bir başka deyişle yönetici sınıftan kabul edilen sipahiler, askerî sınıfın diğer üyeleriyle birlikte her türlü vergiden muaf tutulurdu. Sipahilerin devlet tarafından belirlenen temel görevi askerlikti. Sipahiler çağrıldıklarında ya tek başlarına yada belirli sayıda askerle birlikte sefere katılırlardı. Hem kendi geçimini sağlamak hem de bu askerî yükümlülükleri yerine getirebilmek için, sipahi kendisine verilen tımardeki reaya üreticilerden devlet adına vergi toplardı. Bu vergilerin miktar ve biçimleri devlet tarafından belirleniyordu. Merkezî devlet çıkardığı kanunnameler ve adaletnamelerle bu vergi toplama sürecini denetlemeye, sipahilerin ve diğer dirlik sahiplerinin reayayı aşırı derecede sömürmesini engellemeye çalışırdı. Topladığı vergilerin yanı sıra savaşta elde edilen ganimetler ve talandan alınan pay da sipahiye kalırdı.

Devletin tımarları sipahilerin elinden aldığı sık görülmezdi. Ancak askeri yükümlülüklerini yerine getirmeyen, sefere katılmayan sipahiler tımarlarını kaybedebiliyorlardı. Tımarını kaybeden sipahilere, bir süre açıkta kaldıktan sonra, bir başka

tımar için başvurma yolu açıldı. Ayrıca bir sipahinin kendi tımarından vazgeçerek daha büyük bir tımara geçtiği de görülmekteydi.

İşte bu nedenlerle 15. ve 16. yüzyıllardaki tımarlı sipahileri, ellerine geçirdikleri geniş toprakları kendileri işleyen veya başkalarına işleten toprak zenginleri veya Avrupa'daki feodal beylere benzeyen bir toplumsal sınıf olarak değil, devlet adına vergi toplayan, asker yetiştiren ve devletin denetleyebildiği görevliler olarak yorumlamak daha doğru olur.

1.5.3. Tımar düzeni dışında kalan topraklar

Osmanlı imparatorluğunda toprakların çoğunluğu devlet mülkiyeti altındaydı. Ancak üç kıtada çok geniş alanları kaplayan Osmanlı imparatorluğunda da tımar sisteminin yanı sıra, farklı toprak mülkiyeti biçimlerine ve bunlara bağlı olarak farklı üretim ilişkilerine rastlanıyordu. Bu mülkiyet biçimleri imparatorluğun farklı bölgelerinde farklı tarihsel koşullar altında, fethettiği topraklarda örfi hukuka dayanarak egemenliğini kurmak isteyen merkezî devlet ile şeriata dayanarak varolan yapıları korumaya çalışan yerel unsurlar arasındaki mücadeleler ve dengeler sonunda ortaya çıkmıştı.

a) İkili veya çift başlı mülkiyet:

Rumeli'de Hıristiyanlardan alınan topraklarda ve diğer bölgelerde Müslümanlara ait olan, ancak özel mülkiyetin henüz yerleşmediği topraklarda, merkezî devlet kendi üstün haklarını kabul ettirerek tımar düzenini kurabilmişti. Buna karşılık, Anadolu Beylikleri döneminde Anadolu Selçuklu Devleti'nin eski toprakları üzerinde özel mülkiyet ortaya çıkmıştı. Osmanlı yönetimi İslâm hukukuna göre bu özel mülkiyeti kabul etmek zorunda kaldı. Ancak bu toprakların kullanım hakkını üzerine alarak vergilendirmeye çalıştı. Merkezî devletle yerel unsurlar arasındaki mücadele, bu topraklar üzerinde iki ayrı mülkiyet hakkının tanınmasıyla sonuçlandı. Özel mülk sahibinin haklarına malikâne, devletin haklarına divanî, söz konusu topraklara da **malikâne-divanî** adı verildi.

b) Tam özel mülkiyet

Toprakta özel mülkiyet haklarına en çok merkezî devletin kendi yönetim biçimini tam anlamıyla kuramadığı eyaletlerde rastlanıyordu. Doğu Anadolu'da Kürt aşiretlerinin yaygın olarak bulunduğu sancakların bir bölümünde, Bağdad ve Basra vilayetlerinde, Mısır'da, Rodos, Kıbrıs ve Girit gibi daha geç fethedilen adalarda, devlet varolan yapıları korumayı tercih etmiş veya yerel unsurların gücü karşısında özel mülkiyeti tanıyan bir çözümü zorunlu görmüştü. Bu topraklarda devlet eyalet düzeyinde saptadığı yıllık vergileri toplamakla yetinmiştir. Böylece toprakta yaratılan artığa özel mülk sahipleri el koymaya devam edebildiler.

Mevat olarak adlandırılan boş topraklarda üretimi özendirmek için de devlet benzeri bir yönetime başvuruyordu. Bu toprakları üretime açanlara veya devrin deyimiyle şenlendirenlere İslâm hukukuna uygun olarak temlikname adlı bir belge verilir ve toprakta özel mülkiyet hakları tanınırdı. Bu mülk sahiplerinin de devlete toprak kirası ödeme yükümlülükleri yoktu.

c) Vakıflar

Osmanlı toplumundaki özel mülk sahipleri her zaman devlet müdahalesi ve mülklerine devlet tarafından el konulması tehlikesiyle karşı karşıyaydılar. Devletin örfî hukuku kullanarak özel mülkiyet altındaki toprakları ve diğer üretim araçlarını müsadere etmesi olasılığına karşı, mülk sahipleri kendilerine İslâm hukukunda destek aradılar. Mirasçılarını mülklerinin gelirlerinden yararlandırabilmek amacıyla vakıflar kurmaya başladılar. Ekilen toprakların küçümsenemeyecek bir bölümü zaman içinde vakıf mülkiyetine geçti. Ancak bu toprakların denetimi devletle yerel unsurlar arasında bir mücadele konusu olarak kaldı.

d) Doğrudan devlet işletmeciliği veya mirî haslar

Toprakta özel mülkiyetin tam zıddı bir durum, devlete ait olan ve doğrudan doğruya devlet tarafından işletilen mirî haslarda ortaya çıkıyordu. Mirî haslar, fethedilen alanlarda tımarlar oluşturulduktan sonra merkezî devlete kalan topraklarda kurulmuştu. Gelirleri doğrudan merkezî hazineye gidiyordu. Bu nedenle mirî hasların konumu, hem sipahilerin yönettiği tımarlardan, hem de gelirleri yüksek devlet memurlarına bırakılan ve tımar düzeninin bir parçası olan has ve zeametlerden çok farklıydı.

Mirî hasları merkezî devletin atadığı ve maaş verdiği memurlar yönetirdi. Bu toprakları işleyen reaya, doğrudan merkezî devletle karşı karşıya bulunur ve araya sipahi gibi askerî sınıftan bir başka kişi girmezdi. Mirî haslarda egemen olan eğilim reayanın kollanması değil, azami sömürüydü. Merkezî devlet bu işletmelerde savaş esirleri arasından seçilen ve toprağa yerleştirilen ortakçı kulları çalıştırmayı tercih ederdi. Ortakçı kullar kölelikle reaya arasında bir ara tabaka oluşturdular ve zaman içinde reayayla kaynaştılar.

1.6. Kredi, Finans Ve Servetler

İslâm dininin faizi yasaklamış olmasının kredi ilişkilerinin gelişmesini önlediği yada en azından önünde ciddi bir engel oluşturduğu sık sık öne sürülür. Ayrıca, mevduat bankacılığının olmayışı da dışarıdan bakan pek çok gözlemciyi İslâm toplumlarında finans kurumlarının ve finans araçlarının varolmadığı sonucuna götürmüştür.

Ancak, Ortaçağ İslâm dünyasında faizli kredi işlevini görecektir başka yöntemler yada araçlar geliştirilmiş ve böylece faizli borçlanmaya gerek kalmamıştır. Tümü de İslâm dini tarafından kabul edilen bu yöntemler içinde çeşitli iş ortaklıkları ile kredi düzenlemeleri, borç transferleri ve kredi mektupları en önde geliyordu. Bu alternatif yöntem ve araçlar toplumsal olarak daha kabul edilir ve daha etkili görüldükleri için, faizli borçlar yerine yaygın olarak bunlar tercih edilmiştir.

1.6.1. Para Vakıfları

İstanbul'da ve Anadolu'daki merkezlerde önemli miktarlarda borç veren bir diğer kesim para vakıflarıydı. İslâm hukukuna göre vakıf, özel mülkiyet altındaki bir malın gelecekteki gelirinin kamu yararına veya hayır amacıyla tahsis edilmesi demektir. Para vakıfları ise mal varlığı olarak nakitle kurulan ve borç vererek sağladıkları faiz geliriyle amaçladıkları faaliyetleri yerine getirmeye çalışan kuruluşlardı. Para vakıflarının faaliyetleri 15. yüzyılın başlarından itibaren Osmanlı mahkemeleri tarafından onaylanmaya başlamıştı. 16. yüzyılın sonlarına gelindiğinde, para vakıfları Anadolu ve Balkanlar'da bir hayli yayılmıştı. İstanbul'daki para vakıflarının o dönemde yıllık %10 sabit faizle borç verdiği görülmektedir.

1.6.2. İş Ortaklıkları

Bunların başında İslâm dini tarafından onaylanan mudaraba ve diğer iş ortaklıkları, kredi düzenlemeleri, borç transferleri ve kredi mektupları gelmektedir. Böylece İslâm toplumlarında uzun mesafeli ticaretin finansmanı, faizli krediler yoluyla değil, ayrıntıları taşınan riskin ve değişik ortaklar tarafından sağlanan kaynakların niteliğine bağlı olarak değişen iş ortaklıkları yoluyla sağlanmıştır.

a) Mudaraba

Osmanlı tüccarları İslâm dünyasında klasik dönemden beri uygulanmakta olan iş ortaklıkları biçimlerini kullanıyorlardı. Uzun mesafeli ticaretin finansmanında ve diğer girişimlerde en çok başvurulan yöntem, klasik İslâm'ın mudaraba adı verilen ortaklık türüydü. Bu biçimde yatırımcı, sermayesini veya ticarete konu olacak malını, bu malı sattıktan sonra ana sermayeyi geri getirecek olan bir temsilciye teslim ediyordu. Gerçekleşen kârlar yatırımcı ile temsilci arasında daha önceden kararlaştırılan biçimde paylaşılıyordu. Eğer yolculuk sırasında veya iş girişiminin özelliklerinden kaynaklanan biçimde, sermayenin tümü veya bir bölümü yitirilirse, bu zararı yatırımcı karşılamaktaydı. Temsilcinin sorumluluğu kendi zaman ve emeğiyle sınırlıydı.

b) Mufavada

Osmanlılar mudarabanın yanı sıra ve daha sınırlı ölçülerde mufavada adı verilen iş ortaklığını da kullanmışlardır, İslâm'ın Hanefî okulu içinde gelişen bu ortaklık türünde, ortaklar sermaye, emek, kâr ve sorumluluk açısından eşit kabul ediliyorlardı.

c) Muşaraka (İnan)

Muşaraka yada inan düzenlemesinde ise, ortaklar sözkonusu işe değişik miktarlarda para yatırabildikleri gibi, kârı da daha önceden belirlenen ve eşit olması gerekmeyen oranlarda paylaşabiliyorlardı.

1.7. Osmanlı Maliye Bütçesinin Finansman Araçları

Uzun mesafeli ticaretin finansmanında önemli bir araç da süfteceler, poliçeler yada kredi mektuplarıydı. Süftecelerın temel amacı uzun mesafeli ticareti ve fonların bir bölgeden diğerine akışını kolaylaştırmaktı. Bir kentte alacağı olan kişi, süftece sayesinde alacağını bir başka kentte tahsil edebilmekteydi. Avrupa'daki poliçe uygulamasında, bir para birimiyle yapılan ilk ödemenin karşılığı bir başka ülkede farklı bir para birimiyle ödenmekteydi. İslâm toplumlarında süfteceler nakit kadar sağlam bir araç olarak kabul edilmekteydi. Yanlarında süftece taşıyanlar, varış noktalarında kendilerine ödemenin hemen ve nakit olarak yapılacağını biliyorlardı. Gecikmeler ortaya çıktığında, devlet katı cezalar uyguluyordu. Süfteceler Osmanlı imparatorluğu içinde Anadolu, Ege adaları, Kırım, Suriye ve Mısır'da, ayrıca İran'la ticari ilişkilerde yaygın olarak kullanılmıştır. 15-16. yüzyıl Bursa mahkeme kayıtları süftecelerın çok yaygın olarak kullanıldığına işaret ediyor. Yerel kadılar süftece ile ilgili olarak ortaya çıkan anlaşmazlıklarda etkin olarak faaliyet gösteriyorlardı. Bir diğer kredi mektubu türü de yazılı talimatla uzak bir kaynaktan ödeme yapılmasına olanak sağlayan havale idi. Havaleler büyük miktarlarda nakdin taşınmasından doğacak tehlikelere ve gecikmelere karşı hem özel işlemlerde, hem de devlet işlemlerinde tercih edilmekteydi.

1.7.1. Devletin Bir Diğer Gelir Kaynağı: Müsadereler (Elkoymalar)

16. yüzyılın ikinci yarısına kadar hızlı fetihlerin sağladığı ek gelirler sayesinde devlet maliyesi oldukça güçlüydü. Devlet henüz büyük ve uzun vadeli bir borçlu olarak finans piyasalarına girmemişti. Yüzyılın ikinci yarısında ise devletin kısa dönemli borçlanma örneklerine rastlanıyor. Bu borçları, yüksek bürokratlara ve şehzadelere de borç veren ve onların fonlarını işleten Yahudi bankerler sağlıyordu. Bu kişiler devlet erkânına sağladıkları malî hizmetler sayesinde, devletin en büyük iltizam müzayedelerine de imtiyazlı bir konumda katılıyor, en cazip mukataaları işletme hakkını satın alıyorlardı.

Bir yandan tarımsal üretimi gerçekleştiren köylüler, öte yandan kentlerdeki esnaf loncalarının üyeleri, büyüklü küçüklü dükkân sahipleri ve tüccarlar, sarraflardan borç para alırlardı. Kırsal alanlarda para ekonomisinin ve pazar için üretimin sınırlı kaldığı ve 16. yüzyılın ortalarına kadar reyanın vergilerinin büyük bir kısmını ürün olarak ödediği düşünülürse,

sarraflar açısından en çekici alanın kentlerdeki ticaret ve tarım dışı üretim faaliyetleri olduğu ortaya çıkar. En büyük ve en nüfuzlu sarraflar İstanbul'da otururlar, büyük tüccarlara, yüksek devlet memurlarına ve hatta devlete borç verirlerdi.

Sarraflardan sonra en büyük servetler askerî ya da yönetici sınıftan sayılan yüksek devlet memurlarının elinde birikiyordu. Bu görevlilere devlet doğrudan maaş ödemez, tımar düzeni çerçevesinde oluşturulan yüksek gelirli dirliklerin, has ve zeametlerin vergi gelirlerini bırakırdı.

15. ve 16. yüzyıllarda Osmanlı toplumunun önemli özelliklerinden biri de devletin özel mülkiyete ve özel ellerde servet ve sermaye birikimine getirdiği sınırlardır. En önemli üretim aracı olan toprakta özel mülkiyet devlet müdahaleleriyle sınırlandırılmıştı. Ekonominin diğer kesimlerindeki özel mülkiyet de, devletin müdahaleleri sonucunda belirli sınırlar içinde tutuluyor, müsadere tehlikesiyle karşı karşıya bulunuyordu.

Tüccarların ve tefecilerin ellerinde biriken servetler müsadereye uğrayabiliyordu. Özellikle bir tefecinin şöhretinin yayılmış olması, lonca üyelerinin veya diğer kentli nüfusun tepkisini çekmiş olması kendisi için pek hayırlı bir işaret sayılmazdı. Ancak devletin müsadere uygulamalarından en sık etkilenen kesim yine askerî sınıf mensupları, bir başka deyişle devlet görevlileriydi. Askerî veya sivil, yüksek devlet görevleri babadan oğula geçmez, bu görevlere kapıkulları arasından kendini gösterebilenler atanırdı. Oluşturulan servetlere memurun ölümünde veya görevinden ayrılması üzerine devlet el koyabiliyordu. Böylece bir yaşam boyunca hızla biriktirilen servetler, aynı hızla ortadan kalkabiliyordu.

1.7.1.1. Servetler ve Vakıflar

İslâm hukukuna göre vakıf, özel mülkiyet altındaki bir malın gelecekteki gelirinin kamu yararına veya hayır amacıyla tahsis edilmesi demektir. Özel mülkünü vakfa dönüştürmek isteyen kişi, vakfın amaçlarını, yönetim ve işleyiş biçimini, gelecekteki gelirinin nasıl ve kimler tarafından kullanılacağını vakfiyye adı verilen bir belgeyle saptar ve yerel yargı işlerinden sorumlu kadıya onaylatırdı. Kurulan vakfı, mülk sahibinin atadığı veya nasıl atanacağını belirttiği bir mütevellî heyet yönetirdi, İslâm hukukuna göre, devletin vakıfların yönetimine müdahale etmemesi gerekiyordu. İdarî ve malî bakımlardan vakıfların devlet karşısında özerklikleri vardı:

ancak hesapları kadılar tarafından denetlenirdi. Mütevelli heyetleri bir yandan vakfın gelirlerinin nasıl kullanılacağına karar verirken, öte yandan da sermayeyi oluşturan malları korumaya ve yatırımlar yaparak bu mal varlığını genişletmeye çalışırlardı.

Osmanlı toplumunda vakıf kurma eğiliminin müsadere eğilimiyle doğru orantılı olduğu söylenebilir. Vakıf kurma girişimleri en çok kolaylıkla servet oluşturabilen ancak servetleri görevlerine bağlı kalan ve görevlerinden ayrıldıktan sonra aynı derecede kolaylıkla müsadereye uğrayabilen devlet görevlilerinden gelmekteydi. Yönetici sınıf mensuplarının yanı sıra diğer özel servet sahiplerinin de vakıf kurdukları görülmektedir.

1.7.2. Avrupa'da Kapitalizmin Ateşleyicisi 1340 Veba Salgını

12. ve 13. yüzyıllarda Avrupa feodalizmi genel bir genişleme ve canlılık dönemi yaşamıştı. Bir yandan nüfus artarken öte yandan da bataklıkların kurutulması, ormanların açılması sayesinde yeni topraklar ekilmeye başlanmış, tarımsal üretim artmıştı. Kasaba ve kentlerdeki zanaatlarla uzun mesafeli ticaret de aynı dönemde gelişme göstermişti. Ancak, 14. yüzyılın başlarından itibaren bu eğilim tersine çevrildi. Avrupa feodalizmi 15. yüzyılın ortalarına kadar sürecek uzun dönemli bir durgunluk, hatta bunalım dönemine girdi. Hem nüfus hem de ekilen topraklar ve tarımsal üretim gerilemeye başladı. Ekonominin en önemli kesimi olan tarımdaki bunalım, zanaatları ve uzun mesafeli ticareti de olumsuz etkiledi. 1340'lardan itibaren Kara Ölüm olarak adlandırılan güçlü bir veba salgını Batı Asya üzerinden Avrupa'ya ulaştığında, bu zayıf yapıların fazla direnecek gücü yoktu. Bir tahmine göre, Avrupa'nın toplam nüfusu 14. yüzyılın başından sonuna kadar % 40 dolaylarında azalmış, 73 milyondan 45 milyona gerilemiştir.

İktisadî durgunluk ve bunalımla birlikte Avrupa 14. yüzyılda toplumsal ve siyasal çalkantılar yaşadı. Tarımdan sağladıkları gelirlerin azalması üzerine feodal beyler serfler üzerindeki baskıyı artırmaya, serflerden daha ağır taleplerde bulunmaya başlayınca, açlık koşullarıyla karşı karşıya kalan köylüler direnmeye ve ayaklanmaya başladılar. Kasaba ve kentlerdeki yoksul kesimler de sık sık bu ayaklanmalara katıldılar. Felemenk'te, Fransa'da ve İngiltere'de 14. yüzyıl boyunca yaygınlaşarak süren ayaklanmaların en önemli yanı, bu hareketlerin artık feodal beylerin baskılarına yerel direnişler olmaktan çıkıp, feodal toplum düzenini sorgulayan ve bu düzeni sarsan boyutlara ulaşmalarıdır. Ayaklanmalar yaygınlaşınca, üretim daha da geriledi, iktisadî bunalım derinleşti.

Böylece serflik ilişkileri çözülmeye başladı ve tarımda ücretli emeğin (bir başka deyişle kapitalist üretim ilişkilerinin ortaya çıkmasıyla sonuçlanacak gelişmelerin) önü açıldı.

Kırsal nüfusun azalmaya başlamasının ve senyörlerin topraklarını işleyecek kiracı bulmakta güçlük çekmelerinin de etkisiyle, bu mücadeleler sonucunda serflerin toprağa bağlılıkları azalmaya başladı. Toprak sahiplerine olan yükümlülüklerini miktarı önceden belirlenen ürün veya para olarak kiraya dönüştüren Batı Avrupa köylüleri, zaman içinde ettikleri topraklar üzerindeki haklarını genişlettiler. Böylece, işledikleri topraklar üzerinde özel mülkiyet hakları bulunan ve pazar için üretim yapan bir küçük üreticiler ya da küçük meta üreticileri kesimi yaygınlık kazanmaya başladı.

16. yüzyıla gelindiğinde, İngiltere'de küçük üreticiler arasındaki farklılaşma oldukça ilerlemişti. Bu tarımsal üreticiler arasında durumunu güçlendirenler, diğer toprak sahiplerinden de toprak kiralıyor ve işletmelerinde ücretli işçi çalıştırıyorlardı. 14. yüzyılda kırsal alanlarda serflerin direniş ve mücadeleleriyle başlayan süreç, kapitalizmin temel üretim ilişkisi olan ücretli emeğin ortaya çıkmasına yol açmıştı. İşte bu nedenle, kapitalizmin kökenlerini kentlerden çok kırsal alanlardaki mücadelelerde ve tarım kesimindeki üretim ilişkilerinin bu mücadeleler sonunda gösterdiği dönüşümlerde aramak gerekiyor.

1.8. Merkantilizm ve Osmanlılar

17. ve 18. yüzyıllarda Batı Avrupa ekonomileri uzun dönemli bir bunalımın içine sürüklendiler. Pek çok ülkede üretimin ve nüfusun artış hızı yavaşlarken işsizlik yaygınlaşmaya başladı. İşte bu koşullarda Avrupa'nın kuzeybatısında yeni yeni güçlenmeye ve bu arada birbirleriyle rekabet etmeye başlayan Hollanda, İngiltere ve Fransa gibi devletler, işsizliği azaltmak ve ekonomilerini canlandırmak amacıyla, daha öncekilerden farklı dış ticaret politikaları izlemeye başladılar.

Görünüşte bu politikaların amacı ülke içindeki altın ve gümüş miktarını artırmaktı. Temel iktisadî amaç, millî servetin artırılması olarak tanımlanıyor, bir ülkenin millî serveti de ülkedeki altın ve gümüş miktarıyla özdeşleştiriliyordu. Merkantilistler, bir ülkenin değerli maden miktarını artırabilmesi için ithal ettiğiinden fazlasını ihraç etmesi gerektiğini, bir başka

deyişle dış ticaret fazlası vermesi gerektiğini savunuyorlardı. Merkantilist politikalar izleyen Avrupalı devletler, bir yandan ihracatlarını artırmaya, bir yandan da ithalatlarını sınırlamaya çalışmışlar, kendi ülkelerindeki üretim dallarını dış rekabetten korumayı amaçlayan politikalar izlemişlerdir, Böylece yerli üretim artırılırken, işsizliğin baskısı da hafifletilmiş oluyordu.

Yine aynı politikalar çerçevesinde, her devlet kendi dış ticaretini kendi tüccarları ve kendi dış ticaret filosu aracılığıyla yapmaya büyük önem vermekte, bu amaçla kendi tüccarlarına ve deniz filolarına tekelci ayrıcalıklar sağlamaktaydı. Kısacası merkantilizm, Batı Avrupa'da yükselmekte olan yeni devletlerin güçlü ulusal ekonomiler oluşturmak için izledikleri politikaları yansıtıyordu. Sanayi Devrimi öncesinde bu ülkelerdeki en güçlü ve dinamik toplumsal kesim ticaret sermayesiydi. Merkantilist politikalar da her kesimden çok tüccarların konumunu güçlendiriyordu. Daha uzun dönemde ise merkantilist politikalar Kuzeybatı Avrupa'nın yeni yükselmekte olan ekonomilerini güçlendirdi, ulusal sanayilerin kurulmasında önemli rol oynadı.

Osmanlı Devleti ise yalnızca 15. ve 16. yüzyıllarda değil, 17. ve 18. yüzyıllarda da merkantilizmin tam karşıtı politikalar izlemiştir. Osmanlıların dış ticaret politikalarına egemen olan iki temel kaygı sarayın, ordunun ve donanmanın, kentlerin ve bir ölçüde de loncaların iâşe sorunlarının çözülmesi ve kesintisiz malî gelir sağlanmasıydı. Osmanlı yönetimi, dış ticareti, darlıkları ve kıtlıkları önlemenin, sarayın, ordunun ve kentli tüketicilerin gereksinimlerini karşılamanın bir aracı olarak görüyordu. Bu nedenle de merkantilistlerin yaptığı gibi ithalatı sınırlayıp ihracatı desteklemek yerine Osmanlı yönetimleri bunun tam tersini yapmıştır, ithalatı her zaman desteklemiş, ihracatı ise gerekli gördüklerinde, ortaya darlıklar çıktığında sınırlamak yoluna gitmişlerdir. Yabancı tüccarlar ve yabancı deniz filoları da hem mal getirdikleri, hem de devlete gümrük vergisi geliri sağladıkları için teşvik ediliyordu.

Gerçi Osmanlı yönetimleri merkantilist devletlerin politikalarını andırır bir biçimde altın ve gümüşün ülkeden çıkışını sık sık yasaklamışlar ve engellemeye çalışmışlardır. Ancak, pek etkili olmayan bu önlemlerin amacı yerli üretimi korumak değil, devletin kendi adına para basabilmesi için gerekli madenleri sağlamaktı.

Merkantilizmle taban tabana zıt düşen bu öncelikleri ve uygulamaları, dış ticarete uygulanan gümrük resimlerinden de izlemek mümkündür. Merkantilist Avrupa ülkelerinde ithalata uygulanan vergiler daha yüksek düzeyde saptanırken, Osmanlı yönetimi 16. yüzyıldan 19. yüzyıla kadar ithalat ve ihracata uyguladığı vergileri eş düzeyde tutmuştur. Örneğin İngiltere ve Hollanda ile yapılan ticarete bu vergiler % 3 düzeyinde kalmış, Fransa ile ticarete ise ithalat ve ihracata 17. yüzyıl sonlarına kadar % 5, daha sonraları % 3 gümrük vergisi uygulanmıştır.

1.9. Tımar Düzenin Bozuluşu İltizamın Yaygınlaşması

16. yüzyılın ikinci yansında başlayan malî bunalım, 17. ve 18. yüzyıllarda da sürdü. Savaş teknolojisinde ortaya çıkan gelişmeler sürekli maaş alan ve ateşli silahlarla donatılan merkez ordularının önemini artırmıştı. Bu eğilim hem Osmanlı maliyesine önemli bir ek yük getirmiş, hem de devlet gelirlerinin daha büyük bir bölümünün para olarak merkezde toplanması zorunluluğunu yaratmış ve tımar düzeninin çözülüşüne giden yolu açmıştı.

Öte yandan, imparatorluğun hızlı genişleme döneminin sona ermesiyle birlikte, zaferle sonuçlanan savaşlardan elde edilen ganimet ve diğer gelirlerin sonu gelmişti. 17. ve 18. yüzyıllarda uzun süren ve sık sık yenilgilerle sonuçlanan savaşlar, devlet maliyesi üzerinde çok büyük bir yük oluşturmaya başladı. Bunlara ek olarak merkezî devlet taşradaki etkinliğini yitirince, daha önceleri ya doğrudan ya da tımar düzeni aracılığıyla el koyduğu tarımsal artığı taşradaki güçlü yerel unsurlarla, en önemlisi ayanla paylaşmak zorunda kaldı. Böylece giderler artarken gelirler azaldı, mali bunalım süreklilik kazandı. Ancak 18. yüzyılın ortalarındaki gibi barış dönemlerinde, gelirlerle giderler arasında denge kurulabildi.

Bu koşullarda Osmanlı yöneticileri hem devletin el koyduğu artığın daha büyük bir bölümünü merkezde toplamak, hem de ek gelir sağlamak amacıyla çeşitli yöntemlere başvurmak zorunda kaldı.

Değişen dünya koşulları karşısında merkezî devletin başvurduğu ilk önlemlerden biri, daha önceleri yalnızca olağanüstü dönemlerde ve doğrudan devlet tarafından toplanmakta olan vergilerin daha sık ve neredeyse düzenli olarak talep edilmesi idi. Bu uygulama 17. yüzyılda da

sürdürüldü. Avarız, imdadiyye ve tekâlif olarak adlandırılan olağanüstü vergiler, devletin gereksinimlerine göre para, ürün veya mal olarak sık sık toplandı.

Vergi gelirlerini tımar düzeni çerçevesinde dolaylı olarak kullanmak yerine doğrudan merkezî hazinede toplama çabalarının bir sonucu da iltizam düzeninin yayılması olmuştur. Osmanlı Devleti'nin erken dönemlerinden itibaren kullanılan bu yöntemde devlet, belirli bir vergi kaynağından vergi toplama işini açık artırma yoluyla ve bir ya da üç senelik süreler için mültezim adı verilen özel kişilere devrediyor ya da satıyordu.

Tımar düzeni dışında kalan bu vergi kaynakları, mukataalar olarak adlandırılıyordu. Mukataa, coğrafi sınırları ile alınacak vergilerin tür ve miktarları maliye tarafından saptanmış vergi kaynağı ya da kaynakları anlamına geliyordu. Örneğin, İzmir kentindeki esnaf loncaları veya dış ticaret gümrüğü bir mukataa olarak tanımlanabildiği gibi, bir yörenin çeşitli türdeki vergileri veya birden fazla yörenin bir tek vergi türü bir mukataa oluşturabiliyordu. Merkezî devletin idari yetersizlikleri nedeniyle, mukataaların büyük bir bölümünün geliri iltizam yoluyla toplanırdı. Ayrıca Bağdad ve Basra vilayetleri gibi tımar düzeninin kurulmadığı yerlerdeki vergi gelirleri de iltizam yoluyla toplanırdı. Buna karşılık, mukataaların sınırlı bir bölümü devletin emin adı verilen memurları tarafından emaneten yönetilmekteydi. Eminler topladıkları vergilerden masrafları düşükten sonra geri kalan bölümü devlet hazinesine aktarırlardı.

Mültezimler devlet adına vergi toplama işine kâr amacıyla girmektedirler. Açık artırmaya konu olan mukataanın vergi geliri, vergilerin toplanması sırasında yapılacak masraflar ve elde edecekleri yıllık kâra ilişkin beklentilerine göre mültezimler devlete teklifte bulunurlardı. Açık artırma sonucunda belirlenen miktarın bir bölümü devlete peşin olarak ödenir, geri kalanı ise üç veya altı aylık taksitlere bağlanırdı.

16. yüzyılın ikinci yarısında devletin nakit gelir ihtiyacının artmasıyla birlikte, o döneme kadar tımar düzeninin bir parçası olan ve daha çok tarıma dayanan vergi kaynakları da mukataalara çevrilerek açık artırma yoluyla mültezimlere devredilmeye başlandı. Böylece İstanbul'da veya taşrada oturan sermaye sahiplerine, askerî sınıf mensubu yüksek devlet

memurlarına, ulemaya, sarraf olarak adlandırılan büyük tefecilere ve bir ölçüde de büyük tüccarlara çekici ve giderek genişleyen bir yatırım alanı açılmış oluyordu.

Öte yandan, devlet tarafından kendilerine maaş yerine tımar düzenine bağlı büyük dirliklerin vergi gelirleri tahsis edilmiş olan büyük devlet memurları da, bu gelirlerin toplanması işini mültezimlere devretmeye başladılar. İltizamın alanı 17. yüzyılda giderek genişledi, İstanbul'da oturan büyük mültezimler geniş coğrafi alanları kapsayan büyük mukataaları satın alarak bunları daha küçük parçalara bölmeye ve taşradaki ortaklarına ya da alt-mültezimlere devretmeye başladılar. Böylece ortaya devletin vergi kaynakları peşinde koşan ve devletin el koymak istediği artığa ortak olan bir mültezim hiyerarşisi çıkıyordu. 18. yüzyılda ise taşrada güçlenen ayan, İstanbul'daki büyük devlet memurlarıyla ortaklıklar kurmaya ve mukataaları ellerine geçirmeye başladı.

Tımar düzeniyle karşılaştırıldığında iltizam, vergiyi ödeyen üreticiler için çok daha ağır koşullar getiriyordu. Tımar düzeninin mantığına göre sipahi, kendi uzun dönemli çıkarları açısından reayayı kollamak zorundaydı. Ağır vergilerle ve zor kullanarak reayanın ezilmesi yalnızca üretici için değil, artığa el koyan sipahi için de uzun dönemde olumsuz sonuçlar yaratabilecekti. Oysa bir mukataayı en fazla üç yıllık süre için ele geçiren mültezimin bu tür kaygıları olamazdı. Mültezim en kısa zamanda en fazla geliri toplamaya çalışıyor ve bu amaçla köylü üreticilere mümkün olan en ağır sömürü yöntemlerini uyguluyordu. Bu nedenle iltizamın, tarımsal üreticiler üzerindeki baskıları ve vergi yükünü artırdığı söylenebilir.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Osmanlı Ekonomisinin temel yapı unsurlarından olan provizyonizm ile merkantilizm arasındaki temel farklılıklar nelerdir?

Soru 2. Osmanlı'da asırlarca tımar sisteminin uygulanması hangi nedenlerden kaynaklanmıştır?

Soru 3. Osmanlı'da vakıfların ortaya çıkış gerekçesi neden kaynaklanmıştır?

Soru 4. Osmanlı maliyesinin finansman kaynakları nelerdir?

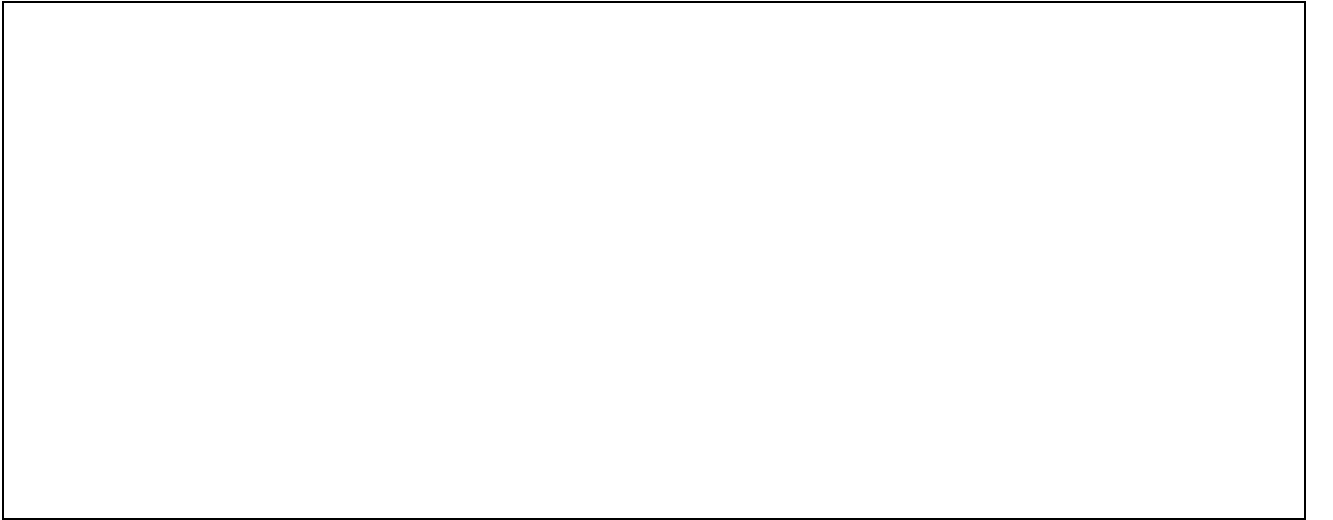
Soru 5. Tımar düzeninden iltizam düzenine geçiş hangi nedenlerden kaynaklanmıştır?

2. OSMANLIDA KAMU MALİYESİ VE BORÇLANMA SÜRECİ

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 2.1.**
- 2.2.**
- 2.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

2. OSMANLIDA KAMU MALİYESİ VE BORÇLANMA SÜRECİ

2.1. Timar ve İltizam Yöntemi³

Osmanlı nizamında, daha kuruluş devirlerinde beliren ve imparatorluğun büyümesi ile paralel olarak gittikçe önem kazanan öyle bir faaliyetler bölümü vardı ki; bunları timar sistemi içine yerleştirmenin imkânı mevcut değildi. Esas itibarı ile merkeze bağlı bürokrasi ile yine merkezin emrinde bulunan talimli, meslekten bir ordunun yüklendikleri bu faaliyetleri, geniş imparatorluğun yüzlerce kilometre uzakta bulunan yerlerinden toplanacak aynî vergileri, doğrudan doğruya ve münferit tarzda tahsis ederek yürütmek imkânsız olduğu için, vergilerin nakden alınması veya nakde çevrilerek merkezî bir hazineye intikâl ettirilmesi ve oradan bu faaliyet zümrelerine maaş şeklinde ödenmesi zarureti vardı. Osmanlı Devleti'nin bu zarurete cevap olmak üzere timar sisteminin dışında, ihdas ve inkişaf ettirdiği ikinci metot iltizam usulü olmuştur.

İltizam usulü diye bilinen malî birim, muhteva veya mekân itibarı ile birbirine yakın bir veya birkaç vergi kaynağının birleşimini temsil ve ifade eden ve maliye nazarında normal olarak" yıllık nakdî bir gelir yekûnu olarak kıymetlendirilmekte bulunan mukataalardır. Yıllık gelirinin asgarî kıymeti genellikle maliye tarafından tespit edilmiş olarak hazine defterlerinde yer alan mukataaların muayyen bir yıl için temin edebileceği azamî kıymeti de, kâr gayesi ile hareket eden mültezimlerin rekabeti ile müzayede şartları içinde taayyün ederdi. Mültezimler, müzayede konusu olan mukataayı, vaad ettiği gelir, sebep olacağı masraf ve bırakacağı kâr hakkındaki tahminlerine göre kıymetlendirdikten sonra, devlete yıllık olarak ödemeği kabul edebilecekleri miktara dair tekliflerini yaparlardı. Hazine, bunlar arasında, en yüksek teklifi yapan mültezime, tahvil adı verilen ve genellikle 1 ilâ 3 yıl arasında değişen bir devre için olmak üzere o mukataayı vergilendirme hakkını devrederdi. Belirli bir mukataayı vergilendirme hak ve salâhiyetini muayyen bir süre için almış bulunan mültezim, devletin sağladığı malî, idari ve adlî kolaylıklardan faydalanarak, kanunların çizdiği sınırlar içinde, tam bir müteşebbis gibi hareket eder ve faaliyetine ait hasılatın, müzayedede tespit edilmiş olan miktarını hazineye ödedikten sonra kalan kısmını, kendi şahsî ve meşru kârı olarak kazanırdı. Bu sayede devlet, zamanın şartlarına göre çok masraflı, külfetli ve daha az rantabl olacağı tahmin edilebilen muazzam bir maliye teşkilâtına lüzum kalmadan, kanunlarda ekseriya aynî şekilleri ile tespit

³ Mehmet Genç, Osmanlı İmparatorluğu'nda Devlet ve Ekonomi", Ötüken Neşriyat A.Ş., İstanbul, 2007, sh. 100-104.

edilmiş bulunan vergi gelirlerini, nakden ödenmesi icap eden bütçe harcamaları ile irtibatlandırmak imkânını bulmuş oluyordu.

Karşılacağı malî ihtiyaçlar bakımından vazgeçilmez bir metot olarak, benzeri iktisadî şartlar içindeki bütün devletlerde, az veya çok değişik şekilleri ile uygulanmış görünen iltizam usulü, Osmanlı İmparatorluğu'nda da, kuruluşu takip eden yüzyıl içinde ortaya çıkmış ve timar sistemi ile bir bütün meydana getirmek üzere birbirini tamamlayan, ama aynı zamanda çatışan iki temel unsur tarzında yanyana var olmuştur.

16. yüzyılın ortalarına doğru, devlete ait vergi haklarını yarıya yakın oranda timar sistemi ile bölüşür görünen iltizam usulü, dünya ekonomisinin geçirdiği istihalelerin İmparatorluk üzerinde, burada teferruatına girilmesi mümkün olmayan ve kısaca nakdî ekonominin gittikçe önem kazanması şeklinde karakterize edebileceğimiz tesirlerinin mahrekinde, hızlı bir yayılma temposu içinde bulunmuştur.

İltizam usulünde kaydedilen bu genişlemenin arkasındaki temel faktör, devletin, artan masraflarını karşılamak üzere, mevcut vergi haklarını süratle nakdî mekanizmanın içine katmak zaruretinde bulunması idi. Devlet maliyesi, hızla çoğalan masrafların bütçede yarattığı açıkları kapamak için bir yandan gelirleri arttırmak, diğer yandan da masrafları kıstak üzere iki istikamette çözüm yolu arıyordu. Gelirleri arttırmak için, para tağşişi, müsadere, yeni vergiler koyma veya mevcut olanları yükseltme gibi usuller yanında, kısa vadeli iç istikraz mahiyetinde görünen bir metot da artan ölçüde kullanıldı. Mültezimlerden yapılan bu iç istikrazın özü şu idi: Devlet, müzayede de taayyün etmiş olan iltizam bedelinin bir kısmını mültezimden peşin olarak talep ediyordu. Verginin tahsil, hatta tahakkuk etmesinden aylarca evvel, ehemmiyeti zamanla artan bir peşini yatırmak mecburiyeti, neticede müzayede şartlarından biri haline gelince, esas itibarı ile askeri zümre mensuplarının elinde bulunan iltizamlara, gayrimüslim sarrafların da aralarında yer aldığı, malî sermaye sahibi bir zümre daha ziyade hakim olmaya başladı. Vergilendirme ile ilgili teknik bilgi ve kabiliyetlere de malik olduğu için iltizam işlerinde önemi büyümekte olan bu zümrenin asıl hedefi, mümkün olduğu kadar yüksek kâr elde etmekten ibaret bulunduğu ve tahsilini geçici bir süre ile yüklediği vergi kaynağının himayesi ile alâkalanmadığı için vergilendirme faaliyeti, ekonomiyi artan ölçüde tahrip edici bir karakter kazanmağa başladı.

Bu durumda, gelecek yılların malî kaynaklarını zinde tutmak üzere, vergi kaynağını meydana getiren beşerî-iktisadî temele, timar sisteminde bulunduğu bilinen himaye ve güvenlik şartlarını yeniden sağlamak gittikçe zaruret haline geldi. Nakdî ekonominin çeşitli istikametlerdeki tesirleri ile kendini adeta zorla kabul ettirdiği bir devirde, tarihî fonksiyonunu tamamlayarak, saha ve ehemmiyeti daralmış bulunan timar sistemini ihya etmeğe imkân olmadığı için, aynı himaye şartlarını nakdî ekonominin zaruretleri ile bağdaştırılabilir şekillerde gerçekleştirmek gerekiyordu. Hazine defterlerinde kayıtlı bulunan nakdî vergilerini muntazam ödemeğe devam etmek şartı ile bazı mukataaların, askerî zümre mensuplarına hayatta buldukları müddetçe üzerlerinde kalmak üzere iltizama verilmeğe başlanması bu zaruretin bir ifadesi olmuştur.

Mukataaların kayd-ı hayat şartı ile ilzam edilmesine doğru gelişen vetirenin ana kaynağını teşkil eden bütçe zaruretleri, 17. yüzyılın ikinci yarısında, özellikle yüzyılın son 16 yılını kapsayan büyük savaş sırasında (1683-1699) dramatik denecek çapa vardı.

2.2. Malikane Sistemi (1695)⁴

Osmanlı literatüründe malikâne olarak isimlendirilen bu yeni sistem, iltizam usulünün mümkün olan en uzun vadeli özel bir türü idi. İltizam usulünde olduğu gibi vergiler, yine müzayede ile satılmakla beraber şu farkla ondan ayrılıyordu: Normal iltizam sisteminde müzayede, hazineye ödenecek yıllık vergi miktarı üzerinde cereyan ediyordu. Bu yeni sistemde ise yıllık miktar, hazine tarafından tespit edilmişti ve bu miktarın müzayede ile arttırılması veya düşürülmesi söz konusu değildi. Müzayede yıllıkları önceden tespit edilmiş bulunan bir vergi kalemini kayd-ı hayat şartı ile iltizama almanın bedeli olarak ödenmesi gereken meblağ üzerinde söz konusu idi.

Osmanlı maliye literatüründe "Muaccele" adı verilen bu meblağ, satışa arzedilen vergi kaynağını, hayatının sonuna kadar iltizam altında bulunduracak olan alıcının gelecekte sağlayacağı nakdî avantajların bir nevî kapitalizasyonuna, veya aktüel değerine tekabül

⁴ Mehmet Genç, Osmanlı İmparatorluğu'nda Devlet ve Ekonomi", Ötüken Neşriyat A.Ş., İstanbul, 2007, sh. 156-158.

ediyordu. Osmanlı alıcıları, şüphesiz, karmaşık kapitalizasyon ve iskonto hesapları yaparak bu meblağı tespit ediyor değillerdi. Onların satış konusu olan bir mukataa karşısında cevaplandırmak durumunda oldukları sorular oldukça sade idi: Bu mukataanın yıllık geliri nedir? Bu gelirin ne kadarını hazineye ödemek gerekecek? Geriye kalacak net fazla ne kadar olacak? Bu soruları doğruya yakın derecede cevaplandırmak imkânları vardı ve maliye bu konuda her türlü yardımı yapmaya hazır bulunuyordu. Çünkü biraz aşağıda daha iyi anlaşılacağı gibi, alıcıların mümkün olan en doğru bilgilerle mücehhez bulunmaları, neticede yalnız kendilerinin değil hazinenin de yararına idi. Hazineye ödenen yıllıkların, başlangıçta bize bilmece gibi görünen sabitliği de, esasen alıcıların geleceğe ait tahmin imkânlarını arttırmak gibi önemli bir fonksiyonu ifa gayesine matuftu.

Mukataanın getireceği yıllık net kârı ömür boyunca kazanmaya devam etmenin karşılığında ödenecek muaccelle meblağının seviyesi, hazinenin tespit ettiği ve genellikle bu yıllık net kârın zamana göre, 2 ilâ 8 katı arasında değişen asgarî haddin altına inmemek şartı ile, alıcıların rekabeti sonucunda taayyün ederdi. Defterdarlığa bağlı bir büroda, bütün potansiyel alıcıların bilgi sahibi olmalarını sağlayacak kadar uzunca bir süre, umuma açık tutulan bir defter üzerinde kaydı yürütülen tekliflerin içinde en yüksek meblağı ödeyene satış yapılırdı. Satışın bedeli olan muaccelleyi hazineye yatıran alıcıya, malikâne sahibi olarak haiz bulunduğu hak, salâhiyet ve vecibeleri sarahatle tespit eden bir berat verilirdi. Kanunların tespit ve beratın tasrih ettiği had ve usullere riayet etmek şartı ile mukataasını istediği şekilde idare edebilir, arzu ederse bir başkasına satabilirdi. Kadıdan başka, hiçbir kamu görevlisinin, kontrol ve müdahale hakkı mevcut değildi.

Mültezimler bakımından sistemin cazip yanları vardı. İltizam usulünde, bir mukataayı, prensip olarak aynı adamın uzun süre elinde tutması mümkün değildi. Fiilen böyle olsa bile, her an daha yüksek tekliflerle gelenlerin iltizamı elinden alması imkânı vardı. Yeni sistem, bu bakımdan, eskisine nazaran büyük bir güven ve istikrar getiriyordu. Malikâne sahibi biliyordu ki, isterse, herhangi bir ek malî fedakârlığa katlanmadan, mukataa ömrünün sonuna kadar kendisine ait kalacaktır. İstikbalde sağlayacağı gelirler, mukataanın kendi objektif şartlarından başka, beklenmedik hiçbir riske maruz kalmayacaktı. Bütün bunlar yalnız kendinin değil, ekonominin ve neticede devlet maliyesinin de lehine işleyecek bir mekanizmayı da içinde taşıyordu. Osmanlı maliye otoritelerinin nazarında sistemi meşrulaştıran temel özellik de bu

idi.

Ama sistemin ihdas edildiği 17. yüzyılın sonlarında devleti bu yola sevk eden başka motifler de vardı. Uzun savaş yıllarının sonunda bütçe açıkları kapatılamaz hale gelmişti. Masraflar hızla artarken, gelirler, onları takip etmek şöyle dursun, kısmen savaş yüzünden, kısmen de 17. yüzyılın Osmanlı İmparatorluğu'nu da içine alan geniş ve yaygın uzun vadeli ekonomik durgunluğunun etkisi ile gerileme de göstermişti. Bu durumda iltizam usulünde yapılan değişiklik, devlet bakımından, bir grup olarak mültezimlerin gelecek yıllarda kazanacakları muhtemel kârları, adeta kapitalize ederek şimdiden ve peşinen, aynı gruba şahıs tasrihi ile tahsis etmekten ibaret bir nevî iç borçlanma idi. Bu operasyonla devletin yüklendiği tek önemli risk, kayd-ı hayat şartı ile satılan vergi kaynağının, satış sırasında beklenenden daha yüksek gelir getirecek şekilde gelecek yıllarda inkişaf göstermesi ihtimali idi. Ancak İmparatorluk, sistemi ihdas ettiği 1695'de, 12 yıldan beri süren bir büyük savaşın ortasında, geleceğin muhtemel gelir kaybından çok, halihazır acil ödemeleri finanse etmenin çaresizliği içinde idi. Üstelik seküler olarak hakim olmuş görünen ekonomik durgunluğun yarattığı psikolojik atmosfer, gelecekte gelirlerin artabileceği öngörüsünü yapmaya da subjektif bakımdan pek müsait bulunmuyordu. Kaldı ki gelecekte gelirlerin artmasından doğacak kayıplar, nihayet malikâne sahibinin hayatta kaldığı süre ile sınırlı idi. Çünkü sahibi öldüğü zaman malikâne tekrar müzayede ile satılacağına göre, bu arada yıllık kârı artmış ise, bununla orantılı olarak yeni muaccele miktarları da yükselecekti. Böylece devlet, malikâne sahiplerinin ortalama ömrüne tekabül eden periyotlarla miktarı yükselen muaccele gelirleri elde ederek kayıplarını kısmen telâfi etmek imkânını bulacak, kısmen de, her yıl veya sık sık değişen mültezimlerin tahripçi zulmünden vergi kaynağını kurtarmış olmanın pek pahalı sayılmayacak bir bedeli olarak bu kayıplara katlanmış olacaktı.

2.3. Esham – Sehim (1775-1860)

Esham kelimesi "pay, hisse" anlamındaki sehmin çoğuludur. Osmanlı hukukunda miras ve vakıfla ilgili metinlerde bu anlamı ile kullanılır. Bir maliye terimi olarak ilk defa, 1775 yılında uygulamaya konularak 1860'lı yıllara kadar mahiyetini değiştirmeden devam eden belirli bir iç borçlanma sistemini ifade eder. Sistemin özü şudur: **Mukataa** adıyla bilinen vergi kalemlerinden bazılarında ait yıllık nakdî gelirlerin, **faiz** denilen belirli bölümlerinin sehimler halinde dilimlenerek özel şahıslara "**muaccele**" adı verilen bir peşin meblağ karşılığında **kayd-**

ı hayat şartı ile satılmasıdır. Satışa sunulan, bir mukataaya ait yıllık nakdî gelirin hiçbir zaman tamamı değil sadece faiz denilen belirli bölümüdür. Bu gelirin geriye kalan ve **mal** adı verilen bölümü eshama bağlanarak satılamaz. Askerlerle diğer görevlilere ve emeklilere verilen maaşlarla, bir kısım devlet kuruluşlarına ait zorunlu giderlere karşılık olmak üzere uzun süre boyunca adeta sabitleşmiş gibi kalan bu bölümün başka amaçla kullanılması mümkün değildir. Ancak her mukataanın zamanla geliri arttıkça bu sabitleşmiş yıllık miktarın üstünde kalan bölümüne "gelir fazlası" anlamında faiz adı verilir ve hazine bunları daha esnek şekilde kullanma imkânına sahip olurdu. Bir kısım büyük mukataaların sehimler halinde dilimlenerek satışa sunulan bölümü bu faiz denilen fazlalardan oluştuğu için her sehme ait gelir dilimine de faiz adı verilir. Günümüzün faiz kavramı ile doğrudan herhangi bir ilgisi bulunmayan ve sadece gelir anlamını ifade eden bu dilimler, her sehim için yıllık 2000 veya 2500 kuruşluk standart birimler halinde tespit ediliyordu. Bir sehim satın alan şahsın, hayatta kaldığı sürece her yıl bir miktar geliri (faiz) almanın bedeli olarak ödemesi gereken muaccelenin miktarı da bu yıllık gelirin katları olarak ifade edilirdi. Piyasa şartlarına ve sehmin bağlı bulunduğu mukataanın gelirindeki istikrara göre değişmek üzere, muaccelenin kaç yıllık gelire tekabül edeceğini Defterdarlık her grup esham için ayrıca tayin ve ilân ederdi. Meselâ sistemin uygulanmaya başlandığı 1775 yılında İstanbul tütün gümrüğü mukataasına ait yıllık gelirin, mal olarak tespit edilmiş bulunan 159.000 kuruşun üstünde kalan ve faiz olarak nitelenen 400.000 kuruşluk bölümüne tekabül etmek üzere, her biri 2500 kuruş yıllık geliri 160 sehimden oluşan ilk grup esham için belirlenen muaccele değeri 5 yıllıktı. Yani 12.500 kuruşluk muacceleyle ödeyerek bir sehim satın alan kişi, ölünceye kadar her yıl 2500 kuruşluk bir gelire hak kazanmış oluyordu. Eshamın ihraç haddi diyebileceğimiz bu oran, sistemin uygulamada kaldığı yaklaşık 100 yıl boyunca satışa arz edilen eshamın hacmine, bağlı bulunduğu mukataanın verimliliğine, savaş veya barış durumuna göre sürekli değişen değerler almakla birlikte ilk grup için belirlenmiş olan beşin altına hiçbir zaman inmemiş, daha sonraki gruplar için önce 5,5-6'ya yükselmiş ve zamanla 10-12'ye kadar ulaşan değerler almıştır.

Eshama ait belgelerde çok sık kullanılan faiz kelimesinin günümüzdeki faiz kavramı ile doğrudan bir ilgisi bulunmamakla birlikte, bir iç borçlanma sistemi olarak esham uygulamasında lafzen ve mefhum olarak açıkça zikredilmemiş bulunmasına ve hukuken faiz kategorisine ne ölçüde girdiği tartışılabilir görünmesine rağmen fiilî bir faizin mevcut olduğu da muhakkaktır. Nitekim sistemin temelinde yer alan ve ihraç haddi olarak nitelendirilen oranların tersi, yani 1/5'ten 1/12'ye kadar değişen hadlerin günümüzdeki faiz kavramına çok

yakın bir muhtevaya sahip olduğunda şüphe yoktur. Günümüzün faiz kavramından en önemli farkı, sehim sahibinin ömrü gibi belirsiz bir unsur dolayısıyla sigorta primine yaklaşan bir nitelik taşımasıdır. Bu sebeple bu hadleri, reel faiz hadleri olarak değil de, asimptotik birer tavan faiz haddi olarak düşünmek gerekir.

Kadın veya erkek, müslüman veya gayri müslim, askerî veya reaya her Osmanlı tebaası sehim satın alabilirdi. Muaccelle ile birlikte onun % 5 ile % 10'u kadar tutan dellâliyye ve kalem harçlarını hazineye yatırdıktan sonra, kendi adına düzenlenen beratı alıp sehmine malikâne olarak kayd-ı hayat şartı ile sahip olurdu. Muaccelle ve harçları yatırmış da olsa, kendi adına berât ettirmeden hamiline muharrer tarzda sehime sahip olmak ve yıllık faizlerini almaya hâk kazanmak istisnâ müsaadeler dışında, normal olarak mümkün değildi. Beratını aldıktan sonra isteyen kişi, muaccelenin %10'u kadar "kasrıyed" resmini hazineye yatırmak şartı ile sehmini başkasına satabilirdi.

Sahibi ölen sehim "mahlûl (sahipsiz) sayılır ve hazineye ait olurdu. Mirasçılara herhangi bir ödeme yapılmazdı; zira sistemin mantığına göre hazine aldığı muaccelleyi ödediği yıllık faizler içinde itfa etmiş sayıldığı için ayrıca bir anapara ödenmesi söz konusu olamazdı.

Osmanlı devlet borçları tarihinin önemli bir safhasını teşkil eden esham sisteminin nasıl oluştuğunu kısaca hatırlamak gereklidir. Osmanlı devleti kamu borçlanmalarına oldukça geç ve sınırlı ölçüde başvurmuştur. Padişahlara ait iç hazine, uzun süre devlet hazinesinin kredi ihtiyacını karşılamaya yeterli olmuştur. Bunun yanında kısa vadeli kredi ihtiyacını karşılamak üzere bazen devlet ricaline, tüccarlara ve sarraflara belli ölçülerde de olsa müracaat edilmiştir. Bu tür borçlanmanın önemli bir diğer kaynağı da vergi mültezimleri idi. Asıl kredi menbaı olan iç hazinenin kaynakları, 17. yüzyıl sonlarında II. Viyana Kuşatması'nı takip eden ağır savaş yıllarında giderek tükenince kredi mercii olarak iltizam sektörünün ağırlığı arttı. Ancak iltizam sektörü, hem malî kapasitesi hem de iltizam sisteminin niteliği gereği sadece kısa vadeli kredi sağlayabilmekteydi. Uzun vadeli kredi temini, iltizam sisteminin işleyişi içinde mümkün değildi. İltizam sisteminin 17. yüzyılın sonlarında malikâne sistemine dönüşmesindeki faktörlerden biri bu imkânı sağlama motifi idi. İltizam sisteminde normal olarak bir yıllık, bazı hallerde daha kısa sürelerle verilen iltizamlar yerine, malikâne sisteminde mukataalar kayd-ı hayat şartı ile veriliyordu. Malikâneci bu şartla aldığı mukataayı kendisi vergilendirir ve

önceden tespit edilerek yıldan yıla arttırılmayacağı devletçe garanti edilmiş bulunan ve mal adı verilen sabit bir yıllık vergiyi hazineye ödedikten sonra, vergi hasılatının kalan bölümünü kendi kârı olarak alırdı. Malikâneyi alırken, hayatta kaldığı sürece kazanmaya devam edeceği bu kârların bir nevi kapitalizasyonuna tekabül eder tarzda toplu bir meblağ olan muacceleli peşin öderdi. Malikâneci öldüğü zaman mukataa mahlûl sayılır ve hazineye geri dönerdi. Yıllık vergileri değişmeden yeniden müzayedeye çıkarılarak en yüksek muacceleli ödeyene tekrar malikâne olarak verilirdi. Normalde bir daha geri ödenmemek üzere malikânegilerden toplanan bu muaccele meblağları vergi kalemlerinden, gelecekte sağlayacakları kârlar karşılığında alınan bir nevî uzun vadeli iç istikraz gelirleriydi. Bu gelirler, malikâne sisteminin ihdas edildiği 1695'i takip eden yıllarda toplam devlet gelirlerinin %2'si civarında idi. Fakat 18. yüzyıl boyunca giderek büyüdü ve 1770'li yıllarda yıllık oranı % 5'e yaklaştı. Malikâne sisteminden sağlanan muaccele gelirlerinin bu yıllık akışından oluşan stok aynı yıllarda 10 milyon kuruş civarında idi ki bu, merkezî devletin yıllık gelirinin yarısına yakın bir meblağı ifade ediyordu. Geri ödemesi söz konusu olmayan bu stok karşılığında malikânegilere ödenen, kayd-ı hayat şartı ile vergilendirme hakkına sahip buldukları mukataalardan sağlamakta oldukları hasılatın gidecek büyüyen kârları idi.

Malikâne sistemi, iç istikraz mekanizması olarak bazı sınırları aşamayan bir sistemdi. Malikâneler, vergi mükelleflerini yönetme sorumluluğunu gerektirdiği için sadece askerî zümre mensuplarına verilebiliyordu. Malikâne padişah kızları dışında kadınlara verilmediği gibi, çok nadir istisnalar hariç gayri müslimlere de verilemezdi. Bu sebeple talep piyasası, genel nüfusun % 1'ini pek geçmeyen dar bir kesime inhisar ediyordu. Ayrıca mukataaların hisselerine bölünerek birkaç kişiye ortaklaşa idare etmek üzere verilmesi mümkün olmakla beraber, bu hisseleri çok küçük dilimlere ayırıp çok sayıda hissedara malikâne olarak vermenin imkânları da sınırlı idi. Çünkü ortak sayısı arttıkça malikânenin yönetimi zorlaşmakta ve içinden çıkılmaz ihtilâflara yol açmakta idi. Bütün bunlar malikâne sistemini hem talep, hem de arz bakımından aşılması zor sınırlar içine hapsetmekteydi. Bu arada, bütün ihtiyatları ve birikimleri eriten uzun bir savaşın (1768-1774) arkasından imzalanan Küçük Kaynarca Antlaşması ile 1775'te Rusya'ya, bütçenin yıllık nakdî gelirinin yaklaşık yarısına tekabül eden 7.500.000 kuruşluk bir tazminat ödeme mecburiyetiyle karşı karşıya gelindi. Devlet, kısa sürede büyük meblağları sağlayacak şekilde malikâne sisteminin bazı unsurlarını değiştirerek sınırlarını zorlamaktan başka çare bulamadı. Esham sistemi malikâne sisteminin devamı ve değişik bir şekli olarak, bu sınırları aşmaya imkân veren bir metod gibi düşünüldü ve uygulamaya konuldu. Yeni sistem, malikâne

sisteminin genel çerçevesi içinde yer almakla birlikte, bazı önemli değişiklikler ihtiva ediyordu. Malikâneci, muaccelle ödeyip kayd-ı hayat şartı ile satın aldığı mukataayı veya hissesini kendisi vergilendirirdi. Vergi hasılatından hazineye ait yıllık belirli vergi ve harçları ödedikten sonra, geri kalan kısım malikâneciye kâr olarak kalırdı. Bu kâr yıldan yıla farklı olabilirdi. Devlet bu konuda ne garanti verir, ne de müdahale ederdi. Bu bakımdan malikâneci risk yüklenen bir müteşebbis konumunda idi. Esham sisteminde ise sehim satın alanların, sehimine sahip oldukları mukataa ile ilgileri, yatırdıkları muaccelle ile orantılı olarak tespit edilmiş bulunan yıllık bir nakdî geliri almaktan ibaretti. Mukataanın vergilendirilmesi ve yönetimi defterdarın tayin edeceği bir emin veya mültezimin sorumluluğunda idi. Mukataanın yönetimiyle bağın koparılmış olması son derece önemli sonuçlar doğurmuştur. Bir defa hissedarların sayıca sınırlı tutulmasındaki gerekçeler ortadan kalktığı gibi, talep piyasasını sadece askerî zümrenin erkeklerine inhisar ettirme zorunluluğu da son bulmuştur. Böylece kadınlar, çocuklar ve gayri müslimler de esham piyasasına çekilerek talep hacminin büyütülmesi mümkün olmuştur. Aynı şekilde bir mukataayı hisselerle bölme imkânları da büyük bir esneklik kazanmıştır. Bu yeni imkânların getirdiği değişmeyi gösteren tipik bir örnek, esham sistemine bağlanan ilk vergi kalemi olan İstanbul tütün gümrüğü mukâtaasıdır. Daha önce malikâne olarak satıldığı dönemin sonlarında 1759'da toplam 22 hissedar malikâneyi bölüşmekteydiler ve yatırmış oldukları muaccelerinin toplamı da 250.000 kuruştan ibaretti. Bu tarihten 15 yıl sonra aynı mukataa eshama dönüştürüldüğü zaman hissedar sayısı 274'e ulaşmış, yatırdıkları muaccelerinin toplamı da 1.800.000 kuruşu geçmiş bulunuyordu. Malikâne sisteminin son sınırlarına kadar genişlediği, buna karşılık eshamın henüz başlamakta olduğu bir döneme ait olan bu örnek bile, aradaki büyük farkı oldukça net göstermektedir. Bu fark zamanla büyüyerek devam etti. Eshama ait talep piyasasını genişletmek ve küçük tasarrufların hazineye ikrazını sağlamak üzere, hisseler giderek küçültüldü. Bir sehim için tespit edilen yıllık faiz miktarı standart olarak 2000 veya 2500 kuruştur ve bu miktar daha sonra da değişmedi. Ancak bir sehmi bütünü ile alma mecburiyeti yoktu. İsteyen bir sehmin 1/2 veya 1/4'ünü ve giderek 1/64'e kadar küçülen paylarını satın alabilirdi.

Hisselerin küçültülmesi ve halkın her kesimine açık hale getirilmesi sayesinde esham sistemi malikâneye oranla daha hızlı bir şekilde gelişti. Ocak 1775'te yıllık 400.000 kuruş faiz ödeme kapasitesiyle başlayan sistem, 10 yıl içinde İmparatorluğun en büyük 11 mukataasını bünyesine alarak yıllık faiz miktarı 2.000.000 kuruşu aşmış bulunuyordu. Ortalama ihraç haddi 5,75 yıllık olarak hesaplanırsa asgarî 11.500.000 kuruşluk bir muaccelle geliri sağlanmıştır. Bu

yıllarda merkezî devlete ait nakdî gelirlerin yıllık yekûnunun 20.000.000 kuruş civarında bulunduğu düşünülürse % 50'yi aşan bir iç borç stokunun teşekkül etmiş olduğu ve faiz ödemelerinin de toplam giderlerin % 10'una ulaştığı görülür. Aynı yıllarda, 17. yüzyılın sonlarından beri uygulanmakta olan malikâne sisteminin devlete sağlamış olduğu muaccelle yekûnu da ancak bu miktar civarında idi. Malikâne sisteminin 90 yıllık birikimi sonunda ulaştığı kapasiteye, esham sisteminin 10 yılda ulaşmış olması genişlemenin hızı hakkında bir fikir vermeye kâfidir.

Bu hızlı genişleme maliye otoritelerini de düşündürmeye başladı. Zira malikânedeki farklı olarak faiz ödemesi hazinenin yükümlülüğü ve garantisi altında bulunuyordu. Maliye otoriteleri 1786'da sistemin hazine açısından bir bilançosunu çıkarmaya çalıştılar. Hesap sonunda görüldü ki, ölen esham sahiplerinin yeniden satılan sehimlerinin muaccelle geliriyle, piyasada alınıp satılan sehimlerden alınan kasriyed resimlerinden sağlanan gelirlerin toplamı, ödenmekte olan yıllık faizin ancak küçük bir bölümünü karşılamaktadır. Esham sistemi genişlemeye devam ettiği sürece, hazine aleyhindeki bu farkın büyüyeceği ve giderek faizleri ödemede karşılaşılabilecek zorlukların siyasî istikrarsızlığa da yol açabileceği gözönüne alınarak, 30 Ekim 1786'da yeni esham çıkarılmamasına, daha önce satılmış olanlardan sahipleri öterek mahlûl kalanların da yeniden satışa sunulmamasına karar verildi. Kararın arkasındaki bir motif de şu idi: Gereğinden fazla esham çıkarıldığı için, faizin yüksek düzeyini koruduğu düşünülüyor ve eğer esham arzı daraltılırsa, ileride zarurî hallerde esham çıkarmak mecburiyetinde kalındığı zaman hazinenin daha düşük faizle esham satabileceği tahmini yapılıyordu. Karara ancak bir buçuk yıl uyma imkânı oldu. Rusya ve Avusturya ile başlayan savaşın (1787-1791) gerektirdiği harcamalar, tekrar esham satışına başvurmayı zorunlu hale getirdi. Savaştan sonra durum yeniden gözden geçirildi. Bu tarihte eshama ödenmekte olan yıllık faiz 2.500.000 kuruş civarında idi. Ortalama ihraç haddi altı yıl farz edilirse, 15.000.000 kuruşluk bir borç stoku oluşmuş demektir. Hazine bakımından yıllık gelir-gider mukayesesi sonucunda sistemin zararlı olduğuna, yüksek faiz ödemesine tahammül edilemeyeceğine hükmedilerek 1792'den itibaren yeni esham satışlarına son verilerek önce hacminin dondurulmasına, sonra da yıldan yıla birikecek mahlûl sehimlerin hazinede alıkonularak yeniden satışa çıkarılmamasına ve böylece birikmiş olan borç stokunun yavaş yavaş tasfiye edilmesine karar verildi.

Bu işi idare etmek üzere klâsik iç hazinenin bir uzantısı ve varisi sayılabilecek olan darphâne görevlendirildi. İrâd-ı cedîd hazinesi kurulunca da 1793'ten itibaren görevi o üstlendi ve karar biraz daha genişletilerek, ilk defa serbest piyasada esham alım satımı da yasaklandı. Sehimlerini satmak isteyenler getirip îrâd-ı cedîd hazinesine rayiç değeriyle satabileceklerdi.

İrâd-ı cedîd hazinesinin, dört yıllık uygulama içinde satın aldığı ve sahibi ölerek mahlûl kaldığı için zaptettiği sehimlerin yıllık faiz toplamı 1797 yılında 350.000 kuruşa yakındı. Eshama dönem başında ödenmekte olan yıllık faizin % 15'ine yaklaşan bu daralmaya bakarak borç stokunu 20-25 yılda tamamen eritmenin mümkün olacağı tahmin edilebilirdi. Ancak bu tahminin gerçekleşmesi mümkün olmadı. Fransa'nın Mısır'ı işgali ile başlayan savaşın (1798-1801) arttırdığı askeri harcamalar yeniden eshama başvurma mecburiyetini getirdi. Biriken mahlûller satıldığı gibi, yeni mukataalar devreye sokularak esham alanı daha da genişletildi. Savaştan sonra eshamın daraltılmasıyla ilgili tasavvurlar tekrar gündeme getirilmekle birlikte, kısa bir aradan sonra yeniden eshama müracaattan başka çare olmadığı görüldü ve 19. yüzyılın ilk yıllarından itibaren esham sistemi, artık carî giderlerin karşılanmasında da desteği zorunlu görünen bir metot olarak yerleşmiş oldu. Bu tarihte yıllık faiz ödemesi 2.832.341 kuruşa yükselmiş bulunan esham sistemi, savaş yıllarında daha hızlı olmak üzere yüzyılın ortalarına kadar genişlemeye devam etti. İlk büyük sıçrama 1806-1812 savaşı döneminde görüldü ve savaşın bitiminde yıllık faiz miktarı 7.500.000 kuruşa yaklaşmış oldu. Dönemin ortalama ihraç haddi 7 kabul edilirse bu 50.000.000 kuruşu aşan bir borç stoku demektir ve bu 1800'deki düzeyin üç katını aşıyordu. Bu yıllarda merkezî devlet hazinesine ait nakdî gelirlerin bu miktarın çok altında olduğu hatırlanırsa, muazzam bir borç stokunun oluşmuş bulunduğu anlaşılır. Yıllık faiz ödemesi de bütçe gelirlerinin % 25'ini geçiyordu.

Esham sahiplerine faizleri, genellikle üç veya altı ay aralıklarla yılda iki (nadiren üç veya dört) taksitte ödenirdi. Taksitleri, ellerindeki sehimin bağlı olduğu mukataanın emini veya sarrafi tarafından İstanbul'da verilirdi. Esham sahipleri, küçük miktarda kalem harçları dışında, aldıkları faiz üzerinden normal yıllarda herhangi bir vergi veya resim ödemezlerdi. Ancak 18. yüzyılın sonlarından itibaren savaş yıllarında, savaşa katkı anlamında "cebelû bedeliyesi" adıyla yıllık faizlerinin %50'sini hazineye ödemekle yükümlü tutuldular.

Esham sisteminin fiilî faiz haddinin hesaplanması, ihraç hadlerini doğru olarak takip

etme imkânı bulunmasına rağmen, son derece zordur. Çünkü bunu hesaplamak için, ihraç haddiyle birlikte sehim sahiplerinin ortalama ömrünü de bilmek gerekir. Ortalama ömür hesabı ise esham sahiplerinin her grubu için farklı olduğu gibi zaman içinde de önemli değişimler göstermiştir. Şimdiye kadar yapılan sondaj mahiyetindeki incelemelerden çıkan ilk kaba sonuçlara göre esham sahiplerinin yıllık ölüm oranlarının % 1 ile % 5 arasında değiştiğini, başlangıç yıllarında nispeten yüksek olan bu oranın giderek düşme eğilimi gösterdiğini söylemek mümkündür. Oranın zamanla düşme eğilimi göstermesi, esham sahiplerinin giderek daha genç yaşta sehim satın almalarından veya genel olarak ortalama ömürlerinin uzamış, yahut da şahıslar arası alım satımın hızlanmış olmasından doğmuş olabileceği gibi ölümlerin varislerce gizli tutularak faiz almaya devam imkânı veren hileli yollara başvurulmasından da kaynaklanmış olabilir. Ölümlerin gizlenmesi başlangıç yıllarından itibaren önemli konu olarak görüldüğü için 1780'lerden başlayarak esham sahibi olan birinin öldüğünü bildirenler için ihbariye ödülü verilmeye başlanmıştır. Ancak geniş bir kitlenin tasarruflarını çekmek üzere giderek küçülen hisseleri, sayıları 1800'lerde 4-5 bin kişiyi, 1830'larda 10.000 kişiyi aşan bir kalabalığa yayan bir sistemi tam olarak kontrol altında tutmanın imkânı, çağın şartlarında elbette bulunamazdı. Ölüm oranlarının düşmesinin bir diğer sebebi, berat ettirmeden esham sahibi olmanın giderek yaygınlaşmasıdır.

Eshamı hamiline muharrer modern tahvillere dönüştüren değişimin başlangıcı 1800 yıllarına kadar gider. Devlet, ihtiyaç duyduğu miktarda eshamı pazarlayamadığı hallerde, kendisinden alacağı olan emine, sarraflara ve esnafa sehim kaimeleri verip ödeme yollarını denemeye başlaması ile hukukî olarak ihtiyari bir borç olan esham bir nevi mecburî borç haline gelmiş oluyordu. Fertleri esham almaya hukuken zorlama imkânı bulunmadığı için, devletten alacakları karşılığında esham verilen emine ve sarraflar, bir alıcı bulup satıncaya kadar verilen sehim kaimelerini kendi üzerlerine berat ettirmeden, faizlerini almak üzere ellerinde bulundurma hakkına sahip bulunuyorlardı. Bu hak, 1813'ten 1840'a kadar bir ilâ iki yıllık sürelerle sınırlandırılan çeşitli düzenlemeler çerçevesinde yürürlükte kaldı. Bu da sehimlerin mahlûl kalma oranını düşüren faktörlerden biri olmuştur.

Tavan faizi, % 18-19 ile ilk defa piyasaya çıkarıldığı 1775 yılından itibaren tedricen düşmekle birlikte 25 yıl boyunca % 15'in üstünde kalan esham, hazine bakımından pahalı ve riskli görüldüğü için, sözü edilen müdahalelere maruz kalmıştı. Bu müdahaleler ise, alıcılar

bakımından riski arttırdığından, faizi daha da yükseltmekten başka bir sonuç vermiyordu. Bu kısır döngüden 1800'lerden itibaren kısmen kurtulmak mümkün oldu. Devlet maliyesinin borçlanmaya başvurmadan yaşaması mümkün görünmediği için bir daha riski ve dolayısıyla faizi yükseltici önemli bir müdahalede bulunulmadı. Tam olarak güvenliğe kavuşturulduğu için esham piyasada tutundu ve benimsendi. Bu sebeple 19. yüzyılın ilk yarısı içinde tavan faiz haddi % 10-14 arasında kaldı. Bu dönemde devlet, yalnız fevkalâde harcamaların finansmanında değil, normal carî giderlerin karşılanmasında da eshama başvurduğu için, muaccelle gelirleri normal bütçe gelirleri arasında önemli bir yer tutuyordu.

2.4. Esham Kavâimi, Kaime-İ Mutebere, Evrâk-I Nakdiye

Eshamın uzun süren bu uygulamasında ilk önemli değişimler Tanzimat'la birlikte başladı. Sistemi etkileyen en önemli faktör, Tanzimat'ın ilânı ile büyük çapta kredi ihtiyacının birden bire gündeme gelmiş olmasıdır. Daha önce malikâne sistemi içinden esham uygulamasına geçmeye yol açmış olan zaruretlerin benzeri şimdi de esham sistemini zorlamaya başlıyordu. Esham, her yıl % 1-2 civarında ölenlere ait mahlûllerle ve genişleme imkânları sınırlı kalan mevcut kredi stoku ile belirli dengeye kavuşmuş bir sistemdi. Yeni ve büyük çapta kredi ihtiyacını bu sistem içinde karşılamak, ancak faizleri çok yükseltmekle mümkündü. Bu ise, kayd-ı hayat şartı ile satıldığı için esasen faizi yüksek düzeyde belirlenen eshamda hazine bakımından çok ağır bir yükün altına girmek demektir. Faizlerin çok daha düşük olduğu dış alemden borçlanma yolları da denenmekle birlikte bu iş başarılamayınca, esham gibi uzun vadeli çok yüksek faizle kredi aramak yerine faizi yüksek, ancak orta vadeli bir krediyi daha avantajlı gören Tanzimat maliye otoriteleri esham sistemini kayd-ı hayat şartından kopararak bunu gerçekleştirebileceklerini düşündüler. Eshamın kayd-ı hayat şartından kopması, sahibi ölen sehimlerin hazineye değil mirasçılara intikal etmesi, yani anaparanın özel mülkiyet sınırları içinde tutulması demektir. Kayd-ı hayat şartına bağlı kalan eski eshamın % 12,25 faiz haddinde zorlukla satılabildiği bir dönemde, faizi 0,25 puan artırarak % 12,5'tan hamiline muharrer tahvil tarzında Ağustos 1840'ta piyasaya sürülen yeni sehimlerin satışı başarılı oldu ve bütçeye % 17 civarında bir istikraz geliri sağlamaya imkân verdi. "Esham kavâimi, kaime-i mutebere, evrâk-ı nakdiye" gibi isimler verilen bu ilk deneme ile eshamın niteliği artık değişmeye başlamış oluyordu. Esham kavâimi iki yıllık süre için çıkarılmıştı ve süre sonunda toplanacaktı. Kredi ihtiyacı içindeki maliye için toplama mümkün olmadı ve evrâk-ı nakdiye olarak yerleşmiş olan yeni usul zamanla genişletilen bir uygulama haline geldi. Mülkiyet ve miras garantisiyle mücehhez olarak rağbet gördüğü için, hazine giderek faizini indirme

imkânını buldu. Önce % 10'a, daha sonra % 8'e indirilen faizlerle yeni yeni kaimeler piyasaya sürüldü. Bu hızlı genişleme ile birlikte değeri de düşen kaime piyasada bir istikrarsızlık kaynağı haline gelmeye başladı. Bu defa eskiden denenmiş, benimsenmiş ve istikrara kavuşmuş olan eshama yeniden dönme fikirleri ortaya çıktı. Hatta kaimelerin hepsinin toplanıp yerine esham sürülmesi de düşünüldü. Ancak faizi çok yükselteceği için bu da pek cazip görülmedi.

2.5. Evladiyet Şürûtu

Nihayet 1849'da kayd-ı hayat şartını, esham satın alanın kız veya erkek çocuklarına da teşmil eden ve "evlâdiyet surûtu" diye nitelenen esham türü piyasaya çıkarıldı. Bu yeni türde eshamı ilk satın alan kişi ve ondan ileride satın alacak olan ikinci şahıs öldükleri zaman, sehimler hazineye geri dönmeyecek ve çocuklara eşit paylarla intikal edecekti. Ancak bu ikinci kuşak da ölünce, sehim mahlûl sayılarak hazineye ait olacaktı.

Kayd-ı hayat şartı ile tasarruftan mülkiyete biraz daha yaklaşan bu formül içinde tavan faizini % 8.2'ye kadar düşürmenin mümkün olacağı düşünüldü. Bu tür esham da çok rağbet görmedi ve ancak küçük miktarlarda satış yapılabilirdi.

2.6. Atik Esham ve Esham-ı Mümtaze

Bununla birlikte bu yıllarda artık "atik" diye nitelendirilen normal esham biraz daha yüksek bir faiz haddiyle piyasaya sürülmeye devam edildi. Ancak bunların satış hacmi çok sınırlı ölçüleri aşamadı. Nitekim Kırım Savaşı sırasında büyük çapta kredi ihtiyacı ortaya çıkınca atik veya evlâdiyet şurûtu ile esham satıp bu ihtiyacı karşılama imkânı bulunmadığı için zorunlu olarak faizleri çok yükseltmek gerekiyordu. Bunu da 1840'ta olduğu gibi faizi biraz yükselterek orta vadeli bir kredi ile halletmekten başka çare görülemedi ve "eshâm-ı mümtâze" adıyla üç yıl vadeli % 10 faizli sehimler piyasaya çıkarıldı. Daha sonra "eshâm-ı cedide" olarak adlandırılacak olan bu sehimlerin hitap ettiği kitle ve toplayabildiği kredi miktarı eski eshamla kıyaslanmayacak kadar büyüktü. İlk defa Mart 1854'te 50 milyon kuruşla başlayan bu yeni sehimlerin satış hacmi giderek arttı ve 1860'larda birkaç yüz milyonluk kapasiteye ulaştı. Bir bölümü yurt dışında da pazarlanan ve modern tahvillere benzeyen bu yeni tip eshamın eskisiyle isim dışında herhangi bir benzerliği kalmamıştı.

Bununla birlikte eski tip esham, Osmanlı kurumlarının genellikle paylaştığı tedricî değişme vasfına uygun olarak birden bire sona ermemiş, ilham verdiği yeni borçlanma usulleri yanında bir süre daha yaşamaya devam etmiştir. Önemli bölümünü kadınların oluşturduğu bir rantıye grubunu öteden beri almış olduğu bir uygulamadan mahrum bırakmama motifiyle, sahipleri öterek mahlûl kalan sehimler, bütçede yerleşmiş faiz karşılıkları da hazır bulunduğu için küçük demetler halinde 1860'ların sonuna kadar satılmaya devam etti. Ancak toplam kamu borcu stoku ve bütçedeki borç mürettebatı bakımından oranı ve önemi giderek azaldı. Mevcut sehim sahiplerine, ellerindeki sehimleri modern türden olan diğer sehimlere dönüştürme imkânının tanınması bu azalmayı hızlandırdı. Bununla birlikte müktesep hakları ihlâlâ varan zorlamaları kabul etmeyen Osmanlı hukuk telakkisi, esham sisteminin bütçedeki izlerini tıpkı malikâne, timar ve zeametlerde olduğu gibi son sehim sahibi ölünceye kadar muhafaza etmiştir.

2.7. Kapitülasyonlar (Ayrıcalıklar)

Avrupa'da merkantilist politikalar izleyen devletler, dış ticareti ulusal serveti artırmanın ve işsizliği azaltmanın bir aracı olarak görüyor ve bu nedenle ihracatı artırmaya, ithalatı sınırlamaya çalışıyorlardı. Ayrıca merkantilist devletler dış ticaretin kendi ülkelerinin filolarıyla yapılmasını zorunlu kılıyorlardı. Görüldüğü gibi, Osmanlı yöneticilerinin ticarete ilişkin öncelikleri merkantilist önceliklerden çok farklıydı.

Öncelikler farklı olunca, politikaların da farklı çizgiler izlemesini olağan karşılamak gerekiyor. Osmanlı devleti erken dönemlerden itibaren ticareti özendirmek amacıyla Avrupa ülkelerinin gemilerine ve tüccarlarına ayrıcalıklar tanımaya başlamıştı. 14. ve 15. yüzyıllarda bu ayrıcalıklar Doğu Akdeniz ticaretini ellerinde tutan Venediklilere ve onlarla rekabet eden Ragusa (Dubrovnik), Cenova, Floransa gibi İtalyan kent devletlerinin vatandaşlarına verilmişti.

16. yüzyılda Afrika'nın güneyinin dolaşarak Hindistan yolunun keşfi, Orta Doğu'dan geçen Hindistan ticaret yollarının okyanuslara kayması tehlikesini ortaya çıkarınca, Osmanlı yöneticileri Avrupa tüccarlarını Doğu Akdeniz'e çekebilmek için kapitülasyonlar olarak adlandırılan bu ayrıcalıkları yine bir araç olarak kullandılar. Merkezi devlet için transit ticaretinin sağladığı gümrük gelirleri büyük önem taşımaktaydı. Öte yandan, Osmanlı Devleti yalnızca malî ve iktisadî nedenlerle değil, Avrupa arenasında siyasi dostlar kazanmak

amacıyla da ticarî ayrıcalıklar tanıdılar. 16. yüzyılda Fransa, İngiltere ve daha sonraları da Hollanda, Avusturya, Prusya ve diğer ülkelerin vatandaşlarına ayrıcalıklar verilmesinin bir nedeni de buydu.

Kapitülasyonların Osmanlı liman kentlerinde yaşayan ve müstem adı verilen Avrupalı tüccarlara sağladığı ayrıcalıklar içinde en önemlileri, imparatorluk içinde ticaret ve yolculuk yapabilmek, mallarını bir yöreden diğerine aktarabilmek, kendi ülkelerinin bayrağını taşıyan gemileri kullanabilmek gibi haklardı. 17. ve 18. yüzyıllarda kapitülasyonlarla tanınan haklar genişlemeye başlayınca, Avrupalı tüccarlara Osmanlı ülkesinde kendi mahkemelerini kurmak ve ticarî anlaşmazlıklarını bu mahkemelere götürmek gibi imparatorluğun egemenliğiyle çelişen yeni haklar da verilmeye başlandı. Bunlara ek olarak, Avrupalı tüccarların ödeyecekleri gümrük vergileri en düşük düzeylerde tutuluyor, pek çok durumda müstem yerli tüccarlardan daha az gümrük vergisi ödüyordu.

18. yüzyılın sonlarına gelindiğinde, Avrupa tüccarlarına sağlanan ayrıcalıklar, Osmanlı Devleti'nin kendi vatandaşlarına sağladığı ticari hakların çok ötesine geçmiş, hem Müslüman hem de zımmî olarak adlandırılan gayrimüslim Osmanlı tüccarları müstem karşısında rekabet edemez duruma gelmişlerdi.

2.8. Galata Bankerlerinin Yükselişi

Faizle borç para veren ve para piyasalarındaki işlemlerde uzmanlaşan sarrafların 18. yüzyıldaki hızlı yükselişleri ve 19. yüzyılın ilk yarısında Galata bankerleri olarak adlandırılan büyük sermayedarlara dönüşümleri oldukça iyi bilinir. Ancak bu hızlı sürecin devletin malî bunalımları ve kısa ve uzun dönemli malî ihtiyaçlarıyla yakından ilişkili olduğu yeterince vurgulanmamıştır. Devlet 16. yüzyıldan beri, bir yandan kısa vadeli ihtiyaçları için, öte yandan da iltizam düzeninin finansmanı için sarraflardan yararlanmaktaydı. Kısa vadeli iltizam kontratlarından uzun vadeli malikâne düzenine geçilince, devlete yapılan peşin ödemelerin uzun vadeli finansmanı da büyük önem kazanmıştı. İltizam ve daha sonraları malikâne müzayedelerini kazanan kişilerin arkasında onlara peşin ödemeyi yapmaları için borç veren, malikâneyi daha küçük alt-birimlere ayırarak vergi toplama sürecini örgütleyen sarraflar bulunmaktaydı.

Sarraflara gereksinimi olan devlet, onların faaliyetini özendirmektedir. 1760'lardan itibaren devletin malî durumu bozulurken, devlete doğrudan borç veren sarrafların önemi artmaya başladı. Avrupa finans çevreleriyle olan ilişkileri sayesinde sarraflar, Osmanlı devleti için Avrupa piyasalarından kısa vadeli borçlar bulmaya başladılar. Bu kesim ilk bankalarını ancak 1840'larda kurabildi, ancak bu tarihten önce de Galata bankerleri olarak anılmaya başladılar.

Galata bankerlerinin malî gücü, 19. yüzyılın ortalarında doruğuna ulaştı. Ancak bu arada devletin bütçe açıkları ve borç alma gereksinimleri daha da hızlı büyümüştü. Bu nedenle devlet, uzun vadeli gereksinimlerini karşılamak üzere doğrudan Avrupa malî piyasalarında borç aramaya karar verince, Galata bankerleri başkentte ve taşrada şubeler açan ve hatta yeni bankalar kuran Avrupa bankalarının ve bankerlerinin rekabetiyle karşı karşıya kaldı.

Rakipsiz konumlarını kaybetmekle birlikte, Galata bankerleri kamu ve özel finans alanından kolay kolay vazgeçemediler. Avrupalı malî sermaye gruplarıyla ortaklıklara girerek ve yeni bankalar açarak faaliyet göstermeye devam ettiler. Bu yeni dönemde Osmanlı devleti de Avrupa malî piyasalarında sattığı uzun vadeli tahvillerin arasında, kısa vadeli gereksinimleri için Galata bankerlerinden yararlanmaya devam etti. 1875-81 bunalımı sırasında devlet önce dış borç ödemelerini sürdüremez duruma düşüp, daha sonra da Rusya ile çetin bir savaşa tutuşunca, Osmanlı Bankası ve Avrupa piyasaları borç vermeyi reddettiler. Bunun üzerine tekrar Galata bankerlerine dönüldü. Bu güç dönemde, çoğunluğu zaten Osmanlı vatandaşı olan Galata bankerleri, Osmanlı vatanseverliği üzerine bir dizi sloganı da benimseyerek veya kullanarak, en eski ve en büyük müşterilerine borç vermeyi sürdürdüler.

2.9. 1838 Baltalimanı Ticaret Antlaşması

16 Ağustos 1838 günü Sadrazam Reşit Paşa'nın Boğaziçi'nde Baltalimanı'ndaki konağında Reşit Paşa ile İngiliz elçisi Ponsonby iki devlet arasında yeni bir ticaret antlaşması imzalıyorlardı. Bu antlaşmayı aynı yıl Fransa ile, daha sonra da diğer Avrupa devletleriyle imzalanan ve benzeri koşullar içeren diğerleri izledi.

Baltalimanı Antlaşması, hem 19. yüzyılda hem de günümüzde pek çok tartışmaya konu olmuş, neredeyse bir simge durumuna gelmiştir. Bu nedenle antlaşmanın içeriğini ve sonuçlarını ayrıntılı olarak incelemekte yarar var.

Antlaşmanın getirdiği düzenlemelerin bir bölümü, Osmanlı Devleti'nin dış ticarete uyguladığı tekel düzeni ile özel sınırlamalara ve ek vergilere ilişkindi. 1838 öncesinde uygulanan ve Yed-i Vahit olarak adlandırılan düzende, devlet bir malın herhangi bir yöredeki dış ticaretini özellikle de ihracatını bir özel kişinin tekeline bırakabiliyordu. Ayrıca, belirli hammaddelerin yada gıda maddelerinin darlığının çekildiği yıllarda, malların ihracatını yasaklayabiliyordu. Savaş dönemlerinde, maliyeye ek gelir sağlamak amacıyla dış ticarete olağanüstü vergiler uygulanıyordu. Baltalimanı Antlaşması ile dış ticaretteki bu tekeller düzeni kaldırılmakta ve devlet olağanüstü vergiler yada sınırlamalar uygulama hakkında vazgeçmekteydi.

Böylece Osmanlı hammaddelerinin dış ticarete açılması kolaylaştırılmış oluyordu. Ayrıca, Osmanlı Devleti özellikle malî bunalım dönemlerinde başvurduğu önemli bir ek gelir kaynağını kaybediyordu. Nitekim bir sonraki savaş döneminde, Kırım Savaşı sırasında, dış ticaretten ek vergi alınamayacak ve bunun da etkisiyle Avrupa para piyasalarında borçlanmanın yolu açılacaktır.

Baltalimanı Antlaşması'nın getirdiği düzenlemelerin bir diğer bölümü ise gümrük vergilerinin düzeyine ilişkindi. 1838 öncesinde Osmanlı Devleti hem ithalat hem de ihracat üzerinden %3 oranında gümrük vergisi almaktaydı. Ayrıca, yerli ve yabancı tüccarlar, mallarını imparatorluk içinde bir bölgeden diğerine taşırlarken %8 oranında bir iç gümrük vergisi ödemek zorundaydılar. Baltalimanı Antlaşması ihracata uygulanan vergileri %12'ye çıkarıyor, ithalattan alınan vergiyi ise % 5 olarak saptıyordu. Ayrıca, yerli tüccarlar iç gümrükleri ödemeye devam ederlerken, yabancı tüccarlar bu uygulamanın dışında bırakılacaktı. Böylece yabancı tüccarlar önemli bir ayrıcalık elde etmiş oluyorlardı.

Kısa vadedeki sonuçları açısından ele alındığında, dış ticaret üzerindeki tekelleri ve diğer engelleri ortadan kaldıran düzenlemelerin gümrük vergilerine ilişkin düzenlemelerden

daha önemli olduğu söylenebilir. Nitekim tekellerin ve devlet müdahalelerinin kaldırılmasından sonra hammadde ihracatında önemli artışlar görülüyor.

Daha uzun vadede ise gümrük vergilerinin düzeylerine ilişkin düzenlemeler önem kazanmıştır. Gerçi Baltalimanı Antlaşması gümrük vergilerini önceki düzeylerden daha aşağılara çekmiyordu ama bu tür antlaşmayı imzalayarak Osmanlı Devleti kendi gümrük vergilerini Avrupa devletleriyle birlikte saptamayı bir ilke olarak kabul etmiş oluyor ve böylece bağımsız bir dış ticaret politikası izleyebilme hakkından vazgeçiyordu.

Antlaşma imzalandıktan sonra, Avrupa devletleri gümrük vergilerini daha da düşük düzeylere indirmek için elverişli koşulların oluşmasını beklediler. Nitekim 1860-61 yıllarındaki malî bunalım ve Lübnan siyasal bunalımı sırasında Osmanlı Devleti ihracattan alınan gümrük vergilerini %12'den %1'e indiren değişiklik maddesini imzalamak zorunda kaldı.

İhracattan alınan vergiler Birinci Dünya Savaşı'na kadar %1 düzeyinde kaldı, ithalattan alınan vergiler ise Osmanlı yönetiminin çabaları sonucunda bir miktar artırılmış, 1861'de % 5'ten % 8'e, 1905'te %11'e ve 1908'de % 15'e çıkarılmıştır. Osmanlı Devleti 1838 Antlaşması'nı ancak Birinci Dünya Savaşı başladıktan sonra bir kenara itebilecek ve ancak savaşın getirdiği olağanüstü koşullarda daha bağımsız bir dış ticaret politikası izleyebilecektir.

2.9.1. Antlaşma Niçin İmzalandı?

Osmanlı yönetimi niçin böyle bir antlaşmayı imzaladı? Sadrazam Reşit Paşa ve daha sonraları Tanzimat reformlarını başlatacak diğer yöneticiler Serbest Ticaret'in yararlarına mı inanıyorlardı, yoksa İngiltere'nin oyununa mı gelmişlerdi? Dış baskılara karşı niçin direnememişlerdi? Bu sorulara yanıt verebilmek için, antlaşmanın imzalandığı dönemin koşullarını uzun dönemli bir bakış açısıyla değerlendirmek gerekiyor.

İngiltere'nin Osmanlı ülkesiyle ticareti de 1820'lerden itibaren hızla büyümektedir. Ancak, İngiliz tüccarlar Osmanlı yönetiminin müdahalelerinden ve koyduğu engellerden şikâyet ediyor, ticareti uzun dönemli bir yasal çerçeveye bağlamak istiyorlardı. Siyasal, askerî

ve malî bakımlardan güçsüz durumda olan Osmanlı Devleti'nin İngiltere'nin serbest ticaret yönündeki baskılarına karşı direnmesi gücü.

İngiliz diplomasisinin beklediği fırsat Mısır Valisi Mehmet Ali Paşa'nın isyanıyla ortaya çıktı. Mehmet Ali Paşa'nın orduları karşısında uğranılan yenilgilerden sonra Osmanlı Devleti yalnızca Mısır'ı değil, Suriye'yi ve Anadolu'nun bir bölümünü kaybetmek tehlikesiyle karşı karşıyaydı.

Bir yandan Mehmet Ali Paşa, öte yandan da Rusya'nın artan nüfuzu karşısında Osmanlı yönetimi kurtuluşu İngiltere'ye sığınmakta buldu. Amaç, İngiltere'ye sunulan iktisadî ödünler karşılığında, İngiltere'nin Osmanlı Devleti'nin toprak bütünlüğünü korumasını sağlamaktı.

Baltalimanı Antlaşması işte bu koşullarda imzalanmıştır. Antlaşmayı Osmanlı devlet adamlarının bir gaflet anında imzaladıkları bir belge olarak yorumlamak veya antlaşmanın uzun dönemli sonuçları hakkında Osmanlı yöneticilerinin iyimser beklentiler içinde olduklarını ileri sürmek hatalı olur. Osmanlı yönetimi, antlaşmanın iktisadî ve malî sonuçlarından habersiz olmamakla birlikte, esas olarak siyasal nedenlerle masaya oturdu.

Antlaşmanın iktisadî sonuçları, antlaşma imzalandığından bu yana tartışma konusu olmuştur. Daha 19. yüzyılın ortalarına gelindiğinde, hacmi hızla büyüyen ithal mallarının rekabeti karşısında, pek çok yerli ve Avrupalı gözlemci, İstanbul, Bursa, Amasya, Diyarbakır, Halep ve Şam gibi merkezlerde özellikle iplik eğirme ve kumaş dokuma gibi faaliyetlerde el tezgâhlarının gerilemekte olduklarını vurguluyordu. Küçük imalathane sahiplerinin ve lonca çalışanlarının ithal mallarının yarattığı rekabetten şikâyetleri 19. yüzyıl boyunca sürmüştür.

Sonuç olarak, Baltalimanı Ticaret Antlaşması 18. yüzyılın sonlarından itibaren dünya ölçeğinde değişmeye başlayan iktisadî, siyasal ve askerî dengeleri ve Osmanlı Devleti ile İngiltere arasındaki eşitsiz ilişkileri yansıtmaktadır. Antlaşmanın kendi başına Osmanlı sanayisini yıktığını ileri sürmek yanıltıcı olur. Kaldı ki, gerileyen ya da yıkılan yapıların geleneksel zanaatlara dayandığını, fabrika düzenine geçiş sürecinde olmadıklarını da biliyoruz.

Ancak, uzun vadeli olarak bakıldığında bu antlaşmanın Osmanlı hükümetlerinin bağımsız dış ticaret politikası izleyebilme seçeneğini ortadan kaldırdığını da görüyoruz. 1830'larda değil ama 19. yüzyılın sonlarına doğru, Anadolu'da ve imparatorluğun diğer yörelerinde ücretli işçi çalıştırarak mamul mallar üretecek kapitalist fabrika kurma girişimleri başladığında, gümrükleri yeterince yükseltmek mümkün olmayacak ve biraz da bu nedenle, sanayileşme girişimleri açık ekonomi koşullarında çok yavaş ve çok cılız olarak ilerleyecektir. Lozan barış görüşmelerinde bile, Avrupa devletleri Ankara'nın kendi dış ticaret politikalarını saptayabilme hakkına karşı direndiler. Cumhuriyet hükümeti ancak 1929 yılından sonra bu seçeneğe kavuştu.

2.10. Malî Sorunlar ve Dış Borçlanma

2.10.1. Yeni Para Düzeni

Osmanlı Devleti 17. ve 18. yüzyıllarda da sık sık malî bunalımlarla karşı karşıya kalmıştı. Malî bunalımlar ekonominin güçsüzlüğünden çok merkezî devletin güçsüzlüğünden kaynaklanıyordu. Çünkü vergi gelirlerinin büyük bir kısmına taşradaki ayan ve yerel olarak güçlü diğer kesimler el koymaktaydı. Devletin en büyük zaafı vergi toplayamamasıydı. Devlet adına toplanan vergilerin büyük bölümüne aracılar el koyuyordu. 1760'ların sonlarından itibaren, savaşların sıklaşması ve büyüyen orduların masraflarının artması nedeniyle, malî bunalım süreklilik kazandı. Devlet, bütçe açıklarını kapatabilmek için bir yandan Galata bankerleri olarak adlandırılan büyük sarraflardan faizle borç para alıyor, öte yandan da tedavüldeki sikkelerin sık sık tağşişi yoluyla ek gelir sağlamaya çalışıyordu. İşte bu nedenle, 1780 ile 1850 yılları arasında Osmanlı ekonomisinin tarihinin en hızlı enflasyonunu yaşadığına, bu dönemde genel fiyat düzeyinin 12-15 katı arttığına değinmiştik. Sık sık başvurulanan tağşişler nedeniyle, II. Mahmud Osmanlı tarihinin en fazla sayıda sikke basan padişahı olarak bilinir. II. Mahmud'un 30 yılı aşan saltanatı sırasında bastırıldığı paraların sayısı yaklaşık 1500 kadardır. Gümüş sikkelerin değerli maden içeriğinin sık sık düşürülmesi sonucunda, 1814'te 23 Osmanlı Kuruşu bir İngiliz Sterliniyle eşit değerdeyken, 1839'a gelindiğinde bir sterlin 104 kuruş ediyordu.

İşte bu koşullarda ek gelir sağlamak amacıyla piyasaya sürülen kâğıt paralar, varolan iktisadî ve malî sorunları daha da ağırlaştırdı. Kaime adı verilen ilk kâğıt paralar 1840 yılında

tedavüle çıkarıldı. Aslında kaimeleri hem kâğıt para, hem de devlet tahvili olarak kabul etmek gerekir. Çünkü aynı zamanda yılda % 8 faiz getiriyorlardı. Çok fazla miktarlarda basılınca, kaimeler kısa süre içinde değerlerini yitirdiler, madeni paralar karşısında üzerlerinde yazılı değerlerin çok altında işlem görmeye başladılar. Kaimeleri piyasadan çekme çabaları 1860'lara kadar sürmüş ve Osmanlı Bankası'nın kurulmasından sonra ülke içinde kâğıt para basma ayrıcalığı devlet tarafından bu kuruluşa bırakılmıştı. Osmanlı Bankası Birinci Dünya Savaşı yıllarına kadar sınırlı miktarlarda kâğıt parayı dolaşıma çıkardı.

1840'lara gelindiğinde, bir ek gelir sağlama kaynağı olarak madeni paraların taşıması artık çok maliyetli bir yöntem olmuştu. Sık sık uygulanan taşıma ve onları izleyen enflasyon dalgaları, toplumsal ve siyasal bunalımlara yol açıyordu. Ayrıca, para biriminin değerindeki dalgalanmaların yarattığı belirsizlikler ekonomiyi olumsuz etkiliyor, zaten yetersiz olan vergi gelirlerinin daha da düşmesine yol açıyordu. Öte yandan, imparatorluğun değişik yörelerindeki kur dalgalanmaları dış ticareti de olumsuz etkilemekteydi. Avrupalı tüccarlar ve devlet temsilcileri para sisteminin istikrara kavuşturulması için baskı yapıyorlardı.

İşte bu koşullarda devlet önemli bir girişimde bulundu. 1844 yılında Tashih-i Ayar yada Tashih-i Sikke olarak adlandırılan bir işlemle, madeni para sistemi yeniden düzenlendi. Bir gram saf gümüş içeren kuruş ile yüz gümüş kuruş değerindeki yeni altın lira temel para birimleri olarak kabul edildi. Altın liralara 6,6 gram saf altın içeriyordu. (Avrupa'dan ithal edilen makinelerle üretilen yeni altın liranın içerdiği altın miktarı o dönemin ağırlık birimleriyle "iki dirhem bir çekirdek" kadardı!) Bu tarihten sonra devlet taşıma girişimlerini durdurdu ve Birinci Dünya Savaşı'na kadar liranın dış kur değeri 1,10 Osmanlı Lirası=1 İngiliz Sterlini düzeyinde değişmeden kaldı.

2.10.2. Osmanlının İlk Dış Borcu ve Borçlanmasının Seyri...

Osmanlı ilk dış borcunu 1854 yılında Kırım Savaşının finansmanı amacıyla aldı. Bu borcu birbirini takip eden 16 dış borç anlaşması daha izledi. 1871 yılına kadar. Bu borçlar o kadar kötü şartlarda imzalanmış borç anlaşmalarıdır ki devletin kasasına giren para miktarı toplamda 127 milyon lira olduğu halde, devletin borçlandığı miktar 239 milyon liradır. Bu durum ihraç fiyatlarının yüksekliğinden kaynaklanıyordu. Çıkarılan borç tahvillerinden birisi

dışında tamamı iskontolu olarak ihraç edilmiş, iskonto rakamının bazı borçlanmalarda %65-70'lere ulaştığı olmuştur. Üstelik bu 239 milyonun anapara ve faiz taksitleri dahi o zamanki Osmanlı devlet bütçesinin %59'una eşittir. Devlet borç taksitlerini ödeyemeyince 1874 yılında tüm borç taksitlerini ertelediğini yani daha açık bir ifadeyle moratoryum ilan ettiğini açıklar. Bu durum 1879 yılına kadar devam eder. Borçların alınması karşılığında genelde çeşitli vilayetlerin aşar ve ağnam vergileri teminat gösterilir. Osmanlının en büyük hatası bütçe açıklarını kapatmak için dolaylı vergilere ağırlık verip vergi toplama yerine, daha basit bir yol olan borçlanma yöntemini tercih etmiş olmasıdır. Alınan paralar ise esas olarak cari harcamalara, bazı demiryolu projelerinin yapımı, bataklıkların kurutulması ve bölgesel sulama projeleri gibi işlerde kullanılır. Bu arada 1877-78 yıllarında Osmanlı-Rus Harbi yaşanır. Osmanlının acil para ihtiyacı vardır, ancak dış piyasalardan borç alması imkansızdır. Devletin yardımına birbirlerine kadim dost gözüyle bakan Galata Bankerleri yetişir ve savaşın finansmanını önemli ölçüde yüklenirler.

2.10.3. Galata Bankerleri ve Rüsüm-ı Sitte...

II. Abdülhamit gerek Galata bankerlerine olan vefa borcunu ödemek gerekse yabancı alacaklıları anlaşma masasına oturtabilmek için önemli bir adım atar ve borçlarının ödenmesi hususunda anlaşma masasına davet eder. Bu arada Avrupalı alacaklılar Osmanlıyı köşeye sıkıştırmak ve alacaklarını devletlerarası bir borç şekline dönüştürmenin çabası içindeydiler. Rus Savaşından yenilgi ile çıkan Osmanlı Devletine Berlin Konferansı sırasında dayatılan konuların başında dış borçlar meselesi geliyordu. Ancak Osmanlı bu konunun devletlerarası bir konu olmadığını, Osmanlı devleti ile Osmanlıya borç veren şahıslar ve bankalar arasında çözümlenmesi gerektiğini savundu ve bu konudaki dayatmaları kabul etmedi. Neticede Berlin Konferansı Osmanlının tezi yönünde şekillendi. Ancak Avrupalı alacaklılar masaya oturmakta direniyordu. Bu direnişi kırmanın yolu ise Galata Bankerleri ile anlaşmaktan geçiyordu. 1879 yılında Galata Bankerleri ile Osmanlı Devleti arasında 8.725.000 liralık borcun geri ödenmesi hususunda anlaşma imzalandı ve Osmanlı devleti altı adet vergi kaynağının toplanması hususunda Galata Bankerlerini mültezim olarak görevlendirdi. **İçki, damga pulu, İstanbul ve civarı deniz ürünleri vergisi, İstanbul, samsun, Edirne ve Bursa ipek öşürü, tömbeki ve tütün inhisarı gelirleri** “Altı Vergi İdaresi” olarak Türkçeleştireceğimiz bir şekilde Rüsüm-ı Sitte İdaresine tahsis edildi. 5714 çalışanı olan bu idare altı vergiyi devlet adına 10 yıl süreyle toplayacak ve borçlarını tasfiye edecekti.

2.10.4. Düyun-I Umumiyye İdaresinin Kuruluşu...

İdarenin ilk altı aylık tahsilat rakamları beklentilerin çok üzerinde çıkıp da Galata Bankerlerinin memnuniyeti gazetelere yansıyınca, Osmanlı Devleti ile masaya oturmaktan imtina eden Avrupalı alacaklılar kendi devletleri vasıtasıyla Osmanlıya baskı yapmaya başladılar. Nasıl olurda kendilerinin 230 milyon liralık alacakları dururken 8,750,000 lira alacakları olan Galata bankerlerine ödeme konusunda öncelik tanınırdı. Osmanlı bu konuda tavrını net olarak ortaya koymuştu. Borç meselesi Osmanlı devleti ile ancak ve ancak şahıslar arasında çözümlenecektir. Netice de Osmanlı Devleti ile yabancı alacaklılar (ki bunlar şahıslar ve bankalardır) 1 Eylül 1881 tarihinde İstanbul'da görüşmeye başlarlar. İngiliz, Fransız, alman, İtalyan, Hollanda, Avusturya, Macaristan alacaklı vekilleri ile toplam olarak 24 toplantı düzenlenir ve 20 Aralık 1881 tarihinde nihai anlaşma metni imzalanır.

Tarihimize Muharrem Kararnamesi adıyla geçen bu anlaşma metni ile Düyun-ı Umumiyye İdaresi kurulur. Galata Bankerleri tarafından kurulan Rüşum-ı Sitte İdaresi tasfiye edilerek Düyun-ı Umumiyye İdaresi ile birleştirilir. İdareye tahsis edilen gelir kalemlerine **Tuz, Rumeli Şarki Vilayeti ve Kıbrıs geliri ile Gümrük Geliri fazlaları da ilave edilir.** Muharrem Kararnamesi ile Osmanlı devletinin 252 milyon sterlin tutarındaki dış borç rakamı ciddi bir indirimle 106 milyon sterline (111 milyon Osmanlı lirası) düşürülür. İdare vergi toplama konusunda çok başarılı oldu ve idarenin faaliyete geçtiği 1882 yılından 1914 yılına kadar geçen 32 yılda 190 milyon liralık dış borç geri ödemesi yapıldı. Ancak bu kadar ödemeye rağmen Osmanlının dış borç rakamında herhangi bir değişiklik olmuyordu, çünkü yapılan bu ödemelerin tamamı dış borçların yıllık anapara ve faiz ödemelerine karşılık geliyordu. 1914-1915 mali yılı bütçesinde devletin tüm vergi gelirleri 34 milyon altın liraydı ve bu paranın 14 milyonu Düyun-ı Umumiyyenin hissesine düşüyordu. 1914-1918 Savaş yıllarında Düyun-ı Umumiyyenin yabancı idarecileri sınırdışı edilir ve ödemeler durdurulur. 1918'de Sevr Anlaşması Düyun-ı Umumiyye'yi devletler üstü duruma getirmeye çalışır. Bu şartlar altında borcun kapatılması neredeyse imkansız gibidir.

2.10.5. Anadolu’da Kurtuluş Mücadelesi...

Derken başta İstanbul olmak üzere Anadolu’nun bir çok yeri işgal edilir. Anadolu’da Mustafa Kemal’in öncülüğünde kurtuluş mücadelesi başlatılır.

Kurtuluş mücadelesi sırasında Düyun-ı Umumiye ile Mustafa Kemal yandaşları arasındaki ilişkiyi gösteren önemli bir belge Başbakanlık Osmanlı Arşivindedir. 1920 yılına ait bu belgede Kemalilerin (Kemalistlerin) Bursa ve Trabzon’daki Düyun-ı Umumiye İdarelerini basarak kasadaki paralara el koydukları, bu durumun engellenmesi istenmektedir. Osmanlı hükümeti ise bu isteğe **“maalesef sözümüz İstanbul dışına geçmiyor”** şeklinde yanıt vermiştir.

“İstanbul’un yaptığı tüm anlaşmalar, verdiği tüm imtiyazlar geçersizdir”.

Konumunu 1922 Eylül ve Ekim aylarındaki askeri ve siyasi başarılarla kuvvetlendiren Ankara hükümeti 16 Ekim 1922’de bir tebliğ yayınlamaya, devlet tarafından konulmuş vergiler hakkında görüşmelerde bulunmaya ve anlaşma yapmaya sadece Türkiye Büyük Millet Meclisi Hükümeti’nin yetkili olduğunu, Ankara Hükümeti’nin onayı alınmaksızın İstanbul’daki Hükümet’in imzaladığı veya imzalayacağı anlaşma, sözleşme, alınmış ve alınacak tüm resmi kararların, verdiği veya vereceği imtiyazların tamamıyla boş ve hiç olmamış gibi kabul edileceğini, ayrıca Milli Hükümet’in katılımı olmaksızın İstanbul’daki Hükümet’in teklifi üzerine yapılan borçlanmaların ve bunlara mahsuben imtiyazlı malî müesseselerce herhangi bir İdâre’ye yapılacak ödemelerin tanınmayacağını açıklar.

Lozan Görüşmelerinde Osmanlı borçlarının ne şekilde dağılacığı tespit edilir, ancak ödeme şekli belirlenmez...

Lausanne Anlaşması, Osmanlı borçlarının ne şekilde dağıtılacağını tespit etmiş, fakat bu borçların ne şekilde ödeneceği hususunu doğrudan doğruya Hükümet ile alacaklılar arasında yapılacak görüşmelere bırakmıştı. İsmet İnönü, borçların indirilmesini talep etmiş, Lausanne’a taraf olan devletler ise özel şahıs alacaklarına müdahale etmek

istemediklerini beyan etmişlerdi. Fransız alacaklılarla görüşmek üzere Mayıs 1923'de Paris'e giden Hasan Saka ise, önemli fikir ayrılıklarından dolayı müzakerelere başlamamıştı.

2.10.6. Lozan'da Türkiye'nin Hissesine Düşen Borçlar...

Lausanne ile kapitülasyonlar ve Düyûn-ı Umûmiyye İdâresi kaldırıldı. Dış borçlar Osmanlı topraklarında oluşan yeni devletler arasında paylaştırıldı. Bu paylaşım barış görüşmelerinin en çetin konularından biriydi. Uzun görüşmeler sonunda, Osmanlı Devleti'nden ayrılıp Avusturya-Macaristan, Bulgaristan, Sırbistan ve Yunanistan'a katılan topraklara düşen borç hisselerinin ödenmesi sorumluluğu sayıları 16'yı bulan bu ülkelere bırakıldı. Bu oran % 24 idi. Türkiye'ye ise % 76 oranında bir borç yükü kalıyordu. Paylaşımdan sonra, Türkiye'nin payına düşen 107 milyon liralık borç tutarının yıllık mürettebatı (faiz ve anapara ödemesi) 7,5 milyonu aşırıyordu. Alacaklılar, altın olarak verdikleri borcun faiz ve amortismanlarının altınla ödenmesini istiyorlardı. Oysa, savaş ertesi Türk Lirası'nın değeri, altına oranla büyük ölçüde düşmüştü. Borçların altınla ödenmesi olanaksızdı. Lausanne'da bir çözüm bulunamadı ve sorunun çözümü Düyûn-ı Umûmiyye ile varılacak anlaşmaya bırakıldı.

2.10.7. Bezdirme politikası : Yabancı Alacaklılarla yapılan 1923-1925-1926-1927-1932 görüşmeleri...

Türk temsilciler ile Fransız alacaklılar arasındaki Lozan sonrasındaki ilk görüşme Ağustos 1925'de gerçekleşti ancak itfa ödemeleri konusundaki derin görüş farklılıkları yüzünden bundan da bir sonuç çıkmadı. Bir sonraki toplantı Nisan 1926'da Paris'de yapıldı ancak bu görüşmede sonuçsuz kaldı. Sonuçta Nisan 1927'de tekrardan başlayan görüşmelerde sorunlar tek tek halledildi ve 13 Haziran 1928 tarihinde bir mutabakat zabtı imzalandı. Söz konusu belge 1 Aralık 1928 tarihinde TBMM'nce tasdik edildi.

2.10.8. 1928 Anlaşması Borçlarda Birinci İndirim...

Varılan uzlaşmaya göre 107,5 milyon lira olan Osmanlı borçları 68,200,000 liraya indiriliyor ve 25 yıl içinde ödenip tasfiye edilmesi karara bağlanıyordu. Borçların düzenli bir biçimde

ödenmesi için gümrük resimleri karşılık gösterilmişti. Düyûn-ı Umûmiyye tarafından atanacak bir murakıbin gözetiminde tahsil edilecek olan bu resimler Osmanlı Bankası'na yatırılacak, buradan kupon hamillerine ödeme yapılacaktı. Artan kısım ise Hazine'ye devredilecekti. Ancak, "Kuponlar Anlaşması" daha yürürlüğe girmeden 1929 yılında dünya yeni bir buhranla karşılaştı. Bu koşullarda taksitler tamamen ödenemediği gibi, altın ve döviz transferleri de yapılamadı. Bu arada Düyûn-ı Umûmiyye İdâresi'nin merkezi İstanbul'dan Paris'e taşındı.

2.10.9. Lozanda Kapitülasyonların Reddi...

Cumhuriyet'in kurucu lider kadrosu, alınan dış borçlardan dolayı Osmanlı İmparatorluğu'nun yarı sömürge haline dönüştüğünün bilincindeydi. Yabancıların Türkiye'deki siyasi ve ekonomik ayrıcalıklarına ve en başta da bu devletlerin Düyûn-ı Umûmiyye İdâresi vasıtasıyla sürdürdükleri denetimine son vermek isteyen Kemalistler, Lausanne görüşmelerinde kapitülasyon talepleriyle karşılaşmış, yeni dış borçlanmaların ileride Türkiye'nin siyasi bağımsızlığı üzerinde baskı aracı olarak kullanılabilmesine dair işaretler almışlardı. Osmanlı borçlarının koca bir devleti ne noktaya getirdiğini bilfiil yaşayan Cumhuriyet kadrosu yeni borç alımına oldukça soğuk bakıyordu.

2.10.10. 1929 Dünya bunalımı ve 1928 anlaşmasının askıya alınması...

1928 anlaşmasına göre ödemeler gerçekte altın lira değil, taksit tutarına karşılık gelen miktar kadar sterlin ile ödenecekti. Anlaşmanın en ağır maddesi de aslında bu idi. Bu doğrultuda Türkiye'nin, 1929-1954 yılları arasında toplam olarak 68.200.000 altın Osmanlı lirası ödemesi planlanmıştı. Bu ödeme planına göre 107.500.000 Osmanlı Lirası tutarındaki borç miktarı üzerinden %37'lik indirim sağlanmış oluyordu. Ankara Hükümeti 1929 yılındaki ilk taksiti zamanında ödedi. Ama, 1929 yılı toplam ihracat gelirinin %10'una ve genel bütçe gelirlerinin %8'ine karşılık gelen 2,000,000 liralık bu ödeme Hükümeti oldukça zorladı. 1929 yılının sonlarında, ödemeler dengesi açığının büyümesi ve buna bağlı olarak Türk Lirasının döviz karşısında hızla değer kaybetmesi nedeniyle Hükümette bir panik havası yaşandı. Bu sırada Amerika'da patlak veren ve sonrasında tüm dünyaya yayılan 1929 Buhranı Türk ekonomisini de etkilemeye başlayınca Hükümet, Düyûn-ı Umûmiyye'ye yapacağı sonraki ödemeleri durdurdu.

2.10.11. 1932 Anlaşması. Borçlarda İkinci İndirim Ve Geçmişin İntikamı...

1929 Buhranı'nın yarattığı olumsuzluklar Türkiye Cumhuriyeti'ni, Düyûn-ı Umûmiyye İdâresi ile yeni bir anlaşma yapmaya zorladı. Aralık 1932'de Düyûn-ı Umûmiyye İdâresi ile yapılan çetin pazarlıklar bir mucizeyi gerçekleştirdi ve Türkiye'nin Osmanlıdan devir alınan borcu bazı kur oyunlarıyla 8.600.000 altın liraya, yıllık faiz ve anapara taksitleri de 700.000 altın liraya indirildi. Yeni taksitler 1933, 1934 ve 1935 yıllarında ödendi. 1936'da ise Türk Hükümeti, Osmanlı borç senetlerinin çoğunu elinde bulunduran Fransız Hükümetiyle anlaşarak yıllık taksitlerin yarısını belirli ihraç mallarıyla ödemeye başladı. 1938'de ise taksitlerin tamamının bu şekilde ödenmesi kararlaştırıldı.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Tımar sistemi ile iltizam sistemi arasındaki temel farklılıklar nelerdir?

Soru 2. Malikâne sistemi hangi gerekçelerle ortaya çıkmıştır?

Soru 3. 1838 Baltalimanı Ticaret Anlaşması'nın Osmanlı ekonomik yaşamına etkileri ne şekilde olmuştur?

Soru 4. Düyun-ı Umumiye İdaresi ne zaman ve hangi vergi kaynaklarının tahsisi yoluyla kurulmuştur?

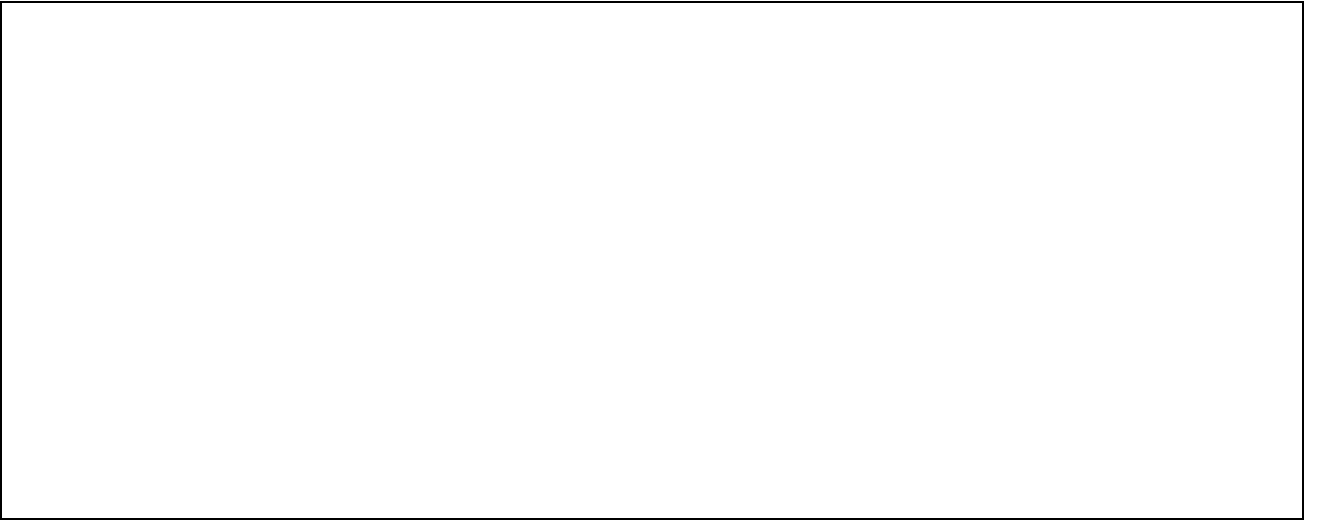
Soru 5. Osmanlı borçları Cumhuriyet'e ne şekilde intikal etmiş ve ne şekilde çözümlenmiştir?

3. TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI VE BORSA TARİHİ

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 3.1.**
- 3.2.**
- 3.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

Bu derste Sermaye piyasalarının ve borsaların tarihsel geçmişi üzerinde durulmakta, piyasa kavramı, piyasa çeşitleri, borsaların ekonomik işlevleri, sermaye piyasası araçlarının halka ne şekilde arz edildiği, SPK ve aracı kuruluşların rolü anlatılmaktadır.

3.1. Sermaye Piyasalarının Tarihi

Osmanlı Dönemi

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

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

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

Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı piyasayı etkilemekle beraber, Cumhuriyetin ilanından sonra kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi ve İstanbul Esham ve Tahvilat Borsasının Ankara'ya taşınması bu ilk sermaye piyasasının sonu olmuştur.

Cumhuriyet Dönemi

Ülkemizde sermaye piyasasının yeniden doğuşu 1960'lı yıllarda Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlar. Tasarruf bonoları tamamen, Hürriyet tahvilleri ise kısmen zorunlu tasarruf mahiyetinde olduğu için, kısa zaman sonra bunları alanlar paraya çevirme imkanı aramaya başlamıştır. Piyasada bazı işbilir kimseler de bunları faiz oranlarına ve vadelerine göre kırarak satın almış, zamanla ara simsarlar da türemiş ve bu iş arzuhalcilere kadar inmiştir. Alıcılar, üstüne belli bir kâr koyarak bunları parasını değerlendirmek isteyenlere satmasıyla ilk defa ikinci el menkul kıymetler piyasası doğmuş oldu.

1980'lerde Tasarruf Bonoları tamamen piyasadan çekilmiştir. Ancak menkul kıymetler piyasası artık kurulmuştu. Başlangıçta halka açık olarak kurulan, ya da sonradan halka açılan şirketler başarı kazanıp güçlendikçe, bunların hisse senetleri piyasada aynı esnaf tarafından alınıp satılmaya başlandı. Daha önce kapalı aile şirketi olarak kurulan pek çok şirket de ölümler ve veraset yoluyla kapalı olmaktan çıktı. 1970'li yıllarda bazı büyük holdingler halka açılmanın avantajlarını görerek 2-3 bin ortaklı büyük şirketler kurdular.

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

Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmesinde tasarruf bonoları, yatırım holdingleri, işçi ve hemşehri şirketleri T. Sınai Kalkınma Bankası'nın çalışmaları başlıca kilometre taşlarını teşkil eder. Bunlara, 1979-82 yıllarına damgasını vuran bankerler olayını da eklemek gerekir.

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

Bankerler olayının başlıca sebebi o yıllarda görülen hiper enflasyondur. Yüksek enflasyon, mevduat ve tahvil faizlerini negatif gelir haline getirmiştir. Zamanın mevzuatı, mevduat ve tahvil faizlerinin enflasyon düzeyine çıkarılmasına engel olduğu ve birincil satışları daima gelir yönünden enflasyonun gerisinde bıraktığı için tahvil ve mevduat sertifikası satışları ikincil piyasaya intikal etmiş ve ikincil piyasada mantar gibi bankerlerin bitmesine sebep olmuştur. O dönemde tahvil ihracına yalnız bankalar aracılık edebiliyorlardı. Bankaların tahvil ihracına ilişkin esasları Merkez Bankası belirliyordu. Bankalar Merkez Bankasının sıkı denetimi altında bulunduğundan, belirli faiz oranlarının üstüne çıkılamıyordu. Enflasyonun % 60'ı aştığı sıralarda resmi tahvil faiz oranı brüt %28'de kalmıştır. O dönemde henüz Sermaye Piyasası Kanunu mevcut olmadığından bankerler gayet serbest şekilde çalışıyorlardı. 1000 liralık tahvili banka gişesinden sözde 1000 liraya alıp örneğin 800 liraya satıyorlardı. Aradaki farkı ve kendi komisyonlarını tahvili çıkaran şirketten finansman masrafı adı altında tahsil ediyor ve bunun için fatura bile kesebiliyorlardı. Daha sonra çıkarılan mevduat sertifikaları da aynı akibete uğradı.

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

Böylece, bir hamlede toplanan milyarlar akıllıca plase edilememiş ve büyük kısmı batacak hale gelmiştir. Bu da, bankaların yaptığı işlerin uzman kadrolara sahip olmayan kuruluşlarca yapılamayacağını göstermiştir.

Dünyada Borsanın Tarihi

Borsaların başlangıç tarihi çok eski olup bunlar pazar ve panayırlara dayanmaktadır. İlk borsaların temeli kıymetli madenlerin alım-satımı ile atılmış ve bu meslek sarraflık şeklinde gelişmiştir. Zamanla kıymetli madenlerin alım-satımı, aracılardan da devreye girmesiyle

genişlemiş, kredi belgeleri ile ticari senetlerin alınıp satıldığı bir piyasaya dönüşmüştür. Avrupa'da ilk borsa 1487 yılında Anvers şehrinde kurulmuştur. 16. yüzyılda bunun yerini Amsterdam Borsası almıştır. Yüzyılın sonlarına doğru Lyon'da ve bunu takiben diğer Fransız şehirlerinde borsaların kurulduğunu görüyoruz.

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

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

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

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

New York Menkul Kıymetler Borsası'nın yasal düzeni ve kuralları 25 üyeden oluşan bir

icra komitesi tarafından konulur. Başkan, icra ve yönetimin başı olup, dışa karşı borsayı temsil eder ve yönetir. Ayrıca borsanın menkul değer listesi, kamu ilişkileri ve üye firmalar gibi departmanları mevcuttur. Bu departmanlar başkana bağlıdır.

New York Menkul Kıymetler Borsası, New York'un iş merkezi Wall Street üzerinde kurulmuş olup, dünyanın en büyük menkul kıymetler borsalarından biridir. 2003 Haziran itibarıyla, New York Borsası'ndaki şirketlerin toplam piyasa değeri 9.722.904 milyon Dolar'dır.

3.2. Türkiye'de Borsanın Tarihi

1854 Kırım savaşı ile başlayan Osmanlı borçları nedeniyle Türkiye'de menkul değerler borsasının kurulması hem kolaylaşmış, hem de hızlanmıştır. Osmanlı borçlanma tahvilleri çıkarılmaya başlandıktan sonra, bunun İstanbul'da bir piyasası oluşmuş ve gayrimüslim bankerler Galata'da bu işle uğraşmaya başlamışlardır. Türkiye'de bir borsa kurulması gereği bu dönemde ortaya çıkmış ve Galata Bankerleri kendi aralarında, 1864 yılında bir dernek kurarak bu harekete öncülük etmişlerdir.

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

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

Cumhuriyet döneminde, 1922 yılında çıkarılan yeni bir nizamname (tüzük) ile borsada bugünkü sistemin esasını oluşturan hükümler getirilmiştir. 1929 yılında kabul edilen 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve aynı yıl çıkartılan 8172 sayılı nizamname ile mevcut borsa yeniden düzenlenmiş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında

çalışmaya başlamıştır. 1938 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul Borsası kapatılarak Ankara'ya taşınmış ve "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adı ile açılarak çalışmaya başlamıştır. Bu taşınmanın sakıncaları anlaşılmış olacak ki, 1941 yılında borsa yeniden İstanbul'a nakledilmiştir.

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

Türkiye'de 1981 yılı Temmuz ayında yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası yeniden düzenlenirken Menkul Kıymetler Borsası'na yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarih ve 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 6.10.1983 gün ve KHK/91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname getirilmiştir. KHK/91'in yayımı tarihinden bir yıl sonra, 6 Ekim 1984 tarihinde "Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" yayınlanmıştır. 18.12.1985 tarihinde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği 18962 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğü girmiştir. Ve nihayet, 26 Aralık 1985 tarihinde borsa resmi bir törenle açılarak faaliyete başlamıştır.

3.3. Piyasa Kavramları, Çeşitleri, Özellikleri

Piyasa, alıcı ve satıcıların birbirleri ile karşılıklı iletişim içinde oldukları ve mübadelenin meydana geldiği yerdir. Borsa hangi türde olursa olsun, arz ve talebin karşılaştığı bir mekandır.

Piyasa bir ülkenin sınırları içinde ise ve o ülkede yapılan işlemleri kapsıyorsa iç piyasa (domestic market), işlemler ülke sınırlarını aşılıyorsa uluslararası piyasa (international market) adını alır.

Mali Piyasalar

Bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya mali piyasa denilebilir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi, mali piyasa para ve sermaye piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları da kapsamına alan bir kavramdır.

Mali piyasa beş ana unsurdan oluşmaktadır.

- a) Tasarruf sahipleri (fon arz edenler),
- b) Yatırımcılar (fon talep edenler),
- c) Yatırım ve finansman araçları,
- d) Yardımcı kuruluşlar,
- e) Hukuki ve idari düzen olarak sıralanabilir.

Para Piyasası (Money Market)

Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya "para piyasası" denir. Para piyasasının tipik özelliği kısa vadeli fonlardan oluşmasıdır. Para piyasalarında vade genellikle bir yılı aşmaz.

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

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

Sermaye Piyasası (Capital Market)

a) Özellikleri

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

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

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

b) Piyasa Çeşitleri

Birincil Piyasa (Primary Market)

Hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile alıcıların yani tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. Buna hisse senetleri ile tahvillerin ilk kez piyasaya sürülüp ihraç edildiği piyasadır.

İkincil Piyasa (Secondary Market)

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

İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratır ve gelişmesini sağlar. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymet borsalarıdır.

Birincil piyasa daha çok sermaye piyasası bilinciyle, ikincil piyasa ise menkul kıymetler piyasası bilinciyle çalışır. Birincil piyasada uzun vadeli fonların tasarruf sahibinden firmalara intikali söz konusudur ve birincil piyasada yapılan tahvil ve hisse senedi satışları sonucunda firmaya yeni sermaye girer. Oysa ikincil piyasada el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran şirketle bir ilgisi yoktur.

Para Piyasası ile Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler

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

Fon arz edenler, kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak yatırılabilir fonları bu piyasalardan birine veya her ikisine yönlendirilebilirler.

Fon talep edenler de, ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre her iki piyasadan borçlanabilirler. Bazı aracı kuruluşlar, özellikle bankalar hem para, hem de sermaye piyasası işlemleri yapabilirler ve her iki piyasada çalışabilirler.

Para piyasası ile sermaye piyasasında cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbirleriyle ilişkilidir. Fonlar genellikle düşük faiz haddinden yüksek olana doğru kayar. Para piyasasında meydana gelen bir faiz oranı artışı, sermaye piyasasına da etki eder.

3.4. Menkul Kıymet Borsaları

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

a) Devlet Borsaları

Genellikle bir kanunla kurulmakta ve borsanın yönetimi resmi araçların oluşturduğu kurallara bırakılmaktadır. Kara Avrupası'ndaki menkul kıymetler borsaları bu tipin örnekleri olarak gösterilir.

b) Özel Borsalar

Borsa, üyeleri tarafından kurulan şekli bir anonim şirket statüsündedir. Bunların kâr amacı yoktur ve esas itibarıyla bir mesleki kuruluş niteliğindedir. Bütün Anglo-Sakson ülkelerindeki menkul kıymetler borsaları bu türün örnekleri sayılabilir. Ancak Hükümetler sonradan çıkardıkları kanun veya kararname gibi yasal belgelerle borsalara bir resmiyet verirler.

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

Menkul değerlerin alım-satımı ile ilgili bütün işlemler borsalardan geçmez. "Over-the-Counter Markets", organize bir borsa dışında yapılan işlemleri gösteren bir terim olmuştur. Bu piyasa gevşek ve gayriresmi olmasına rağmen, örneğin bütün Amerika'ya yayılmıştır. Borsa dışı işlemlerin de araya giren satıcıların tabî olduğu kurallar nedeniyle ciddi bir alış-veriş olduğunu unutmamak gerekir. Burada önemli olan nokta menkul değer alım-satımının niçin borsa dışında yapıldığı sorusudur. Şu iki halde menkul değer alım-satımı borsa dışı yapılmaktadır;

a) Borsa dışı bir işlem, alıcı ve satıcıya borsa masraflarından kurtulmak gibi bazı kolaylıklar sağlayabilir. Bu halde alıcı ve satıcı karşı karşıya gelip işlemi gerçekleştirirler.

b) Bazı menkul değerlerin pazarlanma şansı yoktur. Bunlar organize bir pazarda (örneğin menkul kıymetler borsasında) işlem göremezler. Bu takdirde, bu tür menkul değerler borsa dışı alım-satıma konu olur.

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

3.5. Borsalarının Ekonomik İşlevleri

Menkul kıymetler borsasının ekonomiye sağladığı yararlar ile temel işlevleri şu şekilde sıralanmaktadır.

a) Likidite Sağlama İşlevi

Daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetler için sürekli bir pazar oluşmasını sağlar. Her menkul kıymeti her an almak veya satmak mümkün olacağından, menkul kıymetin pazarlanabilirliği yani likiditesi sağlanmış olur. Bu ortamda mali varlıklar yatırımcılar arasında kolaylıkla ve en az maliyetle el değiştirir.

Borsalar halkın elindeki menkul kıymetlerin en kolay paraya çevrildiği yerlerdir. Borsalar ikincil piyasada menkul kıymetlerini elinden çıkaran kimselere birincil piyasadan yeniden menkul kıymet alma imkanını sağlar. Böylece, birincil piyasadaki menkul kıymet

ihraçlarına talep artar. Diğer yandan, ihraçtan veya ikincil piyasadan menkul kıymet satın alan bir kimse bunları elinden çıkarmak istediği veya zorunlu kaldığı zaman bunda güçlük çekerse bir daha menkul kıymet satın almak istemeyecektir. Daha önemlisi, kısa veya uzun bir süre sonra başka bir işte lazım olacak parayı menkul kıymetlere yatırmayacaktır.

b) Ekonomiye Kaynak Yaratma İşlevi

Borsalar tasarruflara hareket ve canlılık kazandırmaktadır. Menkul kıymetler borsaları, menkul değerler arzı ile talebinin karşılaştığı bir piyasadır. Borsalar fon talep edenler, tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ve ellerinde menkul değer bulundurup da bunları satmak isteyenler için kurulmuş bir pazardır. Böylece, Borsalar, menkul değer ihraç eden şirketler ve kuruluşlar için bu değerleri en iyi şekilde pazarlayabilecekleri bir piyasa olmaktadır.

Piyasa ekonomisinin hakim olduğu bir ortamda ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması şeklinde ortaya konulabilen kaynak sorununun çözümlenebilmesi için etkin bir piyasanın olması gereklidir. Böyle bir piyasada, bütçe açığını borçlanmak suretiyle karşılamak isteyen veya elinde bulunan ticari işletmeleri şirket haline getirerek bunların hisse senetlerini halka satmak isteyen devletin, kısa veya uzun vadeli borç senedi çıkararak borçlanmak isteyen özel sektörün ve hisse senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan sınai şirketlerin karşılaşacakları yer menkul kıymetler borsalarıdır.

c) Sermaye Mülkiyetini Geniş Bir Topluma Yayma İşlevi

Borsalar, halka açılmayı ve bu yolla sermayenin tabana yayılmasını teşvik eder. Piyasada etkinlik yoksa ancak blok halinde hisse senedi satışları yapılabilir. Etkin ikinci el piyasalarda çok kişiye küçük miktarlarda satış yapılarak sermayenin tabana yayılması mümkün olur. Şirketteki kontrolünü başka büyük bir ortağa devretmek istemeyen ortak açısından bu nokta çok önemlidir.

Ayrıca, menkul kıymetlerini borsaya kote ettirebilen ortaklıklar çeşitli avantajlar elde eder. Kotasyon, şirkete tanınma olanağı sağlar. Ortaklıklar, borsanın yaratmış olduğu teşvik ortamından yararlanarak, menkul kıymetlerini halka kolaylıkla satabilir. Diğer bir deyimle borsalar, halka açılmayı ve pazarlamayı kolaylaştıran aracı kuruluşlar olmaktadır. Bu durumda sermaye mülkiyeti topluma yayılmakta ve küçük tasarruflar büyük teşebbüslere ortak olmaktadır.

d) Ekonominin Göstergesi Olma İşlevi

Borsalarda hergün yüzlerce hisse senedi ve tahvil işlem görmekte, bunların fiyatları hemen yayımlanmaktadır. Böylece bu tür menkul değerleri çıkarmış bulunan kuruluşlar, sürekli bir sınav ve değerlendirmeye tabi tutulmuş olurlar.

Menkul değerlere olan talebin şiddetine ve sunulan menkul değerlerin hacmine göre, fiyatlar sürekli olarak değişir. Fakat borsada menkul değerlerin fiyatını etkileyen asıl faktör bunları ihraç eden şirketlerin mali bünyeleri, başarı dereceleri ve kârlılık durumlarıdır. Eğer şirket başarılı ise hisse senetleri için talep arttığı gibi, fiyatlar da yükselir. Böylece borsada oluşan fiyatlar tasarruf sahipleri, yatırımcılar, teşebbüs yöneticileri ve iktisatçılar için çok yararlı bir gösterge olmaktadır.

Borsada kote edilen hisse senetlerine göre düzenlenen menkul değer fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında toplu fikir veren ve gelecek hakkında önceden tahminler yapmaya yarayan veri niteliğindedir. Enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin, örneğin savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık gibi durumların ekonomideki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden biri borsalardır.

e) Uzun Vadeli Yatırımların Kısa Vadeli Tasarruflarla Finansmanını Sağlama İşlevi

Şirketler açısından, borç doğurucu araçların ihracında söz konusu olan "vade" kısıtının

etkisini azaltır. Şirketler pazarlama güçlüğünden dolayı uzun vadeli araçlar ihraç etmekte zorluk çekerler. Bu durum uzun vadeli borçlanmanın maliyetinin olması gerekenden daha yüksek olmasına yol açmaktadır. İkinci el piyasa etkin çalışıyorsa bu kısıt ve ek maliyetler ortadan kalkar.

f) Menkul Kıymetlerle İlgili Bilgilere Kolay Ulaşma İşlevi

Birinci el piyasalardaki vade, fiyat ve diğer koşulların belirlenmesinde kullanılacak bilgileri sağlar. Bu durum, şirketlerin daha objektif bilgilere dayanarak kaynak maliyeti hesaplamalarına olanak tanır; birinci el piyasada sınırlı kaynakların en etkin alanlarda kullanılması sağlanır. İkinci el piyasalarda kullanılacak fiyat ve oranların belirlenmesinde borsalarda oluşan fiyat ve oranlar dikkate alınır. Borsa bülteni ve diğer basın yayın organları vasıtasıyla borsada oluşan fiyat ve oran bilgileri yatırımcılar tarafından en ucuz maliyetle ve kolaylıkla edinilir.

g) Güvence İşlevi

Borsalar, yatırımcının korunmasını sağlar. Menkul kıymetlerinin, borsa kotuna alınması ve borsada işlem görebilmesi için şirketler belirli koşulları sağlamak zorundadır. Bir anlamda, bu şirketler sürekli olarak denetim ve gözetim altındadır ve bu şirketlerle ilgili bilgiler yatırımcıların korunması amacıyla en kısa sürede kamuya açıklanır.

h) Sanayide Yapısal Değişikliği Kolaylaştırma İşlevi

Şirketlerin gelişme trendleri, Borsa'daki hisse senedi fiyatlarına yansır. Özellikle bir şirketin mali bakımından zayıf olması halinde, aynı alanda çalışan diğer sermaye grupları bu şirketin hisselerini toplayarak zayıflayan şirkete taze kan aşırlar. Birleşme, füzyon ve ele geçirme şeklinde adlandırılan işlemlerde borsaların sağladıkları kolaylık büyüktür. Böylece "takeover bid" şeklinde isimlendirilen işlemler sonucu, durumu zayıflayan şirketlerin hisse senetlerinin kamuya çağrıda bulunarak toplanmasıyla, mali çöküntü önlenmekte ve tasarruf sahiplerinin zararları azaltılmaktadır. Aleni alım teklifleri zayıf düşmüş şirketlerin durumlarını

düzeltilmek için yararlı bir operasyon olmakta ve çoğu kez bu tür şirketlerin hisse senetlerinin değer kaybını önlemektedir. Bu tür operasyonlar borsanın düzenleyici rolü ve gözetimi olmadan gerçekleşemez.

1.6.Sermaye Piyasası Araçlarının, İhracı, Halka Arzı, Satışı Ve Satış Yöntemleri

Sermaye Piyasası Araçları: Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.

a) Menkul Kıymetler: Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.

Menkul kıymetler olarak; hisse senetleri, hisse senedi türevleri, geçici ilmühaberler, yeni pay alma kuponları, tahviller, tahvil türevleri, tahvil faiz kuponları, hazine bonoları, katılma intifa senetleri, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri, banka bonoları, banka garantili bonolar, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri, içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgelerini sayabiliriz.

b) Diğer Sermaye Piyasası Araçları: Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. Nukut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır.

Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Temel olarak hisse senetlerinin halka arzı aşağıdaki süreç dahilinde yapılır.

- Halka arz edilecek hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması
- İzahnamenin Ticaret Siciline tescili ve Ticaret Sicil Gazetesinde ilanı, sirkülerin yayımlanması
- Yeni pay alma hakkının kullandırılması
- Hisse senetlerinin satışı
- Hisse senetlerinin satın alan kişilere teslim edilmesi
- Satış sonu işlemleri.

Borsa’da İşlem Görme

Hisse senetlerinin halka arzedilmesini takiben veya halka arz edilme başvurusu ile birlikte şirketler, hisse senetlerinin Borsada işlem görme talebiyle kayda alınması için Kurul’a başvuruda bulunur. Başvuru sonucunda Kurul tarafından kayda alınan hisse senetleri, Borsada kote edilerek, Borsa’nın uygun göreceği ilgili pazarda işlem görür. Ayrıca hisse senetlerinin Borsada işlem görmeye başlayabilmesi için hesaplara virman işlemlerinin de tamamlanması gereklidir. Hisse senetleri Borsa’da işlem görmeyen ancak halka açık ortaklıkların hisse senetlerinin Borsada devamlı işlem görebilmesi için söz konusu ortaklık veya hissedarlarının Kurula başvurmaları ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artışı veya ortak satışı yoluyla yapılan halka arzlarda aranan şartları taşımaları gerekir.

Menkul Kıymetlerin Satış Yöntemleri

Anonim ortaklıklar sermaye artırımlarında artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetlerini veya hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerini Kurul’a kayıt öncesinde belirlenmiş kişilere satabilecekleri gibi belirli satış yöntemlerini kullanarak halka da arz edebilirler.

A) Tahsisli Satışlar

Hisse senetlerinin halka arz edilmeyerek, doğrudan dışarıda yerleşik kişilere, kayıt öncesi belirlenmiş yurt içinde yerleşik kişilere tahsisli olarak veya Borsa'nın ilgili pazarında toptan satışına tahsisli satış denilmektedir.

Yeni pay alma hakları kısıtlanarak tahsisli satış yapılabilmesi için tahsisli satış esaslarının, esas sermaye sisteminde genel kurulca, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış ise yönetim kurulunca, karara bağlanması gerekir. Kurul'a kayıt başvurusu tahsisli satış için gerekli belgelerin eklendiği bir dilekçe ile yapılır.

Yurt içinde tahsisli satış durumunda; satışa Kurul kayıt tarihinden itibaren 15 gün içinde başlanması ve satışa başladıktan sonra 1 hafta içinde tamamlanması zorunludur.

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıkların, tahsisli olarak gerçekleştirecekleri hisse senedi satış işleminin, Borsa'nın ilgili pazarında gerçekleştirilmesi zorunludur.

Satış yöntemleri açıklanırken düzenlemeler tüm sermaye piyasası araçlarına yönelik olduğundan hisse senetleri yerine ortak hükümler için sermaye piyasası araçları kavramı kullanılmıştır.

B) Halka Arzda Satış Yöntemleri

Hisse senetlerini tahsisli olarak satmak yerine halka arz etmek isteyen anonim ortaklıklar aşağıdaki satış yöntemlerinden birini seçerek kullanabilir.

a) Borsada satış yöntemi

b) Talep toplama yöntemi

- sabit fiyatla talep toplama
- fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama

c) Talep toplamaksızın satış yöntemi

Her ne kadar yukarıda yer alan satış yöntemlerinden hangisinin kullanılacağı ihraççılar veya hissedarlar tarafından yapılacak seçime bağlı olsa da bazı ihraççılar için belirli satış yöntemlerinin kullanılması zorunludur. Hisse senetlerinin satış yöntemleri ve belirli satış yöntemlerini uygulamak zorunda olan ihraççılar aşağıda açıklanmıştır.

a) **Borsada Satış Yöntemi**

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı, Kurul'un onayı üzerine İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği çerçevesinde Borsa'da yapılabilir.

İlk defa halka arz edilecek hisse senetlerinin Borsa'da satılması, satıştan en az 20 iş günü önce Borsa tarafından gerekli görülen belgelerle Borsa'ya başvurulması, başvurunun Borsa Yönetim Kurulu'nca kabulü ve ilan edilmesi ile mümkündür.

Borsa'da hisse senetlerinin halka arz işlemleri sabah 11:00-12:00 saatleri arasındaki birincil piyasa seansında yapılmaktadır.

b) **Talep Toplama Yöntemi**

Bu yöntemde, yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri toplanır ve bu taleplerin değerlendirilmesi ile satışa sunulan sermaye piyasası araçları yatırımcılar arasında dağıtımına tabi tutulur. Talep toplama yöntemiyle satış; “sabit fiyatla”, “fiyat teklifi alma” ve “fiyat aralığı” yoluyla yapılır.

Aracı kuruluşlar talep formunu kabul etmeden önce yatırımcıların kimlik bilgilerini tespit ederler ve bir örneğini talep formuna eklerler.

aa) **Sabit Fiyatla Talep Toplama**

Satışa sunulan aracın hisse senedi olması durumunda ihraççı veya hissedar tarafından sabit bir fiyat, sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri olması durumunda ise sabit bir faiz oranı belirlenir. Sabit fiyat/faiz oranını baz alan yatırımcıların miktara ilişkin taleplerini toplamak üzere “Talep Formu” düzenlenir.

Kurul kaydına alınma esnasında onaylanan sirkülerde, talep toplama süresi, şekli, başvuruların değerlendirilmesi, sermaye piyasası araçlarının teslimi ve karşılanamayan taleplere ait bedellerin iadesi gibi hususlara ayrıca yer verilir.

Talep toplama süresi sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 iş günü geçtikten sonra başlar. En az 2 iş günü olarak belirlenir. Yatırımcılar satın almak istedikleri miktara ilişkin bedelleri süresi içinde banka hesabına yatırıp düzenlenen talep formunu imzalayarak makbuz alırlar.

Yatırımcılar istedikleri taktirde talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler.

bb) Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama

Fiyat aralığı uygulanması halinde, hisse senetleri taban fiyat ile tavan fiyat arasındaki marj %20'yi geçmemek şartıyla Kurul kaydına alınabilir. Bu takdirde talep tavan fiyatından toplanır. Fiyat aralığı ile talep toplanması durumunda gerçekleşen fiyat ile tavan fiyatı arasındaki farkın talepte bulunanlara iadesine ilişkin esaslar izahname ve halka arz sirkülerinde belirtilir.

- Oransal Dağıtım Yöntemi

Sabit fiyatla veya fiyat aralığı yoluyla talep toplama yönteminin uygulandığı halka arzlarda istenmesi halinde, herhangi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmiş bulunan toplam sermaye piyasası aracı miktarının bu gruba gelen toplam talep miktarına bölünmesi ile arzın

talebi karşılama oranı bulunur. Söz konusu oran yatırımcıların talep ettikleri tutar ile çarpılarak, her bir yatırımcının talebi arzın talebi karşılama oranında sermaye piyasası aracı tahsis edilmesi suretiyle karşılanır.

cc) Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplanması

Bu tür halka arzlarda sabit fiyatla talep toplanmasından farklı olarak ihraççı veya hissedar tarafından,

- Hisse senedi satışlarında asgari bir satış fiyatı belirlenir ve üzerindeki fiyat teklifleri,
- Sermaye piyasası aracı niteliğindeki borçlanma senedi satışlarında ise azami faiz oranı belirlenir ve bunun altındaki faiz oranı teklifleri toplanır.

Talep toplama süresi sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 iş günü geçtikten sonra başlar. Bu süre en az 2 iş günü olarak belirlenir.

Hisse senetlerinin satışında belirlenen asgari fiyat baz alınarak, yatırımcıların bunun üzerindeki fiyat teklifleri ve miktara ilişkin talepleri “Talep Formu” düzenlenmesi suretiyle toplanır.

Kurul kaydına alınma esnasında onaylanarak verilen sirkülerde, talep toplama süresi, şekli, asgari fiyat, başvuruların değerlendirilmesi, hisse senetlerinin teslimi ve karşılanamayan taleplere ait bedellerin iadesi gibi hususlara ayrıca yer verilir.

Yatırımcılar istedikleri takdirde talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler.

c) Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi

Sermaye piyasası araçlarının, bizzat ihraççı veya aracı kuruluş vasıtası ile belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışlarıdır.

Talep toplama yönteminin kullanılması durumunda, sirküler ilanına rağmen yeterli talepte bulunulmaması halinde, talep dışı kalan sermaye piyasası araçları için de bu yöntem uygulanır.

Bu yöntemi belirli satış yöntemlerini **kullanmak zorunda olmayan** ihraççılar kullanabilir. Bu yöntemin uygulanması halinde; tasarruf sahipleri, sirkülerde belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar.

- Halka Arzda Kısıtlamalar

İzahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla; sermaye piyasası araçları yatırımcı grubuna, ihraççının çalışanlarına, ticari organik bağı bulunan yatırımcı kitlesine veya ihraççının/hissedarın belirleyeceği bir yatırımcı kitlesine satılmak üzere sınırlandırılabilir. Satış sırasında talep edilebilecek sermaye piyasası aracı miktarlarına Kurul'ca uygun görüldüğü takdirde ihraççının yönetim kurulunca veya hissedar tarafından asgari veya azami limitler konulabilir. Ancak getirilebilecek sınırlamalar ihraççı/hissedar/aracı kuruluş ile sermaye, yönetim, denetim vb. şekillerde ilişkisi bulunan kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanılamaz. Başvuruların belirli bir yatırımcı kitlesi ile sınırlı tutulmuş olması halinde yatırımcılar başvuru için aranan nitelikleri taşıdıklarına dair izahname ve sirkülerde öngörülen bir belgeyi talep formuna eklerler.

Halka arzda belirli gruplara tahsisat yapmak isteyen ihraççılar, halka arz edilecek sermaye piyasası aracının satış tutarının 132.000.000 TL ve üzerinde olması halinde halka arz edilecek sermaye piyasası aracı miktarının en az %30 unu, 132.000.000 TL'nin⁵ altında olması durumunda ise en az %50 sini küçük bireysel yatırımcılara tahsis etmek zorundadırlar. Bu gruptan yeterli talep olmaması halinde artan kısım diğer gruplara tahsis edilebilir.

d) Belirli Satış Yöntemlerine Uyuma Zorunluluğu Bulunan İhraççılar

1) Hisse Senetleri Borsa'da İşlem Gören Ortaklıklar

Hisse senetleri Borsada işlem gören ortaklıkların yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan paylarının satışında “Borsada Satış” yönteminin kullanılması

⁵ Bu tutar her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak Kurulca yeniden belirlenir.

zorunludur. Hisse senetleri Borsada işlem gören ortaklıkların, Borsada hiç işlem görmemiş belirli bir tertibe veya gruba dahil hisse senetlerinin olması durumunda, bu tertip veya grup hisse senetlerine ilişkin yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların satışında “Borsada Satış” yönteminin uygulanması zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak, "Borsada Satış" yönteminin uygulanmaması durumunda, yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların en az, borsada işlem gören ortaklık hisse senetlerinin, Borsada halka arz süresinin sonundaki üç işlem gününde Borsa birinci el pazarında gerçekleşen günlük ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması üzerinden satılması zorunludur.

2) Halka Açılmak Üzere Hisse Senedi Satışı Yapacak Ortaklıklar

Aracı kurumlar dışında kalan, halka açık olmayan ortaklıkların hisse senetlerinin hissedarları tarafından halka arz edilmesi veya sermaye artırarak, artırılan sermayeyi temsil eden paylarını kısmen veya tamamen halka arz etmeleri durumunda “Talep Toplama” veya “Borsada Satış” yöntemlerinden birinin uygulanması zorunludur.

3) Nitelikleri Belirlenmiş Halka Açık Ortaklıklar

Halka açık ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla hisse senedi satışlarında son yıla ait bilançolarına göre, hisselerinin defter değeri nominal değerinin en az iki katı olan ortaklıkların, aynı bilanço üzerinden net dönem karı elde etmiş olmaları ve bilanço aktif toplamı 8.250.000,00 TL’ni⁶ aşmış olmaları halinde “Talep Toplama” veya “Borsada Satış” yöntemlerinden birinin uygulanması zorunludur. Ancak, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan tutarın, nakit karşılığı artırılacak sermayeye oranının % 5 ve altında kalması durumunda, yapılacak başvuru üzerine bu yöntemler uygulanmayabilir.

4) Ön Talep Toplayan Anonim Ortaklıklar

Diğer taraftan Kurul’un hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasına ilişkin düzenlemeleri

⁶ Bu tutar her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak Kurulca yeniden belirlenir.

uyarınca ön talep toplanması halinde, “sabit fiyat”, “fiyat teklifi alma” ve “fiyat aralığıyla talep toplama” yöntemlerinden biri uygulanır.

3.7. Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Kanunu ile verilen görevleri yapmak ve yetkileri kullanmak üzere kamu tüzel kişiliğini haiz, idarî ve malî özerkliğe sahip Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Görev ve Yetkileri

Sermaye Piyasası Kurulunun başlıca görev ve yetkileri şunlardır:

- a) Sermaye piyasası araçlarının, ihracını, halka arz ve satışının şartlarını düzenlemek ve denetlemek,
- b) İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarını Kurul kaydına almak ve kamu yararının gerektirdiği hallerde sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını geçici olarak durdurmak,
- c) Sermaye Piyasası Kanununa tabi sermaye piyasası kurumlarının malî bünyeleri ve kaynaklarının kullanımı ile ilgili standart rasyoları genel olarak ya da faaliyet alanları veya kurumların türleri itibariyle belirlemek, bu rasyoların yayımlanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemek,
- d) Sermaye piyasasında, gerektiğinde elektronik ortam da dahil bağımsız denetim faaliyetine ilişkin esasları belirlemek; denetlemeye yetkili olanların sermaye piyasasında bağımsız denetleme faaliyetlerinde bulunacak kuruluşların kuruluş şartlarını ve çalışma esaslarını Türkiye Serbest Muhasebeci Malî Müşavirler ve Yeminli Malî Müşavirler Odaları Birliği ile istişarede bulunarak belirlemek ve bu şartları taşıyanları listeler halinde ilan etmek,
- e) Kamunun zamanında yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, genel ve özel nitelikte kararlar almak ve her türlü mali tablo ve raporlar ile bunların bağımsız denetimlerinin, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yayımlanacak izahname ve sirkülerin ve araçların değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin kapsamını, standartlarını ve ilan esaslarını tesbit ve bu konularda tebliğler yayımlamak,
- f) Sermaye Piyasası Kanununa tabi ihraççıların Sermaye Piyasası Kanunu'nun 50'nci maddesinin (a) bendi hükümleri çerçevesinde bankaların, sermaye piyasası kurumlarının ve

borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasaların faaliyetlerinin bu Kanuna, Kurul yönetmelik, tebliğ ve kararlarına ve sermaye piyasaları ile ilgili diğer mevzuata uygunluğunu gerekli her türlü bilgi ve belgeyi isteyerek, izlemek ve denetlemek,

g) Sermaye piyasasını ilgilendiren her türlü iletişim araçları ile yapılan yayın, duyuru ve reklamları izlemek ve bunlardan yanıltıcı olduğu tespit edilenleri yasaklamak ve gereği yapılmak üzere ilgili kuruluşlara bildirmek,

h) Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri gereğince elde ettiği veya kendisine tevdi edilen malî tablo ve raporlar ile diğer belgeleri incelemek, gerekli gördüğü hususlar hakkında ihraççı ve kurum denetçilerinden veya bağımsız denetçilerden ayrıca rapor istemek, elde ettiği sonuçları değerlendirerek, Kanunda belirtilen gerekli tedbirleri almak,

i) Halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında genel hükümler çerçevesinde vekaleten oy kullanılmasına ilişkin esasları belirlemek ve bu ortaklıklarda yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda vekâlet toplayan ya da pay iktisap edenlerin, diğer payları satın alma yükümlülüğüne ve azınlıktaki ortakların da kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapmak,

j) Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve döviz dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını, bu araçların işlem göreceği borsalar ve piyasalarda çalışacakların denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemek,

k) Sermaye piyasası araçlarının geri alma veya satma taahhüdü ile alım ve satımını, ilgili sözleşmeleri ve bu sözleşmelere ilişkin piyasa işlem kurallarını düzenlemek ve bu işlemlerle ilgili faaliyet ilke ve esaslarını belirlemek,

l) Sermaye piyasası araçlarının ödünç alma ve verme işlemleri ile açığa satış işlemlerine ilişkin ilke ve esasları belirlemek ve Hazine Müsteşarlığı ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşü alınmak suretiyle kredili sermaye piyasası aracı işlemleri ile ilgili düzenlemeler yapmak,

m) Dışarda yerleşik kişilerin Türkiye'de sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzı konusunda ilgili mevzuat çerçevesinde gereken düzenlemeleri yapmak,

n) Sermaye piyasası araçlarının takası, saklanması ile sermaye piyasası kurumlarının ve sermaye piyasası araçlarının derecelendirilmesini düzenlemek ve denetlemek,

o) Sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ilişkin kuruluş, faaliyet, tasfiye ve sona erme esaslarını belirlemek ve bunları denetlemek.

- p) İlgili Bakanca istenecek incelemeleri yapmak; çalışmalarını hakkında ilgili Bakana rapor vermek; sermaye piyasası ile ilgili mevzuat değişiklikleri hakkında önerilerde bulunmak,
- r) Gayrimenkullerin değerlemesini yapabilecek ekspertiz kurumlarından sermaye piyasasında faaliyette bulunacaklara ilişkin şartları belirlemek ve bu şartlara uyan kuruluşları listeler halinde ilan etmek,
- s) Sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil yatırım tavsiyelerinde bulunacak kişi ve kuruluşların uyacakları ilke ve esasları belirlemek,
- t) Sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunacaklar, bu maddenin (r) bendi kapsamında faaliyet gösterecek kişi ve kuruluşlar ile sermaye piyasası kurumlarının yönetici ve diğer çalışanlarının meslekî eğitimi, meslekî yeterliliği ve meslekî ehliyetlerini gösterir sertifika verilmesine ilişkin esasları belirlemek, bu amaçlarla merkez kurmak ve faaliyet esaslarını belirlemek,
- u) İnternet de dahil, her türlü elektronik bilgi iletişim araç ve ortamı ve benzeri araçlar üzerinden gerçekleştirilen ihraç ve halka arzlar ile sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemlerini; genel hükümler çerçevesinde bu Kanun kapsamına giren işlemlerde elektronik imza kullanım esaslarını düzenlemek ve denetlemek,
- v) Kanuna tabi anonim ortaklıkların genel kurullarında yönetim ve denetim kurulu üyelerinin seçimlerine ilişkin kararlarda her bir üyelik için kullanılacak oy hakkının, kısmen veya tamamen bir veya birkaç üyenin seçiminde birikimli olarak kullanılabilmesi yöntemine ilişkin düzenlemeleri yapmak,
- y) Yabancı ülkelerin sermaye piyasalarında düzenleme ve denetime yetkili muadili kuruluşlar ile sermaye piyasalarıyla ilgili her türlü işbirliği yapmak ve bilgi alışverişinde bulunmak.

Kurul yetkilerini, düzenleyici işlemler tesis ederek ve özel nitelikli kararlar alarak kullanır. Düzenleyici işlem niteliğindeki yönetmelik ve tebliğler, Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe konulur. Özel nitelikli kararlardan kamuoyunu ilgilendirenler, Kurulun haftalık bülteni ile ilgili kişi ve kuruluşlara duyurulur.

3.8. Aracı Kuruluşlar

Sermaye Piyasası Kanunu aracı kuruluşları, aracı kurum ve bankalar olarak tanımlamıştır. Ancak bankalar kendi menkul kıymetlerini halka arz etmeleri ile sermaye piyasası

faaliyetlerinde bulunmaları durumunda ve bu faaliyetleri ile sınırlı olarak Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi olurlar. Bankalar kuruluş, denetim, gözetim, muhasebe, mali tablo ve rapor standartları konularında Bankalar Kanunu'na tabidir.

Aracı Kuruluşların Faaliyetleri

Aracı kuruluşların yapabilecekleri faaliyetler aracı kurum ve bankalar arasında farklılık göstermektedir.

Aracı kurumlar, her bir ayrı faaliyet için Kurul'dan yetki belgesi almak kaydıyla;

- a) Sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına,
- b) Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım-satımına,
- c) Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibarıyla ayrı ayrı veya bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık edebilirler.

d)

Aracı kurumlar ayrıca;

- e) Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı (repo-ters repo),
- f) Yatırım danışmanlığı,
- g) Portföy yöneticiliği faaliyetlerini yapabilirler.

Diğer taraftan, aracı kurumlar, Kurulun uygun görüşü alınmak suretiyle diğer finansal ürün ve hizmetleri de sunabilirler. Söz konusu finansal hizmet ve ürünün sunumunun kendi özel mevzuatında özel bir izne veya yetkiye bağlanmış olması durumunda, bu fıkra kapsamında hizmet veya ürünün sunumuna başlanmadan önce aracı kurumlar tarafından gerekli izinlerin alınması zorunludur.

Faaliyet İzni

Aracı kurumların kuruluş için izin almalarını takiben Kurul'ca verilecek süre içinde, faaliyet izni almak üzere Kurul'a başvurmamaları halinde bu başvuruya ilişkin izin alma hakları düşer. Bu kuruluşlar, verilen sürenin geçmesi veya faaliyet izni verilmesinin uygun görülmediğinin kendilerine bildirilmesi tarihinden itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşmelerindeki ticaret unvanına, amaç ve faaliyet konularına ilişkin hükümleri, sermaye piyasası faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve söz konusu değişikliklerin yayımlandığı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'ni ilanı izleyen 10 gün içinde Kurul'a göndermek zorundadırlar.

Faaliyet izni bulunmayanlar, faaliyetleri geçici olarak durdurulanlar ile faaliyet yetki belgeleri iptal edilmiş olanlar yetkisiz olarak faaliyetlerde bulunamayacakları gibi ticaret unvanlarında, ilan ve reklamlarında söz konusu faaliyetlerde buldukları izlenimini yaratacak hiç bir kelime, deyim ve işaret kullanamazlar.

Faaliyetleri durdurulan aracı kuruluşlar, bu müeyyideyi gerektiren aykırılıkların giderildiğinin Kurul'ca tespiti halinde, Kurul'ca uygun görüldüğü takdirde yeniden faaliyetlerine başlayabilirler.

Bu madde hükümleri faaliyete geçtikten sonraki diğer faaliyet izni başvurularında da uygulanır.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Para Piyasası ve Sermaye piyasası kavramlarını açıklayınız?

Soru 2. Borsaların ekonomik işlevleri nelerdir?

Soru 3. Sermaye piyasası araçları halka hangi yollarla arz edilir?

Soru 4. Sermaye Piyasası Kurulunun görev ve yetkileri nelerdir?

Soru 5. Aracı Kuruluşlar hangi işlemleri yapmaya yetkilidir?

4. YATIRIM ORTAKLIKLARI VE YATIRIM FONLARI YATIRIM ORTAKLIKLARI

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 4.1.
- 4.2.
- 4.3.

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

1.YATIRIM ORTAKLIKLARI VE YATIRIM FONLARI YATIRIM ORTAKLIKLARI

Yatırım ortaklıkları; sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.

Yatırım ortaklıkları, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hakim olmak amacı güdemezler.

Esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirtilmek kaydıyla, portföy değerinin en az %25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları, **A tipi ortaklık** olarak adlandırılır.

Yatırım Ortaklıklarının İşlevleri

Portföy işletmek amacıyla,

- a) Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- b) Portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek biçimde dağıtmak,
- c) Menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak,
- d) Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak.

4.1. Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Şartları

Yatırım ortaklıklarının kuruluş izni alabilmeleri için portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurmaları şarttır.

Yatırım ortaklıklarına kuruluş ve faaliyet izni verilebilmesi için;

- a) Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde ve hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmaları,
- b) Başlangıç sermayelerinin, 2007 yılı için 3.250.000 TL'den az olmaması,
- c) Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- d) Ticaret unvanlarında "Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,
- e) Esas sözleşmelerinin Sermaye Piyasası Kanunu'na uygun olması,
- f) Kurucularının müflis olmadığına veya yüz kızzartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığına tespit edilmiş olması gerekir.

Yatırım ortaklıkları, anonim ortaklık oldukları için bir yönetim kurulu tarafından temsil edilirler. Ortakların hisse senetleri vardır. Ani veya tedrici olarak kurulurlar. Tedricî usulde, kurucular, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için SPK'ya müracaat ederler. SPK'nın olumlu görüşünü aldıktan sonra Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na kuruluş izni için başvururlar; izin alınmasını müteakip 3 ay içinde halkı ortaklığa katılmaya davet etmek üzere hisse senetlerinin kayda alınması için SPK'ya başvururlar. Bu işlemler sırasında başlangıç sermayesinin %10'u kurucular tarafından bir bankada bloke edilir. Kayda alınmadan sonra izahname tescil ve ilan ettirilir ve ardından sirküler ilan olunur. Yatırım ortaklığına katılmak isteyen tasarruf sahipleri iştirak taahhütnamelerini doldurarak pay bedellerini tam ve nakden bankaya yatırır. Satış işlemlerinin tamamlanmasından sonra gerekli belgeler SPK'ya iletilir, kuruluş genel kurulu toplanır ve satış sırasında verilen makbuzlar yatırım ortaklığının ticaret siciline tescilinden itibaren en geç bir ay içinde hisse senetleriyle değiştirilir.

Ani kuruluştaki ise SPK'ya ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na müracaat esasları tedricî kuruluştaki gibi olmakla beraber, kurucular, başlangıç sermayesinin tamamını taahhüt ederler ve pay bedellerini tam olarak nakden bir bankada bloke ederler. (Kuruluş işlemleri tamamlandıktan sonra blokaj çözülür ve portföy oluşturulur.)

Dolayısıyla ani ile tedricî kuruluş arasındaki temel fark, başlangıç sermayesinin bankada bloke edilme oranlarından kaynaklanmaktadır.

Yatırım ortaklığı; tedrici usulde yatırım ortaklığının ticaret siciline tescil ve ilanından, ani usulde ise çıkardığı hisse senetlerinin satış süresinin bitiminden itibaren en geç 15 gün içinde kota alınmasını teminen, gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurul'a başvurur. Bu belgenin alınmasını izleyen 15 gün içinde de çıkarılmış olan hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile menkul kıymetler borsasına müracaat eder.

4.2. Yatırım Ortaklıklarının Yönetim İlkeleri ve Yapamayacakları İşler

Yatırım ortaklıkları;

- a) Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar,
- b) Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar,
- c) Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar,
- d) Aracılık faaliyetinde bulunamazlar.

Yatırım ortaklıkları;

- a) Hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamazlar.
- b) Portföy değerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar. Bu sınır, portföy değerinin değişmesi veya rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle aşıldığı takdirde, fazla kısmın en geç üç ay içinde tasfiyesi gerekir. Belirtilen süre içinde elden çıkarmanın imkansız olduğu veya büyük zarar doğuracağı belgelenmesi halinde süre, Kurul tarafından uzatılabilir.
- c) Kurucu intifa senedi, oydan yoksun hisse senedi, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senetleri dışında imtiyaz veren hisse senedi ve 360 gün ve daha uzun vadeli borçlanma senedi ihraç edemezler.
- d) Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır veya taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, sermaye ve yedek akçelerinin %10'u ve/veya aktif toplamının %5'inden fazla olamaz.
- e) Borsada ve borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören kıymetlerin portföye alımları ve satımlarının borsa veya bu piyasalar kanalı ile yapılması zorunludur.

Yatırım ortaklıkları, borsaya kote edilmesi şartıyla borsa dışında halka arz yolu ile satılan menkul kıymetleri borsa dışında portföylerine alabilirler. Ancak;

- Yatırım ortaklığının danışmanlık hizmeti aldığı kuruluşların,
- Yatırım ortaklığının yönetim kurulunun seçiminde imtiyaz sahibi olan aracı kuruluşların,
- Yatırım ortaklığının yönetim kurulunun seçiminde imtiyaz sahibinin aracı kuruluş olmaması durumunda; imtiyaz sahibinin, sermayesinin %10'undan fazlasına sahip bulunduğu aracı kuruluşların,
- Yönetim kurulu seçiminde imtiyaz bulunmayan yatırım ortaklıklarında, yatırım ortaklığının sermayesinin %10'undan fazlasına sahip ortakların ayrı ayrı yada birlikte sermayesinin %10'undan fazlasına sahip oldukları aracı kuruluşların, halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlere ihraç miktarının azami %10'u ve ortaklık portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapılabilir.

f) Rayiç bedelin üstünde varlık satın alamaz veya rayiç bedelin altında varlık satamazlar. Rayiç bedel, borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, diğerleri için işlem gününde şirket açısından oluşan alımda en düşük, satımda en yüksek fiyattır. Varlık satımlarında satış bedeli tam olarak nakden alınır.

g) Portföyündeki varlıkları esas itibariyle rehin veremez ve teminat olarak gösteremezler. Ancak kredi temini için portföyün %5'ini teminat olarak gösterebilir ve Kurul düzenlemeleri çerçevesinde ödünç menkul kıymet verebilirler.

h) Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç Türk ve yabancı yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ile yatırım fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar.

i) Yatırım ortaklıklarının portföylerine yabancı kıymet alabilmesi için, bunların türlerini, özelliklerini ve hangi borsa veya borsa dışı organize piyasalardan alacaklarını esas sözleşmelerinde belirtmiş olmaları şarttır.

Yatırım ortaklıkları, sermaye ve yedek akçelerinin toplamının en çok %25'ini Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar çerçevesinde alım satımı yapılabilen sermaye piyasası araçlarına yatırabilirler.

j) Çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar.

k) Portföylerine riskten korunma ve/veya yatırım amacıyla döviz, kıymetli madenler, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemleri dahil edilebilir. Vadeli işlem sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı net aktif değerini aşamaz. Portföye alınan vadeli işlem sözleşmelerinin yatırım ortaklığının yatırım stratejisine ve karşılaştırma ölçütüne uygun olması zorunludur.

Yatırım ortaklıkları, kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için, kredi kuruluşlarından çıkarılmış sermayesi ile yedek akçeleri toplamının %20'sine kadar kredi alabilir veya aynı sınırlar içinde kalmak ve sermaye piyasası mevzuatına uymak suretiyle, 360 gün ve daha kısa vadeli borçlanma senedi ihraç edebilirler.

Sermaye artırımlarında, rüçhan hakkı kullanıldıktan sonra kalan tüm paylar, nominal değerinin altında olmamak üzere piyasa fiyatı ile halka arz edilir.

Yatırım ortaklıklarının portföyündeki menkul kıymetler yapılacak saklama sözleşmesi çerçevesinde İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. veya bir banka nezdinde muhafaza edilir. Ayrıca yatırım ortaklıkları, esas sözleşmesinde hüküm bulunmak ve yönetim kurulunca karar alınmak kaydıyla, Kurulca yetkilendirilmiş bir kuruluştan danışmanlık hizmeti alabilir. Ancak bu konuda imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesinin Kurul tarafından onaylanması gerekir.

4.3. Yatırım Ortaklıklarında Kâr Dağıtımı

Yatırım ortaklığının kârı; portföyündeki menkul kıymetlerin alım satımından oluşan kâr, değer artışından kaynaklanan gelir ile faiz, temettü ve benzeri gelirlerin toplamından, amortisman, değer azalışından kaynaklanan giderler ve genel yönetim giderleri gibi giderlerin düşülmesinden sonra bulunan tutardır. Kâr dağıtımında kıstelyevm esası uygulanmaz ve mevcut payların tamamı eşit şekilde kâr payından yararlanır.

Yatırım ortaklığınca ihraç edilen hisse senetleri kuruluşta, yatırım ortaklığının tescil edildiği dönem itibarıyla kâr payına hak kazanır. Sermaye artırımını suretiyle yeni hisse senedi ihraçlarında ise, ihraç edilen hisse senetleri, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayımlandığı hesap dönemi itibarıyla kâr payına hak kazanır.

Yatırım ortaklıklarının nakdi sermaye artırımını nedeniyle çıkaracakları hisse senetlerinin satış süresi içinde, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerin yayımlandığı hesap dönemi sona ererse, hesap döneminin son gününü takip eden tarihten başlamak üzere, hisse senetlerinin geçmiş hesap dönemine ilişkin kâr payı kuponları iptal edilerek satılır. Aynı esaslar yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışında verilecek hisse senetleri için de geçerlidir.

4.4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (Gsyo)

Girişim şirketi; Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketlerdir.

Girişim sermayesi yatırımı; Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde girişim şirketlerine yapılan yatırımlardır.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları; Kayıtlı sermaye sistemine tabi olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten (Kanun'da "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı" olarak ifade edilen) ortaklıklardır.

Lider sermayedar; GSYO hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrasındaki pay edinimleri hariç olmak üzere, ortaklıkta tek başına veya biraraya gelmek suretiyle sermayenin asgari %25'i oranında pay sahibi olan ve tebliğde belirtilen şartları taşıyan ortak ya da ortaklardır.

Nitelikli yatırımcı; Yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar,

sigorta şirketleri, özel finans kurumları, portföy yönetim şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20. maddesi uyarınca (malûllük, yaşlılık ve ölümden yardım etmek üzere) kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve halka arz tarihi itibariyle en az 1.000.000 TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişilerdir.

GSYO'ların Yatırım Sınırlamaları ve Yönetim İlkeleri

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları,

- a) Ortaklık sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'dan fazlasına sahip olan ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına sahip oldukları şirketlere yatırım yapamazlar,
- b) Girişim sermayesi yatırımları dışında kalan ve ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapabilirler, ancak bu bent kapsamında yapılan yatırımlar toplamı portföy değerinin %50'sini aşamaz, herhangi bir girişim şirketine yatırım yapılmasını takip eden onuncu yılın sonundan itibaren, söz konusu şirkete yapılan yatırımların tamamı bu bent kapsamında değerlendirilir,
- c) (b) bendi kapsamında tek bir şirketin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlere portföy değerinin %10'undan fazlasını yatıramazlar,
- d) (b) bendi kapsamındaki tek bir şirketin sermayesi veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar,
- e) Döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklere karşı korunması amacıyla, esas sözleşmede ve izahnamede hüküm bulunmak ve Kurulca uygun görülme koşuluyla, yatırım amacına uygun portföy yönetim teknikleri ile para ve sermaye piyasası araçlarını kullanabilirler, bu amaçla Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemlerine taraf olabilirler

GSYO'ların Faaliyet Kapsamı

Ortaklıklar;

- a) Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde girişim şirketlerine yatırım yapabilir,
- b) Girişim şirketlerinin yönetimine katılabilir, bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir,
- c) Portföylerini çeşitlendirmek amacıyla ikinci el piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilir,
- d) Bir yıldan kısa vadeli olanlar için özsermayelerinin yarısını, bir yıl ve daha uzun vadeli olanlar için özsermayelerinin iki katını aşmamak kaydıyla borçlanabilirler.

Girişim Sermayesi Yatırımı

Ortaklıkların girişim şirketlerine yapacağı girişim sermayesi yatırımları, taraflar arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde yapılır. Ayrıca ortaklıklar, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve yönetim kurulunca karar alınmak kaydıyla, faaliyetleri ile ilgili konularda kullanılmak üzere uzmanlaşmış kişi ya da kuruluşlardan danışmanlık hizmeti alabilirler.

Ortaklıklar, girişim şirketlerine ortak olabileceği ve bu şirketlerce ihraç edilen borçlanma senetlerini satın alabileceği gibi, diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilirler.

Ayrıca;

- a) Ortaklıkların sahip oldukları girişim şirketlerinin hisse senetlerinin, yatırım yapılan girişim şirketlerinin ortaklarına veya çalışanlarına satış opsiyonu veren sözleşmeler,
- b) Girişim şirketi ortaklarına veya çalışanlarına şirketlerinin hisse senetlerini alım opsiyonu veren sözleşmeler,
- c) Ortaklıklara girişimci şirketlerin hisse senetlerini alım opsiyonu veren opsiyon sözleşmeleri ile,
- d) Ortaklıkların sahip oldukları girişim şirketlerinin hisse senetlerinin, yatırım yapılan girişim şirketlerinin ortaklarına veya çalışanlarına satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri,

e) Girişim şirketi ortaklarının veya çalışanlarının, şirketlerinin hisse senetlerini ortaklıklara satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri ve doğrudan ortaklıkların yatırım faaliyetlerine ilişkin diğer opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri düzenlenebilir.

Bu sözleşmeler girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilir. Belirtilen nitelikteki vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde, tarafların yükümlülükleri, girişim şirketlerine yapılan toplam yatırım tutarlarının portföy tablolarında hangi esaslara göre izleneceği, yatırımcılara yapılacak açıklamaların kapsamı, yapılan yatırım tutarları ve benzeri konularda Kurulca belirlenen düzenlemelere uyulur.

4.5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (Gyo)

Gayrimenkul yatırım ortaklığı; belirlenmiş usul ve esaslar çerçevesinde, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumları şeklinde tanımlanmıştır.

Bu tanımın yanısıra tebliğde müteahhit, ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini; işletmeci şirket, ortaklık mülkiyetinde bulunan gayrimenkullerin ticari amaçla işletmesini; danışman şirket, ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetleri; gayrimenkul değerlendirme şirketi, ortaklık portföyünde bulunan gayrimenkullerin rayiç değerlerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren kuruluşlar olarak tanımlanmışlardır.

GYO'ların Kuruluş Şartları

Ortaklıklar belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli, belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla ya da amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz olarak kurulabilirler. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, ani usulde kurulabildikleri gibi mevcut ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirmek suretiyle gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Dönüşüm ya da kuruluşun Kurul'ca uygun görülebilmesi için aşağıdaki şartların sağlanması gerekir.

A) Ani usulde kurulacak ise;

- Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,
- Çıkarılmış sermayelerinin asgari %49'u oranındaki hisse senetlerini, tebliğde belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması,
- Başlangıç sermayelerinin 2007 yılı için 7.800.000 TL'den az olmaması,
- Başlangıç sermayesinin;
- 50 milyon TL'den az olması halinde, başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %10'unun
- 50 milyon TL ve daha fazlası olması halinde, başlangıç sermayesinin 5.000.000 TL'lik kısmını temsil eden hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Ticaret unvanlarında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,
- Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurul'a başvurması,
- Kurucuların tebliğde getirilen şartları taşımaları (Kamu kurumu niteliğindeki tüzel kişiler hariç),
- Esas sözleşmesinin Kanun ve tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi,
- Kurul'un uygun görüşünün alınması,

B) Dönüşecek ise,

- Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurul'a başvurmuş olması,
- Çıkarılmış sermayesinin asgari %49'u oranındaki hisse senetlerini, tebliğde belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceğini Kurul'a karşı taahhüt etmiş olması,
- Mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin 2007 yılı için 7.800.000 TL'den az olmaması,
- Mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin;
- 50 milyon TL'den az olması halinde, başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %10'unun

- 50 milyon TL ve daha fazlası olması halinde, başlangıç sermayesinin 5.000.000 TL'lik kısmını temsil eden hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Sermayenin en az %25'inin nakit karşılığı çıkarılmış olması,
- Ticaret unvanını "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvurmuş olması,
- Ortaklıkta %10 veya üzerinde paya sahip gerçek kişi ortaklar ile tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin tebliğde getirilen şartları taşımaları (Kamu kurumu niteliğindeki tüzel kişilerin yönetim kurulu üyeleri hariç),
- Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurul'a başvurması,
- Esas sözleşmesini, Kanun ve tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere başvurmuş olması,
- Kurul'un uygun görüşünün alınması,

Yukarıda belirtilen asgari sermaye tutarları her yıl Kurul'ca yeniden belirlenebilir.

Ortaklıkların ani usulde kuruluş ya da dönüşümden sonraki;

- Ödenmiş sermayeleri 50 milyon TL'den az olanların 1 yıllık,
- Ödenmiş sermayeleri 100 milyon TL'den az, 50 milyon TL'den fazla olanların 3 yıllık,
- Ödenmiş sermayeleri 100 milyon TL'den fazla olanların 5 yıllık süre içinde faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli olan mekan, donanım ve personelin temin edilerek organizasyonun oluşturulmuş olması, kaynakların zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile varlık portföyünün oluşturulması ve halka arz edilecek hisse senetlerinin (ödenmiş sermayenin asgari %49'unu temsil eden) kayda alınması talebiyle Kurul'a başvurusu zorunludur. %49 oranındaki halka açıklık oranına belirtilen süreler dahilinde yapılacak birden fazla halka arz sonucu ulaşılması mümkündür.

Kurul, ortaklıkların portföy işletmeciliği faaliyet izni başvurusunu ve hisse senetlerinin kayda alınma başvurusunu birlikte değerlendirir. Ortaklık hisse senetlerinin halka arzında, Tebliğ'de düzenlenen hususlar dışında Kurul'un hisse senetlerinin halka arzına ve satış yöntemlerine ilişkin düzenlemelerine uyulur. Halka arz sonrasında hisse senetlerinin kote edilmesi amacıyla Borsaya başvurulması zorunludur.

Ortaklık hisse senetleri nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir. Ancak aynı sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin nama yazılı olması zorunludur.

GYO'ların Faaliyet Kapsamı ve Yatırım Faaliyetleri

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları genel olarak aşağıda belirtilen kapsamda faaliyet gösterirler.

- a) Ortaklık portföyünü oluşturmak, gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak, ortaklık portföyünü çeşitlendirerek yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak, gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetler hakkındaki gelişmeleri sürekli olarak izleyerek ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak veya yaptırmak,
- b) Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında ilgili tebliğ uyarınca gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırmak, bu hususta gerekli raporların hazırlanmasını temin etmek,
- c) Portföydeki varlıkların değerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını temin etmek,
- d) Portföy dışarıdan danışmanlık ve/veya portföy yönetimi hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların faaliyetlerinin mevzuat ve sözleşme hükümlerine uygunluğunu izlemek üzere gerekli organizasyonu oluşturmak,
- e) Kendilerine yüklenen diğer görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetleri gerçekleştirmek.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkullere, bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapabilecekleri ve kazanç sağlama amacına yönelik olarak alım-satım ya da kiralama işlemleri gerçekleştirebilecekleri gibi, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları dışında diğer sermaye piyasası araçlarını alıp satabilir, borsa para piyasası ve ters repo işlemi yapabilir, TL ve yabancı para cinsinden vadeli-vadesiz mevduat hesabı açtırabilir, risklere karşı korunmak amacıyla swap ve forward işlemlerde

bulunabilir, opsiyon yazabilir ya da mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.

GYO'ların Yapamayacakları İşler

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları,

- a) Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar.
- b) Tebliğde izin verilen işlemler dışında ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar.
- c) Tebliğde belirtilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.
- d) Hiç bir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Ancak yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışıdır.
- e) Hiçbir surette otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler.

Ancak, ortaklık portföyünde kira geliri elde etme amacına yönelik gayrimenkuller olması halinde, söz konusu gayrimenkullere veya onların bağımsız bölümlerine ilişkin olarak güvenlik, temizlik, genel idare ve buna benzer nitelikteki temel hizmetler kiracılara ortaklık tarafından sunulabileceği gibi, ortaklık ile bir işletmeci şirket arasında bu tür hizmetlerin sunulması amacına yönelik bir sözleşme yapılması da mümkündür. Ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkuller ve gayrimenkul projelerinin pazarlanmasına ve değerinin artırılmasına yönelik olarak yapılacak reklam ve promosyon faaliyetleri temel hizmet kapsamındadır. Bu nedenle belirtilen faaliyetler ve bu faaliyetler nedeniyle istihdam edilen personel bu bent kapsamında değerlendirilmez.

- f) Kendi personeli vasıtasıyla portföye konu olan veya olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler.

GYO'larda Yatırımlara İlişkin Yasaklar ve Portföy Sınırlamaları

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

- a) Hiç bir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar,
- b) Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar,
- c) Borsa'da veya Borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar. Sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur.
- d) Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine veya mala yatırım yapamazlar.
- e) Menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar,
- f) Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar,
- g) Kanunen ödemekle yükümlü olduğu vergi, harç ve benzeri diğer giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı ve portföyden satımı sırasında varlık değerinin %3'ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri gider yapamazlar,
- h) Herhangi bir şekilde devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara ve haklara yatırım yapamazlar.
- i) Sürekli olarak kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamazlar.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı portföyünde bulunan,

- a) Gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine portföy değerlerinin en az % 50si oranında yatırım yapmak zorundadırlar.
- b) Sermaye piyasası araçları, borsa para piyasası ve ters repo işlemleri, TL veya yabancı para cinsinden vadeli-vadesiz mevduat ile tebliğde tanımlanan iştiraklere portföy değerinin en fazla %50'si oranında yatırım yapabilirler. Tebliğde ayrıca, TL veya yabancı para cinsinden vadeli-vadesiz mevduat ile iştirakler için yatırım sınırının ayrı ayrı olmak üzere en fazla %10 olabileceği belirlenmiştir.

c) Yurt dışındaki gayrimenkuller ile faaliyet konusu yalnızca gayrimenkul olan yurt dışında kurulu şirketlere ve gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı sermaye piyasası araçlarına portföy değerinin en fazla %49'u oranında yatırım yapılabilir.

d) Portföyde bulunan ve alımından itibaren beş yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10'unu aşamaz.

Hesap dönemi sonunda hazırlanarak kamuya açıklanan son üç aylık portföy tablosunda (a) bendinde tanımlanan asgari %50 oranı sağlanamazsa Kurul'a başvuruda bulunulur. Kurul'dan bir defaya mahsus olmak üzere bir yıl süre tanınabilir. Verilen süre sonunda oran hala sağlanamamışsa esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirilmek üzere Kurul'a başvurulması gereklidir.

4.6. Yatırım Fonları

Yatırım Fonları; Kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanlı mülkiyet esaslarına göre, aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır.

a) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri,

b) Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu borçlanma senetleri ve hisse senetleri,

c) Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,

d) Kurul'ca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri,

e) Nakit değerlendirmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleri.

Tebliğde ayrıca nitelikli yatırımcı tanımı yapılmıştır Bu tanıma göre nitelikli yatırımcı; yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri ifade etmektedir.

Fon Türleri

Yatırım fonları, içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla aşağıdaki türlerde kurulabilir.

- i) Fon portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak,
 - a) Kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar “**Tahvil ve Bono Fonu**”,
 - b) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar “**Hisse Senedi Fonu**”,
 - c) Belirli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar “**Sektör Fonu**”
 - d) Kurul’un Seri:XI, No:1 sayılı Tebliği’nin 3 nolu ekinde tanımlanan iştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırmış fonlar “**İştirak Fonu**”
 - e) Belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatıran fonlar “**Grup Fonu**”
 - f) Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar “**Yabancı Menkul Kıymetler Fonu**”
 - g) Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar “**Kıymetli Madenler Fonu**”, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar “**Altın Fonu**”,
- ii) Portföyün tamamı;

h) Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin % 20'sinden az olmayan fonlar "**Karma Fon**"

i) Vadesine en fazla 180 gün kalmış likiditesi yüksek sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlar "**Likit Fon**"

j) Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar "**Değişken Fon**"

iii) Portföyün en az %80'i devamlı olarak;

k) Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısmından oluşan fonlar "**Endeks Fon**"

l) Diğer yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarından oluşan fonlar "**Fon Sepeti**" olarak adlandırılır.

Yukarıda sayılanlar dışında da, iç tüzüklerde belirtmek suretiyle, oluşturulacak portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri, Kurul'ca uygun görülmesi koşuluyla belirlenebilir.

Fon içtüzüklerinde belirtmek suretiyle, portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25'ini, devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınan KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar **A tipi**, diğerleri **B tipi** olarak adlandırılır ve bu tipler fon türleri ile birlikte belirtilir.

Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi ve kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar "**Özel Fon**", Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar ise "**Serbest Yatırım Fonları**" (**Hedge Funds**) olarak adlandırılır.

Katılma Belgeleri

Katılma belgesi, belge sahibinin kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup kaydi değer olarak tutulur. İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonlarının katılma belgeleri menkul kıymet sayılır.

Katılma Belgelerinin Fiyatları ve Pay Değeri

Katılma belgesi, temsil ettiği değerin tam olarak nakden ödenmesi şartıyla satılabilir. Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir.

A tipi fonlarda ve likit fonlar dışındaki B tipi fonlarda, katılma belgesi alım-satımlarında içtüzük hükümleri uyarınca verilen alım-satım emirleri, emrin verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İchtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydı ile aynı gün içinde iki fiyat açıklanabilir. Diğer fon türlerinden farklı olarak, serbest yatırım fonlarının payı fiyatları en az ayda bir kere hesaplanmak ve fon yatırımcılarına bildirilmek zorundadır. Bu fonların içtüzüklerinde katılma paylarının fona iadesi için pay fiyatlarının ilan süresinden daha farklı ve uzun süreler belirlenebilir.

Katılma Belgelerinin Alım-Satımı

Katılma belgesi sahipleri belgelerini fon içtüzüklerinde belirlenen esaslara göre fona iade etmek suretiyle paraya çevirebilirler. Ayrıca içtüzüğünde hüküm bulunmak şartı ile fon kurucusunun talebi ve Borsa'nın uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliği verilen fonların katılma belgeleri Borsa'da işlem görebilir.

Özel fonların ve serbest yatırım fonlarının katılma payları borsada işlem göremezler, özel fonların katılma paylarından fona geri dönenler ancak başlangıçta içtüzükte belirlenen kişi ve kuruluşlara satılabilir.

Fon içtüzüklerinde hüküm bulunmak ve kuralları belirlenmiş olmak koşuluyla katılma paylarının tasarruf sahipleri tarafından alım ve satımlarında komisyon uygulanabilir. Elde edilecek komisyon tutarı fona, kurucuya, yöneticiye veya katılma paylarının alım satımına aracılık eden kuruluşlara gelir olarak kaydedilir.

Pay Gruplarının Oluşturulması

Yatırım fonlarından alınan yönetim ücreti; portföy yönetim ücreti ve pazarlama satış dağıtım ücreti şeklinde bölünerek ve/veya fonlara giriş-çıkış komisyonları uygulanmak

suretiyle aynı fon çatısı altında farklı pay grupları oluşturulabilir. Bu ücretler ve komisyonlar fon, kurucu, yönetici ve katılma payı alım satımına aracılık eden kuruluşlar arasında paylaşılabilir.

Pay grupları oluşturan fonların kamuyu aydınlatmalarına ilişkin esas ve standartları belirlemeye Kurul yetkilidir.

Katılma Belgesi Alım Satımına Aracılık

Borsa'da işlem görmeyen katılma paylarının, aracılık amacıyla borsa dışında alım satımı fon içtüzüklerinde hüküm bulunması kaydıyla mümkündür. Bu durumda içtüzükte kurucu dışında alım satım aracılık edecek aracı kuruluşların belirtilmesi zorunludur. Serbest yatırım fonlarının katılma paylarının satışına aracılık edecek kurumların bu konuda yeterli bilgi ve deneyime sahip satış personeli istihdam etmeleri ve söz konusu fon satışlarının bu satış personeli tarafından gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Serbest yatırım fonlarının katılma paylarının alım satımı konusunda yetkili kuruluşlar, satış yapılan yatırımcıların bu Tebliğde belirlenen nitelikli yatırımcı vasıflarını haiz olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etmek ve düzenli olarak tutmakla yükümlüdürler.

Kurucu tarafından katılma belgelerinin fon adına alım satımı esastır. Kurucu, Borsa'da işlem gören katılma belgelerini ve özel fon katılma belgelerini kendi adına alıp satamaz. Bunlar dışında kalan katılma belgelerinin ise günlük olarak geri dönen miktarının azami %10'u kurucu tarafından kendi portföyüne alınabilir. Bu şekilde alınabilecek katılma belgelerinin toplamı, fonun toplam pay sayısının %10'unu aşamaz.

Aracılık amacıyla katılma belgelerinin Borsa dışında alım satımı için, kurucu ile alım satımı gerçekleştirecek kuruluşlar arasında, asgari şartları Kurul'ca belirlenmiş bir alım-satım aracılık sözleşmesi yapılması zorunludur.

Yatırım Fonlarının Yönetimi

Yatırım fonunun mal varlığı, kurucunun Kanun'dan, ilgili tebliğden ve fon içtüzüğünden doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluğunu karşılaması dışında hiçbir amaçla kullanılamaz. Fon malvarlığı rehin edilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilemez.

Fon Portföyüne İlişkin Sınırlamalar

Yatırım fonlarının yönetiminde aşağıdaki portföy sınırlamalarına uyulması şarttır:

a) Yatırım fonlarının, portföy değerlerinin %10'undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz.

b) Yatırım fonu tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına, bir yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya ait yatırım fonları ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamazlar.

c) Fon portföyüne borsaya kote edilmiş varlıkların alınması esastır. Ancak, kurucunun ve yöneticinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlerin, borsaya kote edilmesi şartıyla, ihraç miktarının azami %10'u ve fon portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapılabilir.

T.C. Merkez Bankası tarafından düzenlenen ihalelerden ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan halka arzlardan ihale veya ihraç fiyatlarıyla fon portföyüne menkul kıymet alınabilir. Bu duruma konu menkul kıymetlerin İMKB'ye kote ettirilmeleriyle birlikte alış fiyatları tescil ettirilir. Bu menkul kıymetler (a) bendinde yer alan sınırlama kapsamında değerlendirilmez.

d) Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınamaz.

e) Kurucunun ve yöneticinin,

- i. Sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışında kalan hissedarlarının,
- ii. Yönetim kurulu başkan ve üyelerinin,
- iii. Genel müdür ve genel müdür yardımcılarının,

ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerinin toplamı fon portföyünün %20'sini aşamaz.

f) Kurucunun ve yöneticinin doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı, fon portföyünün % 20'sini geçemez. Özel fonlarda, içtüzüğünde katılma belgesi yatırımcısı olarak tanımlanmış şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin toplam değeri fon portföy değerinin %25'i, bunlardan tek bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin toplam değeri ise fon portföyünün azami %5'i olabilir.

g) Kurucunun, yöneticinin ve bunların doğrudan ve dolaylı iştiraklerinin ortağı oldukları yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç olmak ve içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla, farklı türlerdeki yatırım fonlarının katılma belgeleri, borsa yatırım fonu katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fon portföyünün %10'una kadar portföye alınabilir. Portföye alınan yatırım fonu katılma belgelerinin veya borsa yatırım fonu katılma belgelerinin toplam tutarı, bu belgeleri çıkaran fonun toplam pay sayısının %20'sini aşamaz. Bir kurucuya ait olan ve/veya aynı yöneticinin yönetimindeki yatırım fonları toplu olarak, hiçbir yatırım fonu veya borsa yatırım fonunun toplam pay sayısının %30'undan fazlasına sahip olamazlar.

h) Portföydeki varlıklarının değerinin fiyat hareketleri ve rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle, fon içtüzüklerinde ve tebliğde belirtilen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç 30 gün içinde içtüzükte ve tebliğde belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkarmanın imkansız olması veya büyük zarar doğuracağı belirlenmesi halinde süre Kurul tarafından uzatılabilir. Bu süre sonunda Kurul'a başvurmayan veya süre verilmesi Kurul'ca uygun görülmeyen fonların türleri Kurul'ca resen değiştirilir ve ilan ettirilmesi sağlanır.

i) Fon, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz.

j) Yatırım fonları Kurulun Seri:V No:18 sayılı “Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği”nin 26. maddesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin en fazla %25’i tutarındaki menkul kıymetlerini ödünç verebilir veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ödünç verme ve alma işlemi en fazla 90 işgünü süre ile yapılabilir. Fon portföyünden ödünç verme işlemi, ödünç verilen menkul kıymetlerin en az %100’ü karşılığında nakit veya devlet iç borçlanma senetlerinden oluşabilecek teminatın fon adına saklayıcıda bloke edilmesi şartıyla yapılabilir. Teminat tutarının ödünç verilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %80’inin altına düşmesi halinde fon yönetimi teminatın tamamlanmasını ister. Yatırım fonunun taraf olduğu ödünç verme ve alma sözleşmelerine, fon lehine tek taraflı olarak sözleşmenin fesh edilebileceğine ilişkin bir hükmün konulması mecburidir.

Yatırım fonları İstanbul Altın Borsası Kıymetli Madenler Ödünç Piyasasında portföylerindeki kıymetli madenlerin piyasa değerlerinin en fazla %25’i tutarındaki kıymetli madenleri ödünç verebilir ve aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ayrıca, piyasada gerçekleşen ödünç işlemleri karşılığında ödünç alacaklarını temsil etmek üzere çıkarılan sertifikaları aynı oranda portföye alabilirler ve portföylerinde bulunan sertifikaları piyasada satarak portföyden çıkarabilirler. Kıymetli maden ödünç işlemleri ile kıymetli maden ödünç sertifikası alım-satım işlemleri söz konusu piyasadaki işlem esasları ile teminat sistemi çerçevesinde yapılır.

k) Endeks fonlarda, baz alınan endeksin kapsamının değiştirilmesi, portföyde bulunan menkul kıymetlerle ilgili olarak temettü ödemesi, faiz ödemesi ve bedelli hisse senedi ihracı, tutar artırım ve nakit girişleri nedeniyle portföyün büyümesi, katılma belgesi geri dönüşleri ve diğer nedenlerle oluşacak nakit ihtiyaçlarının karşılanması ve endeksi izlemeyi etkileyecek diğer hususların ortaya çıkması nedenleriyle portföyde değişiklik yapılması zorunlu olduğunda, söz konusu değişiklikler, içtüzükte belirlenen esaslar çerçevesinde portföye yansıtılır.

l) Özel fonlar için (d) ve (e) bentleri, fon sepetleri için (f) ve (g) bentleri, iştirak fonları için (e) ve (f), endeks fonlar hakkında, (a), (d), (e) ve (f) bentleri ile (b) bendinde yer alan %9'luk sınırlama, söz konusu menkul kıymetlerin baz alınan endekse dahil olması halinde uygulanmaz. (b) bendinde yer alan %20'lik sınırlamanın hesaplanmasında ise, endeks fonların portföyünde yer alan hisse senetleri baz alınan endekse dahil olması kaydıyla dikkate alınmaz.

m) Fonlar, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdemezler ve yönetimde temsil edilemezler.

n) Fon portföy değerinin en fazla %20'si nakit değerlendirmek üzere yapılan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemlerinden oluşur.

o) Borsa yatırım fonu katılma belgelerinin birincil piyasa işlemleri kapsamında yapılan hisse senetleri ve/veya katılma belgesi işlemleri sonucunda, fonun portföy yapısında bu maddenin (a), (b), (d), (e), (f) ve (g) bentleri hükümlerine aykırı durumların ortaya çıkması halinde, birincil piyasa işlemlerine yönelik olarak gereken emirlerin yetkilendirilmiş katılımcıya iletilmesi ve söz konusu aykırılıkların aynı işgünü içerisinde ortadan kaldırılması şartlarıyla, bu maddenin (a), (b), (d), (e), (f) ve (g) bentleri uygulanmaz.

Serbest yatırım fonları yukarıda yer alan portföy sınırlamalarına tabi değildir.

Fon Sepetleri İçin Özel Hükümler

Fon sepetleri için aşağıdaki hükümlere uyulması gerekmektedir.

- a) Tek bir yatırım fonuna ait katılma paylarının değeri fon portföyünün %10 unu aşamaz.
- b) Diğer fon sepetlerine ve portföyünün %10 undan fazlasını yatırım fonu katılma paylarına yatıran fonlara yatırım yapamaz.
- c) Fon portföyüne alınan yatırım fonu katılma payları veya borsa yatırım fonu katılma payları, bu payları çıkaran fonun toplam pay sayısının %20 sini aşamaz.

d) Kurucu, yönetici ve yönetim veya sermaye bakımından bunlarla doğrudan ya da dolaylı olarak bağlantılı olanlar tarafından kurulan veya yönetilen fonların katılma paylarının fon sepeti portföyüne dahil edilmesi halinde fon sepeti tarafından bu fonlara giriş ya da çıkış komisyonu ödenemez.

e) Fon portföyü, Kurulca kayda alınmış katılma paylarından oluşturulur.

Fon sepetlerine ilişkin izahname ve sirküler düzenleme esasları Kurulca belirlenir.

Fon sepetinde yer alan serbest yatırım fonlarına ait katılma paylarının değerinin, fon toplam değerinin %10 unu geçmesi halinde, bu fon sepetleri Tebliğde serbest yatırım fonları için belirlenen hükümlere tabi olurlar. Bu durumda yukarıda yer alan hükümler bu fon sepetleri için uygulanmaz.

Fonların Yapabilecekleri Diğer İşlemler

Fonlar aşağıdaki işlemleri yapabilirler.

a) Fon portföyüne riskten korunma ve/veya yatırım amacıyla döviz, kıymetli madenler, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemleri dahil edilebilir. Vadeli işlem sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı fon toplam değerini aşamaz. Portföye alınan vadeli işlem sözleşmelerinin fonun yatırım stratejisine ve karşılaştırma ölçütüne uygun olması zorunludur.

b) Sadece A tipi fonlar, katılma belgeleri geri dönüşlerinde oluşan nakit ihtiyacını karşılamak amacıyla, portföylerinde yer alan repo işlemine konu olabilecek menkul kıymetlerin rayiç bedelinin %10'una kadar İMKB repo ve ters repo piyasasından repo yapabilirler.

c) Fon varlığının %10'unu geçmemek üzere fon hesabına kredi alınmasına Kurul'ca izin verilebilir. Bu takdirde kredinin alınması ve geri ödenmesi aşamalarında Kurul'a bilgi verilir.

Serbest yatırım fonları bu maddede yer alan işlemleri, belirtilen sınırlamalara tabi olmaksızın fon içtüzüklerinde yer alacak yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde gerçekleştirebilirler.

İhtiyat ayrılması

İçtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydıyla hisse senedi fonlarında birim katılma belgesi fiyatının değer artış oranı bir gün önceki değerine göre %2 veya daha fazla olursa, %2'yi aşan kısmı; birim katılma belgesi fiyatının değer azalış oranı bir gün önceye göre %2 veya daha fazla olduğunda, %2'yi aşan değer azalışını karşılamak üzere ihtiyat olarak ayrılabilir. Söz konusu ihtiyat tutarı fon portföy değerinin %10'unu geçemez ve günlük olarak ilan edilir.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Yatırım Ortaklıklarının yapamayacakları işler nelerdir?

Soru 2. Yatırım ortaklıklarında kâr ne şekilde dağıtılır?

Soru 3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı nedir?

Soru 4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hangi amaçla kurulur?

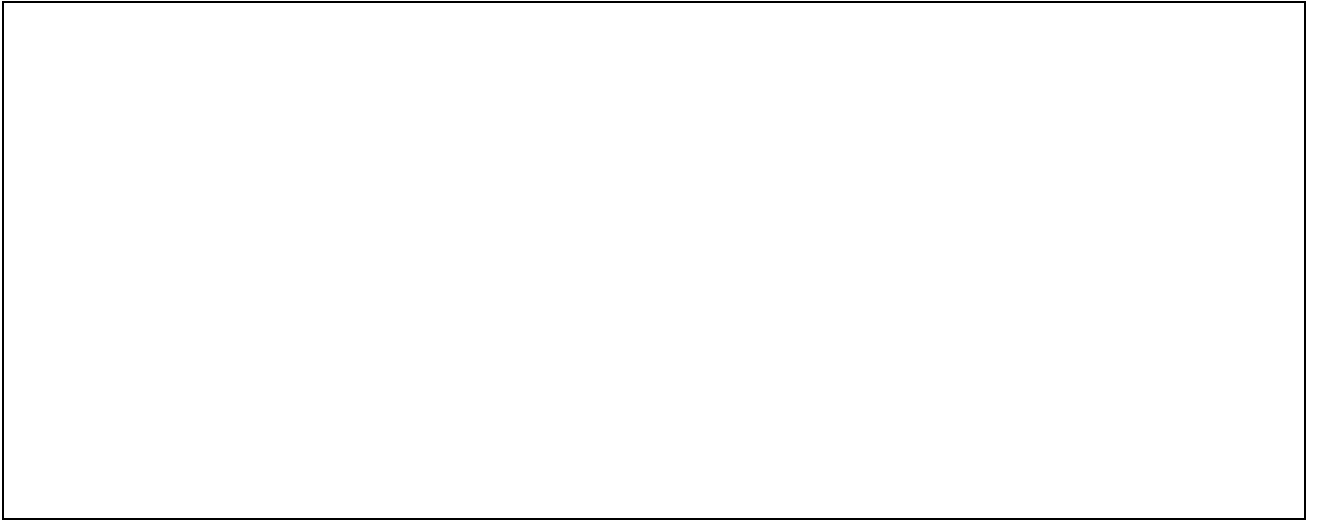
Soru 5. Yatırım Fonları kimler tarafından kurulabilir?

5. ANONİM ŞİRKETLER

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 5.1.**
- 5.2.**
- 5.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

5.1. Genel Olarak

Türk Hukukunda şirketlere ilişkin düzenlemeler Borçlar Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) yer almaktadır.

Borçlar Kanunu adi şirketi düzenlemiştir. Borçlar Kanunu'nun 520. Maddesinde şirket, iki veya daha fazla kişinin emek ve mallarını ortak bir amaca ulaşmak için birleştirdikleri bir akit olarak tanımlanmıştır. Şirket için tanıtımda sadece "ortak bir amaç ifadesi" kullanılmış olmakla birlikte, bir şirketin varlığından söz edebilmek için bu amacın kazanç sağlamaya yönelik olması gerekir.

Borçlar Kanunu'nun 520. Maddesinin ikinci fıkrasında bir şirketin Türk Ticaret Kanunu'nda belirtilen nitelikleri taşıyamaması durumunda adi şirket sayılacağı ifade edilmiştir. Buna göre Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenen şirketlerin niteliğini taşımayan şirket adi şirket sayılıp Borçlar Kanunu hükümlerine tabi olmaktadır. Adi şirketlerin tüzel kişiliği yoktur. Bu şirketlerin kuruluşu da herhangi bir şekle tabi değildir.

Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenen şirketler ise ticaret şirketleridir. Türk Ticaret Kanunu'nda kollektif, komandit, limited ve anonim şirketler düzenlemiştir. Ticaret şirketlerinin tüzel kişiliği bulunmaktadır. Bu şirketlerinin kuruluşu şekil şartlarına tabidir.

Ekonomik hayattaki işlevi açısından bu şirketler arasında en fazla önemi anonim şirketler taşımaktadır. Sermaye piyasasının da önemli kurumlarından olan anonim şirketlerin tanımı ve kuruluşuyla ilgili olarak Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan düzenlemeler özetlendikten sonra sermaye piyasası mevzuatının anonim şirketlerle ilgili düzenlemeleri ana hatlarıyla aşağıda açıklanmıştır.

5.2. Anonim Şirketin Tanımı

Türk Ticaret Kanunu anonim şirketi, bir unvana sahip, esas sermayesi muayyen (belli) ve paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mal varlığı ile sorumlu bulunan şirket

olarak tanımlamıştır. Anonim şirket ortaklarının sorumlulukları taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlıdır.

Tanımdan da anlaşılacağı üzere anonim şirketin kendisine ait bir unvanı bulunmakta olup sermayesi bellidir ve paylara bölünmüştür. Bu sermaye özel kanunlarda aksine hüküm olmadıkça 5.000 TL'den az olamaz ve bu miktar Bakanlar Kurulunca on katına kadar arttırılabilir. Nitekim Bakanlar Kurulu 22.12.2001 tarihli kararı ile bu tutarı 50.000 TL'ye (50.000.000.000 TL) yükseltmiştir. Dolayısıyla anonim şirketler en az 50.000 TL sermaye ile kurulabilirler. Her payın sermayenin belli bir oranını temsil eden bir nominal değeri bulunur. Hisse senetlerinin itibarî kıymeti en az bir Yeni Kuruştur. Bu kıymet ancak en az birer Yeni Kuruş olarak yükseltilebilir. Bu miktar Bakanlar Kurulunca yüz katına kadar arttırılabilir.

Anonim şirket ortaklarının sorumlulukları şirkete koymayı taahhüt ettikleri sermayeyi getirmeleri ile sona erer. Bir başka deyişle, ortakların taahhüt ettikleri sermaye payları dışında ortaklığın borçlarından dolayı bir sorumlulukları yoktur.

Anonim şirketler kanunen yasak olmayan her türlü iktisadi amaç ve konu için kurulabilirler, ancak şirketin esas sözleşmesinde şirketin konusunun sınırlarının açıkça gösterilmesi şarttır (TTK md. 271). Şirketin konusu şirketin hak ehliyetinin sınırlarını belirlemekte olup şirket ancak esas sözleşmede belirtilen konusu çerçevesinde haklar ve borçlar edinebilir.

5.3. Anonim Şirketlerin Kuruluşu

Anonim şirketler, ani ve tedrici olmak üzere iki şekilde kurulabilir. Ani kuruluşta şirket sermayesinin tamamı kurucular tarafından taahhüt edilir. Tedrici kuruluşta ise şirket sermayesinin bir kısmı kurucular tarafından taahhüt edilirken kalan kısım için halka başvurulur.

Ani kuruluş, şirket esas sözleşmesinin düzenlenmesi, Sanayi ve Ticaret Bakanlığından izin alınması ve ticaret siciline tescil ve ilan aşamaları ile gerçekleşmektedir. Tedrici kuruluşta bu aşamalara ek olarak Bakanlıktan izin alınmasından sonra halka başvuru aşaması

bulunmaktadır. Türk Ticaret Kanunu'nda anonim şirketlerin kuruluş aşamalarından biri olarak düzenlenmiş bulunan mahkeme tasdiki 24.06.1995 tarih ve 559 Sayılı Kanun Hükmünde Karaname ile kaldırılmıştır. Ayrıca, 17.06.2003 tarih ve 25141 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak aynı gün yürürlüğe giren 4884 sayılı Kanun ile de Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nca yayımlanacak tebliğle faaliyet alanları tespit ve ilan edilecek anonim şirketler dışında kalan anonim şirketlerin, kuruluş ve ana sözleşme değişikliklerinde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alma aşaması kaldırılmıştır.

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın 18.06.2003 tarih ve 5100 sayılı yazısında, Bakanlık iznine tabi anonim şirketler şu şekilde sayılmıştır :

- Bankalar
- Özel Finans Kurumları
- Döviz Büfesi İşleten Şirketler
- Sigorta Şirketleri
- Umumi Mağazacılıkla Uğraşan Şirketler
- Finansal Kiralama Şirketleri
- Faktoring Şirketleri
- Holding Şirketler
- SPK'ya Tabi ve Halka Açık Şirketler
- Serbest Bölge Kurucusu ve İşleticisi Şirketler

Yukarıda belirtilen anonim şirketler dışında kalan anonim şirketlerin kuruluş ve ana sözleşme değişiklikleri Bakanlık iznine tabi değildir.

Bir anonim şirketin kurulabilmesi için şirkette pay sahibi en az beş kurucunun bulunması gerekir. Kurucular şirket esas sözleşmesini hazırlarlar. Yazılı şekilde düzenlenmesi gereken şirket esas sözleşmesinin Türk Ticaret Kanunu'nda belirtilen unsurları içermesi gereklidir. Şirket esas sözleşmesinin hazırlanmasından sonra kuruluş izninin alınmasının gerekli olduğu durumlarda izin almak için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na başvurulur. Bundan sonra ticaret siciline tescil ve ilan aşaması gelmektedir. Şirket ticaret siciline tescil ile tüzel kişilik kazanır.

Tedrici kuruluşta bu aşamaların yanısıra halka başvuru ve kuruluş genel kurulunun toplanması aşamaları bulunmaktadır. Bu aşamada sermayenin kurucular tarafından taahhüt edilmeyen kısmı için halka başvurularak, halk şirkete ortak olmaya çağrılır. Tedrici kuruluşta halka başvuru aşaması bulunduğu için anonim şirketlerin tedrici şekilde kuruluşu sermaye piyasası mevzuatı kapsamına da girmektedir. Dolayısıyla bu konuda sermaye piyasası mevzuatının konuyla ilgili hükümlerini de dikkate almak gerekir.

5.4. Sermaye Piyasası Mevzuatında Anonim şirketler

5.4.1. Halka Açık Anonim şirketler

Sermaye Piyasası Kanunu, hisse senetleri halka arzedilmiş olan veya halka arzedilmiş sayılan anonim şirketleri halka açık anonim ortaklık olarak tanımlamıştır.

Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi, hisse senetlerinin borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade etmektedir.

Halka arzedilmiş sayılmak için ise ortak sayısı esas alınmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 11. maddesi pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz olunmuş sayılacağını ve bu ortaklıkların halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olacağını düzenlemiştir. Az sayıda ortakla kurulan bir anonim şirketin ortak sayısı şirketin paylarının zamanla veraset yoluyla birden fazla kişiye geçmesi ya da bazı ortakların hisselerini parça parça üçüncü şahıslara satmaları sonucunda çok daha fazla kişiye dağılmış olabilir.

Dolayısıyla, kendi iradesiyle hisse senetlerini halka arz eden şirketlerin yanısıra şirketteki pay sahibi sayısının çeşitli şekilde artabileceği gözönüne alınarak pay sahibi sayısının 250'yi aşması durumunda bu şirketlerin de halka açık şirket haline geldiği kabul edilmiş ve bu şirketler de Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına alınmıştır.

Şirketler ortak sayılarını, ortak kayıt defteri, genel kurula katılanlar cetveli, kâr payı dağıtımına dair muhasebe kayıt ve belgeleri, kuruluş ve sermaye artırımında başvuran ortaklara ilişkin kayıt ve belgelerle, ortaklığın ortaklarla ilişkilerine ait diğer işlemler sırasında belirleyebilirler.

Şirketlerin halka açılması ya da halka açık şirketlerin ve halka sunulan hisse senetlerinin çoğalması şu kaynaklardan olur;

a) Doğrudan doğruya halka açık şirketlerin kurulup halka hisse senedi arz etmesi:

Enflasyonun aşırı olmadığı, faiz oranlarının çok yüksek olmadığı dönemlerde halkın tasarruf ve yatırım gücü yeterli ise bu yolla halka açılmak mümkündür.

b) Kapalı şirketlerin halka açılması iki yolla olabilir:

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

- Kapalı şirketlerin yeni ve büyük projeleri gerçekleştirmek amacıyla ve halka açılmak suretiyle sermaye artırımını yapmaları ve yeni payları halka arz etmeleri.

c) Kapalı şirketleri halka açmadan, sahipleri tarafından holdingler kurulması:

Holding hisse senetlerine çekicilik kazandırmak için mevcut kârlı şirketlerin hisselerinin bir bölümünün holdinge devredilmesi, bu hisseler karşılığında holdingden yönetime hakim olacak miktarda hisse alınması; holdingin geri kalan hisselerinin halka açılması suretiyle toplanacak yeni fonlarla holdinge bağlı yeni şirketler kurulması,

d) Halka açık şirketlerin sermaye artırımları:

Sermaye artırımlarında prensip olarak artırılan sermayeden yeni pay alma hakkı eski ortaklara aittir ve eski ortaklar bu haklarını eski hisseleri oranında kullanabilirler ki buna "rüçhan hakkı"

denir. Rüçhan hakkı kullanıldıktan sonra satın alınmayan yeni payların tasarruf sahiplerine satılması sonucu Şirketin ortak sayısı artar.

5.4.2. Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı ve Kayıtlı Sermaye Sistemi

Türk Ticaret Kanunu'na göre anonim Şirketlerin sermaye arttırımı uzun süren formaliteleri gerektirmektedir. Sermaye piyasası mevzuatı ile getirilen kayıtlı sermaye sistemi sermaye arttırımında bu formaliteleri azaltmakta ve süreci kısaltmaktadır. Sermaye arttırımında sermaye piyasası mevzuatı ile getirilen kayıtlı sermaye sistemine ilişkin düzenlemeler anlatılmadan önce Türk Ticaret Kanunu'nun sermaye arttırımına ilişkin düzenlemelerine ana hatlarıyla aşağıda yer verilmiştir.

5.4.2.1. Türk Ticaret Kanunu'na Tabi Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı

Anonim Şirketler değişik Şekillerde sermaye arttırımı yapabilirler. Sermaye arttırımı bedelli yapılabileceği gibi bedelsiz de yapılabilir. Bedelli arttırım da çıkarılan yeni hisse senetleri karşılığında Şirkete yeni sermaye girişi olmaktadır. Bedelsiz sermaye arttırımlarında ise Şirkete yeni kaynak girişi olmaz. Bedelsiz arttırım;

- Olağanüstü yedeklerin sermayeye eklenmesi,
- Geçmiş yıl karlarının sermayeye eklenmesi,
- Yeniden değerleme sonucu oluşan fonun sermayeye eklenmesi,
- Maliyet artışı fonunun sermayeye eklenmesi,
- Gayrimenkul ve iştirak hisselerinin satışından doğan k rın sermayeye eklenmesi, Şeklinde yapılabilir.

Anonim Şirketler esas sermayesinin tamamı ödenmedikçe yeni hisse senedi çıkarmak suretiyle sermayenin arttırılmasına karar veremez.

Sermaye arttırımı esas olarak bir esas sözleşme değişikliği olmakla birlikte taşıdığı önem sebebiyle Türk Ticaret Kanunu'nda ayrıca düzenlenmiştir. TTK'ya göre anonim şirketlerin sermaye artırımında şu aşamalar mevcuttur.

- Sermaye artırımında ilk olarak sermaye arttırımı nedeniyle değiştirilmesi gereken esas sözleşme maddeleri hazırlanarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na izin için başvurulur. Ancak 4884 sayılı Kanun'la Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nca yayımlanacak tebliğle faaliyet alanları tespit ve ilan edilecek anonim şirketler dışında kalan anonim şirketlerin, kuruluş ve ana sözleşme değişikliklerinde (dolayısıyla sermaye arttırmalarında) Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alma mecburiyeti kaldırılmıştır.
- Esas sözleşme değişikliği için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alınmasının gerekli olduğu durumlarda, gerekli iznin alınmasından sonra, yoksa ilk aşama olarak genel kurul toplanarak sermaye arttırım kararı alır.
- İmtiyazlı pay sahiplerin bulunması durumunda genel kurul kararından ayrı olarak bunların da toplanarak kendi kurullarında karar almaları gerekir.
- Sermaye arttırım kararı yerine getirilir.
- Sermaye arttırımı için yapılan esas sözleşme değişikliği Ticaret Siciline tescil ve ilan ettirilir.

5.4.2.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Şirketlerde Sermaye Arttırımı ve Kayıtlı Sermaye Sistemi

Halka açık anonim ortaklıkların sermaye arttırmalarında da bu aşamalar geçerli olmakla birlikte bu şirketlerin sermaye artırımında bir takım ek düzenlemeler mevcuttur.

Halka açık anonim şirketlerce çıkarılan yeni hisse senetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nca (Kurul) kayda alınması gerekir. Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi anonim şirketlerin hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve satılmasına ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri I No:26 sayılı Tebliği'nde düzenlenmiştir. Hisse senetlerinin halka satış süresi Kurul'ca belirlenir. Kurul satış süresi içinde satılmayan hisse senetlerinin satın

alınacağı ve bedellerinin ödeneceğine ilişkin bir taahhüt istemektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi gerekir. Satılan hisse senetlerinin alıcılara teslim süresi de düzenlenmiştir.

Kayıtlı sermaye sistemine geçen şirketler açısından sermaye artırımı süreci kısalmaktadır. Sermaye Piyasası mevzuatı ile getirilen kayıtlı sermaye sisteminin esasları aşağıda açıklanmıştır.

5.4.3. Kayıtlı Sermaye Sistemi

Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan ortaklıklar, Kurul'dan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler. Bu halde ortaklığın esas sermayesi çıkarılmış sermaye olur ve kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın sermaye artırılabilir

Kayıtlı Sermaye, Ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanunu'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın çıkarabileceği azami hisse senedi miktarını gösteren, Ticaret Siciline tescil edilmiş sermayeleridir.

01.01.2007 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, finans piyasasında faaliyet gösteren şirketlerin halka açılma ve kayıtlı sermaye sistemine geçme başvurularına (halka açılmak üzere daha önce kayıtlı sermaye sistemine geçmiş veya kayıtlı sermaye sistemine geçmek üzere başvuruda bulunmuş olan şirketler ve yatırım ortaklıkları hariç) izin verilebilmesi için gerekli olan asgari ödenmiş sermaye tutarı 26.500.000 TL olarak belirlenmiştir.

Çıkarılmış Sermaye, Kayıtlı sermayeli ortaklıkların satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayeleridir. Ortaklığın çıkarılmış sermayesinin unvanının yer aldığı tüm belgelerde belirtilmesi gereklidir.

Kayıtlı sermaye sistemine ortaklığın kabulü ve kayıtlı sermaye tavanı tespiti Kurul iznine tabidir. Ancak kayıtlı sermaye tavanı yeniden değerlendirme değer artış fonu ve maliyet artış fonunun sermayeye ilavesi ile aşılabılır. Bu takdirde çıkarılmış sermaye yeni kayıtlı sermaye tavanı olarak tescil ettirilir. Bunun dışındaki iç kaynaklar veya nakdi artırım ile kayıtlı sermaye tavanı aşılamaz.

Sermaye Piyasası Kurulu kayıtlı sermaye tavanının aşılması ile ilgili olarak daha sonra aldığı ilke kararları ile kayıtlı sermaye sisteminde bulunan anonim ortaklıkların,

- ✓ iştirak hisseleri ile gayrimenkul satış kazançlarının sermayeye ilavesi nedeniyle kayıtlı sermaye tavanının aşılabileceğine, ancak yapılacak ilk genel kurul toplantısında kayıtlı sermaye tavanı artırımını kararı için Kurul'a başvurulması gerektiğine,
- ✓ genel kurul toplantısında, temettüün sermayeye ilave edilmesi kararı almaları halinde, temettüün sermayeye ilavesi ile kayıtlı sermaye tavanının aşılabileceğine ve bu takdirde çıkarılmış sermayenin yeni kayıtlı sermaye tavanı olarak tescil edilmesine, tescil işleminin temettüün sermayeye ilave edilmesine ilişkin Yönetim Kurulu kararının alınmasından itibaren 3 ay içinde tamamlanmasına,
- ✓ emisyon primlerinin sermayeye eklenmesi suretiyle kayıtlı sermaye tavanının aşılabileceğine karar vermiştir.

5.4.4. Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçiş

Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmek isteyen ortaklıkların, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin aldıktan sonra esas sözleşmelerine bu konuda hüküm koymaları ve bu amaçla sözleşmelerinin ilgili bölümlerinde bu sistemden yararlanmayı sağlayacak değişiklikleri yapmaları gerekir. Kayıtlı sermaye sistemine geçişte aşağıdaki aşamalar mevcuttur.

- a) Kurul'a Başvuru: Ortaklıklar kayıtlı sermaye sisteminden yararlanma ve tavan belirlenmesi için Tebliğ'de sayılan belgelerle Kurul'a başvuruda bulunur.
- b) Kurul'ca İnceleme ve İzin: Kurul gerekli incelemeleri yaptıktan sonra sonuç olumlu ise izin verir. Her ortaklığın kayıtlı sermaye tavanı, ortaklığın önerisi de dikkate alınarak, mevcut

durum, ödenmiş (çıkarılmış) sermaye, gelişme ve genişleme planları esas alınarak Kurul'ca belirlenir.

c) Sanayi ve Ticaret Bakanlığı İzni: Kurul izninden sonra izin belgesi ve Kurul'ca onaylı esas sözleşme tadil tasarısı ile birlikte esas sözleşme değişikliği için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alınır⁷.

d) Genel Kurul Kararı: Esas sözleşme değişikliğini görüşmek üzere genel kurul toplantıya çağrılarak esas sözleşme değişikliği karara bağlanır.

e) Ticaret Siciline Tescil ve İlan: Genel kurulca karar alındıktan sonra esas sözleşme değişiklikleri Ticaret Siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'de ilan edilir.

5.4.5. Kayıtlı Sermaye Sisteminden Çıkma ve Çıkarılma

- Ortaklıklar, Kurul'dan izin alarak sistemden çıkabilir.

Ayrıca, Ortaklıklar;

- Kayıtlı sermaye sistemine geçiş niteliklerini kaybettiklerinde,

- Ortaklık yapısı nedeniyle bu sisteme ihtiyaç duymaksızın sermaye artırımlarını kolay olarak yapabilecekleri durumlarda,

- Kayıtlı sermaye sistemini amacı dışında, ortaklar ve diğer tasarruf sahiplerinin istismarına yolaçacak şekilde kullanıldığının belirlenmesi halinde Kurul tarafından sistemden çıkarılabilirler.

Sistemden çıkan veya çıkarılan ortaklıklar çıkış tarihinden itibaren en az 2 yıl geçmeden yeniden sisteme kabul edilmezler. Ancak ortaklık yönetiminin değişmesi veya kayıtlı sermaye sisteminden çıkma veya çıkartılma sebeplerinin ortadan kalktığına tespiti durumunda 2 yıllık sürenin dolması beklenmeden ortaklığın yeniden kayıtlı sermaye sistemine geçişine Kurul'ca izin verilebilir.

⁷ Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi ve halka açık şirketlerin ana sözleşme değişiklikleri –dolayısıyla sermaye artırımları– Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın iznine tabidir.

5.4.6. Yönetim Kuruluna Tanınabilecek Yetkiler

Esas sözleşmede yer alması kaydıyla kayıtlı sermaye sistemini kabul etmek isteyen ortaklıklar

Yönetim Kuruluna aşağıdaki konularda yetki verebilirler.

- İmtiyazlı veya itibari değerinin üzerinde hisse senedi çıkarılması,
- Pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması (Yeni pay alma hakkını kısıtlama yetkisi, pay sahipleri arasında eşitsizliğe yolaçacak şekilde kullanılamaz.).
- İmtiyazlı hisse senedi sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alınması.

Yönetim kurulunun yukarıdaki konularda aldığı kararlar aleyhine, iptal davası açılabilir. Yönetim Kurulu kendilerine tanınan yetkiler dahilinde aldıkları kararlar ile alınan kararlar aleyhine iptal davası açılması halinde durumu Kurula bildirmekle yükümlüdürler.

5.4.6.1. Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı

Anonim şirketlerde kâr dağıtımı konusunda Türk Ticaret Kanunu bazı esaslar koymuş, Sermaye Piyasası Kanunu ise halka açık şirketlerde kâr dağıtımında bazı yeni hükümler getirmiştir. kâr dağıtımı konusunda Türk Ticaret Kanunu ve halka açık şirketler açısından Sermaye Piyasası Kanunu'nun yanısıra vergi kanunları da dikkate alınmalıdır.

Anonim şirketlerde kâr dağıtımı konusu, Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim ortaklıklar ile Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi anonim ortaklıklar açısından aşağıda açıklanmıştır.

Türk Ticaret Kanunu'na Tabi Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı

TTK'ya tabi şirketlerde kâr payı dağıtımı aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Dönem Ticari Karı
(-) Kurumlar Vergisi ve Diğer Yasal Yükümlülükler
Net Dönem Karı (Vergiden Sonraki Kar)
(-) Geçmiş Yıl Zararları
(-) I.Tertip Kanuni Yedek Akçe (TTK 466/I) Safi kârın yirmide biri (Ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya kadar)
(-) İşletmede Bırakılması Zorunlu Fonlar
Dağıtılabilir Net Dönem Karı
(-) Ortaklara Birinci Temettü (TTK 466/III) (Pay sahiplerine ödenmiş sermayenin % 5'i oranında ödenir.)
(-) Ana sözleşme hükümlerince kuruculara, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, personele dağıtılan kâr payı
(-) Ortaklar İkinci Temettü
(-) II. Tertip Kanuni Yedek Akçe Birinci temettü ayrıldıktan sonra pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılan kısmın onda biri (TTK Md.466/III)
(-) İhtiyari Yedek Akçeler (Statü Yedekleri, Diğer Yedekler, Olağanüstü Yedekler)

TTK'nın 469. Maddesinde kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle kanun ve esas mukavele hükmünce ayrılması gerekli diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça kâr payı dağıtılamayacağı ifade edilmiştir. Buna göre kâr dağıtımından önce bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi gerekmektedir.

Dönem Ticari Karı: Şirketlerin gelir tablosunda yer alan kar, vergi ve yasal yükümlülüklerden önceki kardır.

Dönem Net Karı: Dönem ticari karından hesaplanan vergi ve diğer yasal yükümlülükler düşülerek dönem net karına ulaşılır. Ancak verginin üzerinden hesaplandığı matrah -mali kar- dönem ticari karından farklıdır. Bir başka deyişle vergi, mali kâr üzerinden hesaplanmakta, kâr dağıtımında ise mali kâr değil ticari kâr dikkate alınmaktadır.

Ticari kâr ile mali kâr arasında vergi muafiyet ve istisnaları ile vergi açısından kabul edilmeyen giderler nedeniyle fark oluşmaktadır. Dönem ticari karına/karından vergi kanunları çerçevesinde gerekli eklemeler ve indirimler yapıldıktan sonra bulunan matrah üzerinden hesaplanan vergi ile diğer yasal yükümlülükler düşüldükten sonra dönem net karına ulaşılır.

Geçmiş Yıl Zararları: Dönem ticari karından vergi ve diğer yasal yükümlülükler düşüldükten sonra bulunan dönem net karından varsa geçmiş yıllar zararı indirilir.

I. Tertip Kanuni Yedek Akçe: TTK'un 466/I fıkrasında her yıl safi kârın yirmide birinin ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya kadar umumi yedek akçe olarak ayırmalarının zorunlu olduğunu düzenlemiştir. Türk Ticaret Kanunu kanuni yedek akçe için ödenmiş sermayenin beşte birine kadar gibi bir sınır çizmiş olmakla birlikte aynı maddede bu sınıra birtakım istisnalar getirmiştir. TTK 466/II'ye göre kanuni sınıra ulaşıldıktan sonra dahi bu akçeye aşağıdaki paralar eklenir.

- ✓ hisse senedi ihraç primleri
- ✓ hisse senedi iptal karları
- ✓ ikinci tertip yedek akçe

İşletmede Bırakılması Gereken Fonlar: Mevzuat gereği dönem karından işletmede bırakılması gereken ihtiyat ve karşılıklar, işletmenin mali yapısını güçlendirmek amacıyla oluşturulan fonlardır (finansman fonu, yenileme fonu vb.).

Ortaklara Birinci kâr Pay: Türk Ticaret Kanunu'na göre pay sahiplerine % 5 oranında kâr payı ödenir. Ana sözleşmede tanınan ayrıcalıklar saklı kalmak kaydıyla her pay sahibi kara

sermaye payı oranında katılır. Ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa kâr payının hesaplanmasında esas sermayeye mahsuben ortağın şirkete yaptığı ödemeler esas alınır. (TTK m 455-456) Yukarıda da belirtildiği üzere kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle kanun ve esas mukavele hükmünce ayrılması gerekenler ayrılmadıkça kâr payı dağıtılamaz.

Diğer Kişilere Dağıtılacak kâr Payı: Ortaklara birinci temettü dağıtıldıktan sonra esas sözleşmedeki hükümlere göre diğer kişilere de (yönetim kurulu üyeleri, personel vb.) kâr payı ödemesi yapılır.

Ortaklara İkinci kâr Payı: Ortaklara dağıtılmasına karar verilen ikinci tertip kâr payıdır.

İkinci Tertip Kanuni Yedek Akçe: Birinci temettü ayrıldıktan sonra pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılan kısmın onda biridir.

Bunların dışında ihtiyari yedek akçe ayrılabilir.

5.4.6.2. Halka Açık Şirketlerde Kâr Dağıtımı

Halka açık şirketlerin kâr dağıtım hesaplaması aşağıda özetlenmiştir:

- Yasal kayıtlarda yer alan net dönem kârından (vergi sonrası kâr),varsa geçmiş yıl zararlarının düşülmesi suretiyle bulunan tutarın %5'i TTK'nın 466'ncı maddesi çerçevesinde birinci tertip yasal yedek akçe olarak ayrılır.
- Net dağıtılabılır dönem kârı, net dönem karından, (varsa) geçmiş yıl zararlarının ve birinci tertip kanuni yedek akçenin düşülmesinden sonra kalan tutardır. Net dağıtılabılır dönem karı üzerinden Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen oran ve miktarda birinci temettü ayrılır.
- Net dönem karından (varsa) geçmiş yıl zararları ile birinci tertip yasal yedek akçe ve birinci temettü düşüldükten sonra kalan kısımdan, varsa kardan pay almaya imtiyazı olan pay sahiplerine dağıtılacak tutar ayrılır.
- Pay sahipleri ile kâra iştirak eden diğer kişilere dağıtılan kârın, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin %5'i düşüldükten sonra kalan kısmının onda biri TTK'nın 466'ncı maddesinin ikinci fıkrasının (3) numaralı bendi uyarınca ikinci tertip yedek akçe olarak ayrılır. İkinci tertip kanuni yedek akçenin, SPK'ca belirlenen oranda hesaplanan birinci temettü tutarını azaltmayacak şekilde ve bu tutardan ayrı olarak, net dağıtılabılır dönem karının kalan

kısmından ayrılması zorunludur. Net dağıtılabılır dönem karının tamamının birinci temettü olarak ayrılması ve dağıtılmasına karar verilmesi durumunda, sadece bu durumla sınırlı olmak üzere ikinci tertip yasal yedek akçe net dağıtılabılır dönem karının (1/11)'i oranında ayrılır.

- Ortaklara dağıtılacak birinci temettünün azalmamasını teminen, SPK'nın Seri:IV, No:27 sayılı Tebliğinin 7'nci maddesinin 2'nci fıkrasının (b) bendinde belirtilen "yıl içinde yapılan bağışların Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15.maddesinin son fıkrası kapsamına girmemesi"ne ilişkin hüküm çerçevesinde, ilgili hesap yılı içinde yapılan bağışların birinci temettüe esas net dağıtılabılır dönem karının matrahına eklenmesi ve birinci temettünün bu matrah üzerinden hesaplanması gerekmektedir.

- Konsolide mali tablolarda net dağıtılabılır kârın hesaplanmasında, söz konusu mali tablolarda yer alan kâr içinde görünen bağlı ortaklık, müşterek yönetime tabi ortaklık ve iştiraklerden ana ortaklığın konsolide mali tablolarına intikal eden, ancak genel kurullarınca kâr dağıtım kararı alınmamış olanların kâr tutarları dikkate alınmaz.

-

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 05.05.2006 tarih ve 21/537 sayılı ilke kararıyla halka açık şirketlerde kâr dağıtımını hususu detaylı olarak açıklanmış ve örneklendirilmiştir.

5.5. Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Unsurları

Menkul Kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır (SPK, md.3).

Yukarıdaki tanıma göre menkul kıymetin unsurları aşağıdaki şekilde sıralanabilir.

- Menkul kıymetlerin tanımında en önemli unsur kıymetli evrak olmalarıdır. Kıymetli evrak niteliğindeki bir belgenin temsil ettiği hak belgeden ayrı olarak kullanılamayacağı ve devredilemeyeceği gibi, hakkı elde tutarak belgeyi devretmek de mümkün değildir. Bu hak ancak senet ibraz edilerek kullanılır ve senet devredilerek devredilir.

- Standart ve yuvarlak meblağlı, misli nitelikte, belli şekil şartlarını haiz kıymetlerdir.

- Çok sayıda ihraç edilip, halka arz edilen kitle senetleridir. Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmezler.

- Az veya çok devamlılık arz eder, alacak ya da ortaklık haklarını temsil ederler.
- Periyodik (dönemsel) gelir sağlarlar.
- Her birinin bir itibari (nominal-üzerinde yazılı) değeri, bir de piyasada arz ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır. Tahviller, ihraç eden tüzel kişi tarafından vade sonunda nominal değer üzerinden ödendikleri için piyasa değerleri genellikle nominal değerinin fazla altında veya üstünde oluşmaz.
- Menkul kıymetler nama (registered) ve hamiline (bearer) yazılı olabilirler. Hamiline yazılı kıymetler para gibidir, kimin elinde ise onun malı sayılır, sadece teslimle sahip değiştirir. Nama yazılı kıymetlerde ise ciro hanesi vardır, buraya ciro işlemi kaydedilir.
- Yatırım amacı ile kullanılır.

Menkul kıymetler olarak;

- hisse senetleri
- hisse senedi türevleri,
- geçici ilmühaberler,
- yeni pay alma kuponları,
- tahviller
- tahvil türevleri,
- tahvil faiz kuponları,
- hazine bonoları,
- katılma intifa senetleri,
- kâr ve zarar ortaklığı belgeleri,
- banka bonoları,
- banka garantili bonolar,
- finansman bonoları,
- varlığa dayalı menkul kıymetler,
- gelir ortaklığı senetleri,

- gayrimenkul sertifikaları,
- tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri,
- Borsa yatırım fonu katılma belgeleri
- içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgelerini sayabiliriz.

5.5.1. Diğer Sermaye Piyasası Araçları

Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Ancak çek, poliçe, nakit, bono ile mevduat sertifikaları sermaye piyasası aracı olarak sayılmamaktadır.

5.6. Hisse Senetleri

5.6.1. Hisse Senetlerinin Tanımı ve Nitelikleri

Literatürde esham, aksiyon veya pay senedi olarak da adlandırılan hisse senetleri; anonim ortaklıkların ihraç ettikleri, anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip senettir. Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler de hisse senedi çıkarabilmekte ancak bunlar halka arz yoluyla satılamamaktadır (SPK, md.4). Kooperatifler ise kıymetli evrak niteliğine sahip olmayan ortaklık senedi çıkarabilmektedirler.

5.6.2. Pay (Hisse) Kavramı

- Pay, esas sermayenin belirli sayıda, eşit itibari değerlere bölünmüş parçalarını ifade etmektedir.

- Pay, şirkette payı olan kimseye pay sahipliği sıfatını kazandırır.

- Pay, kıymetli evrak olan hisse senetlerini ifade etmek üzere kullanılmakla birlikte asıl olan payın kendisidir. **TTK'da** payın senede bağlanması zorunluluğu getirilmemiştir. Payın senede bağlanmasını ifade eden hisse senedi (pay senedi) düzenlenmeden önce de pay vardır ve senede bağlanması zorunlu değildir. Tüm haklar ve borçlar paya bağlı olup payın senede bağlanması,

paya bağlı hakların ve borçların, varsa imtiyazların gerek özünde gerekse kullanımında bir değişiklik yaratmaz.

- Pay senede bağlanmadan da kazanılabilir, devredilebilir ve rehin edilebilir. Payın senede bağlanması, aslında devir kabiliyeti bulunan payın, devir şeklini değiştirir ve bağlandığı senedin çeşidine göre devir hızını artırır.

- Sermaye Piyasası Kanunu'nda, halka açık anonim ortaklıklarda sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslimi şartı getirilmiştir. Buna bağlı olarak esas sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklar, hamiline yazılı hisse senetlerini sermaye artırımının tescilini takip eden en geç 30 gün içinde, nama yazılı hisse senetlerini ise 90 gün içinde teslim etmek zorundadırlar.

5.6.3. Hisse Senedi Sahibinin Hakları ve Yükümlülükleri

a. kâr Payı Hakkı: Pay sahibinin en önemli mali haklarından biridir. kâr payı, pay sahibinin, kazanılmış haklarından olmakla birlikte sınırlandırılabilir. TTK'ya göre kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça, kâr payı dağıtılamaz.

b. Yeni Pay Alma Hakkı (Rüçhan Hakkı): Ortağın mevcut sermayedeki payı oranında artırılan sermaye kısmından da aynı oranda pay alma hakkını ifade etmektedir. Bu hak, şirketin Sermaye Piyasası Kanunu'nun belirlediği bir süre içinde, eski hisse senetlerinin şirkete ibrazı yoluyla kullanılır. Rüçhan hakkı ortak yönünden kâr ve tasfiye payına katılma ya da oy hakkı gibi kazanılmış bir hak değildir. Rüçhan hakkı iki şekilde ortadan kaldırılabilir. Esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmeyle yetkili kılınmış ise yönetim kurulu rüçhan haklarının kullanımını kısıtlayabilir veya kaldırılabilir.

c. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı: Bu hak, tasfiye sonucunda bir artığın kalması halinde geçerlidir. Her hisse senedi sahibi, bu artığa payı oranında iştirak eder. Tasfiye artığı olumsuz ise, ödenmeyen pay ile sınırlı bir borç yaratır. Pay bedeli tamamen ödenmişse, borç söz konusu değildir.

Hisse senedi değerinde meydana gelen artış (capital gain) ve kullanılmayan rüçhan hakkı kuponlarının satışından sağlanan gelir de hisse senetlerinin sağladığı diğer mali haklar arasında sayılabilir.

d. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı: Bu hak, şirket yönetim kurulunu seçmek ve hatta bu kurula seçilmektir. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Ancak yönetim hakkı, genel kurulun çoğu kez adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesinin %51'ini elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Fakat, sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde, yönetim hakkı çoğu örneklerde ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde %10'luk oy ile yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir. Gerek ana sözleşmeye konulacak özel hükümlerle, gerek bazı hallerde yasal müdahalelerle azınlık paylarının yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir.

e. Oy Hakkı: TTK'ya göre pay sahibinin kazanılmış hakkıdır. Her hisse senedi sahibine en az bir oy hakkı verir. Bu esasa aykırı olmamak şartıyla hisse senetlerinin sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile tayin olunabilir (TTK, md. 373). Oyda imtiyaz sağlanması suretiyle bir payın oy hakkı artırılabilir ancak her pay sahine ait oyların sınırlandırılması mümkün değildir. Bununla birlikte Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilen düzenlemeyle anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kâr payı imtiyazı sağlayarak, oydan yoksun paylar ihraç edebilir ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilir.

f. Bilgi Alma Hakkı: TTK'ya göre pay sahiplerinin bilgi alma hakkı, esas mukavele ile veya şirket organlarından birinin kararıyla engellenemez veya sınırlandırılmaz. Ayrıca pay sahipleri şüpheli gördükleri konularda murakıpların dikkatini çekmeye ve gerekli açıklamaları istemeye yetkili olup genel kurul toplantısından itibaren bir yıl süreyle de kâr ve zarar hesabı, bilanço ve yıllık raporu inceleyebilirler (TTK, md. 362 ve 363). Bununla birlikte bu haklar gerçek anlamda bilgi alma hakkını kapsamamaktadır. Zira incelenmesine müsaade edilen defter ve belgelerden öğrenilecek sırlar hariç olmak üzere, hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenmeye yetkili değildir.

g. Sır Saklama Borcu: Her pay sahibi sonradan ortaklıktan ayrılmış olsa da, şirket sırlarını saklamak zorundadır.

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

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

Ancak, hisse senedi sahibinin mali sorumluluğu sadece hisse senedi sahibi olmaktan ziyade kuruluşta veya sermaye artırımına iştirak ederken imzaladığı taahhütnameden ileri gelmektedir. Hiçbir taahhütname imzalanmadan portföy yatırımı yapan bir kimsenin sahibi bulunduğu tamamı ödenmiş hisse senetlerinden dolayı herhangi bir mali sorumluluğu söz konusu değildir. Bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı hisse senetlerini elinde tutan kimse, pay defterine kaydedilmekle şirkete karşı geri kalan bedeli ödemekle yükümlü olur. Diğer yandan, söz konusu, mali sorumluluk da, kuruluş veya sermaye artırımını dolayısıyla iktisap edilen senetlerin nominal değeri ile sınırlıdır. Temerrüt faizleri ve taahhütnameye derc olunan cezai şart ve tazminatlar bunun dışındadır.

5.6.4. Hisse Senedi Çıkaracak Kuruluşlar

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

Hisse senedi ihraç edebilecek şirket ve kuruluşlar;

a) Anonim Şirketler

b) Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz)

c) Özel kanunla kurulan kurumlar (T.C.M.B., bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT), bağlı ortaklıklar, sigorta şirketleri vs.)

a) Anonim Şirketler

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

i) Yalnızca T. Ticaret Kanunu'nun hükümlerine tabi, halka açık olmayan anonim ortaklıklar (Hisse senetleri halka arz edilmemiş anonim ortaklıklar):

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

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

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

Öte yandan pay sahibi sayısının 250'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim ortaklıkların -hisse senetlerini halka arz etmeseler bile- hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tâbi olurlar. (SPK md. 11)

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

- Genel kurula katılanların kaydedildiği hazirun cetvelinden,
- Temettü ödemesi esnasında kesilen kasa fişlerinden,
- Sermaye artırımlarında artırıma katılanlara ait kayıtlardan.

Yine Sermaye Piyasası Kanunu'nun 11. maddesine göre, Kurulca yapılan incelemede, bu Kanuna tabi ortaklıkların menkul kıymetlerinin ikinci el piyasasının oluştuğu anlaşıldığı takdirde, Kurul bu ortaklıkların doğrudan ya da dolaylı ortak sayısını veya bilanço büyüklüğünü dikkate alarak, menkul kıymetlerine borsada işlem görme şartı da getirebilmektedir.

iii) Sermaye artırımını yönünden, yalnızca Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi anonim ortaklıklar (Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Anonim Ortaklıklar):

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

Bu halde ortaklığın esas sermayesi, çıkarılmış sermaye olur ve sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın sermaye artırılabilir. Anonim ortaklıklar, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almak suretiyle kayıtlı sermaye sisteminden çıkabilecekleri gibi bu sisteme alınmada aranan nitelikleri yitirmeleri halinde, Kurul tarafından da sistemden çıkartılırlar.

b) Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar

Bu şirketler de hisse senedi ihraç edebilirler. Ancak teorik olarak menkul kıymet kabul edilebilecek olan bu senetler, kanunen menkul kıymet olarak kabul edilmemektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4. maddesinde 'Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz' ifadesi yer almaktadır.

c) Özel Kanunlarla Kurulmuş Bulunan Kuruluşlar

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

5.7. Hisse Senetlerinin Fiyatı, Değeri ve Türleri

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

5.7.1. Hisse Senedi Fiyat Tanımlamaları

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

5.7.1.1. Nominal (İtibari) Fiyat

Pay senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir. TTK'ya göre ülkemizde pay senedinin nominal fiyatı en az Bir Yeni Kuruş olabilir ve bu değer ancak en az birer Yeni Kuruş olarak yükseltilebilir. Uygulamada en sık görülen pay senedi nominal fiyatı 1.000 TL'lidir.

5.7.1.2. İhraç Fiyatı

Hisse senetlerinin, şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye'de genel olarak, şirketler çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyatla satmakla beraber, borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket, nominal değer üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir. Özellikle yeni bir sermaye artırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra arta kalan bölümün halka arz edilmesinde, emisyon fiyatı normal fiyatın üzerinde saptanmaktadır. Bazı şirketler ise, ihraç fazlası bölümü doğrudan borsaya limitli fiyatla (satıcının satım ordinosunda en düşük fiyatı belirlemesi) sunmak suretiyle, fiyatı borsada oluşturmayı tercih etmektedir.

5.7.1.3. Piyasa Fiyatı

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

5.7.1.4. Borsa Fiyatı

Borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyatıdır. Borsanın işleyişine göre fiyatlar günlük olarak belirlenir ve açılış, kapanış, en düşük, en yüksek, ortalama günlük fiyat gibi türlere ayrılır.

5.7.2. Hisse Senedinin Değer Tanımlamaları

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

5.7.2.1. Defter Değeri

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

5.7.2.2. Tasfiye Değeri (Likidasyon Değeri)

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

5.7.2.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

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

5.7.2.4. Net Aktif Değeri

Hisse senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda (genellikle bir yıl) düzenlenen bilançodaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır.

5.7.2.5. Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını

açıklar. Türkiye'de alternatif gelir değeri belirlemesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmiş olmaktadır.

5.7.2.6. Gerçek Değer

Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını gözönüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında sözkonusu hisse senedi için normal buldukları değerdir.

5.8. Hisse Senedi Türleri

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

5.8.1. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri

Bu ayırımın önemi hisse senetlerinin devir işlemlerinde ortaya çıkmaktadır. Hamiline yazılı hisselerde devir işlemi teslimle tamamlanır. Nama yazılı hisse senetleri ise, esas mukavelede aksine hüküm olmadıkça devir olunabilir. Nama Yazılı hisselerin devri ciro edilmiş senedin devir alana teslimi ve şirketin pay defterine kaydedilmesi ile mümkündür.

Esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça anonim ortaklıklar sisteminde aslolan nama yazılı hisse senetleridir. Bu hisse senetlerinin ortak sayısının tespitinde, ortakların tanınması ve takibinde, malvarlığının korunmasında, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesinde, senedin kaybolması halinde, genel kurul toplantısına katılmada, vergi kaybını önlemede çeşitli yararları bulunmasına karşılık, ortaklık payının devrindeki güçlükler, halka açılmayı engelleme, gizliliği sağlayamama bakımından sakıncaları vardır.

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

5.8.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Hisse senetleri, ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Bu tip hisse senetlerine adi hisse senetleri denir. Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine nazaran kâra iştirak ve genel kurulda oy kullanma bakımından TTK'nun 401. maddesine dayanılarak ana sözleşme ile sahiplerine imtiyazlı haklar tanıyabilir. Esas sözleşme ile imtiyazlı hisseler kârdan belli oranda özel temettü dağıtımını öngörülebilir, rüçhan hakkı kullanımında, oy hakkında, tasfiye sonucuna katılmada, organ üyeliklerine aday göstermede v.s. bazı ayrıcalıklar tanınabilir. Ancak Yatırım Ortaklıkları kurucu intifa senedi, oydan yoksun hisse senedi, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senetleri dışında imtiyaz veren hisse senedi ihraç edemezler.

5.8.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

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

Yedek akçe, dağıtılmamış kar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılacak hisse senetleri için yeni bir ödeme veya yeni bir taahhüde gerek yoktur. Burada aslında mevcut payların değerleri yükseltilmekte ve gerçekte iç kaynaklardan bir ödeme yapılmaktadır. Bu durumda yeni hisse senetleri eskisinin uzantısı olduğundan, bedelsiz hisse senetlerini edinme hakkı eski ortaklara yani pay sahiplerine aittir.

5.8.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

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

5.8.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

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

5.8.6. Hisse Senetlerinde Şekil Şartları

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

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

- Senedin İtibari değeri

Ancak kanunun önerdiği bu şekil şartlarından başka seçimlik olarak, aşağıdaki bilgiler de hisse senetlerine eklenebilir:

- Senedin ihraç tarihi

- Esas sözleşmenin bazı önemli ve ilgili maddeleri

- Senedin ihtiva ettiği pay adedi

- Önceki sermaye artırımına ait bilgiler

- Kuponlara ilişkin bilgiler

- Kuruluşu veya sermaye artırımını onaylayan mahkeme kararının tarih ve numarası

- Senetlerin tertip, grup ve serisi.

Nitekim bir çok şirketin hisse senetlerinde yukarıda sayılan hususların hemen hepsinin ya da çoğunun yer aldığı görülmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu, 23.06.1989 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan, Seri: I, No: 5 Tebliği ile halka açık şirketlere geniş kapsamlı bir hisse senedi standardı getirmiş ve kullanılacak kağıdın niteliği, baskıda kullanılacak renk ve desenler, boyutlar, kupon boyutları, sayıları ve dizilimi, kuponların numaralandırılması ve kullanım esasları, hisse senetlerinin içeriği gibi konularda standart düzenleme yapmış bulunmaktadır.

5.8.7. Hisse Senetlerinin Ekonomik Önemi ve İşlevleri

Hisse senetlerinin ekonomik işlevlerini şöyle özetlemek mümkündür:

a) Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.

b) Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.

c) Hisse senetleri, halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.

d) Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlenen bir yatırım yoluyla sağlar, hem yatırım, hem de gelirin değerini enflasyona karşı korur.

e) Hisse senedi, aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır. Bir şirket, yatırım veya işletme sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyduğu zaman, bu fonları hisse senedi ihracından başka hangi yoldan sağlasa, bunun bir aracılık maliyeti vardır ve aracılık maliyetinin en yüksek olduğu finansman türü de banka kredisidir. Bankalar **kredi işlemlerinden**, mevduat toplarken mevduat sahibine verdikleri mevduat faizinin çok üstünde bir faiz alırlar. Çünkü bankacılık sektörü karakter itibarıyla masraflı çalışan bir sektördür.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Halka açık anonim şirket kavramını açıklayınız.

Soru 2. Hangi varlıklar Menkul Kıymet olarak isinlendirilebilir?

Soru 3. Hisse senedi sahiplerinin hakları ve yükümlülükleri nelerdir?

Soru 4. Halka açık şirketlerde kâr dağıtımını nasıl yapılır?

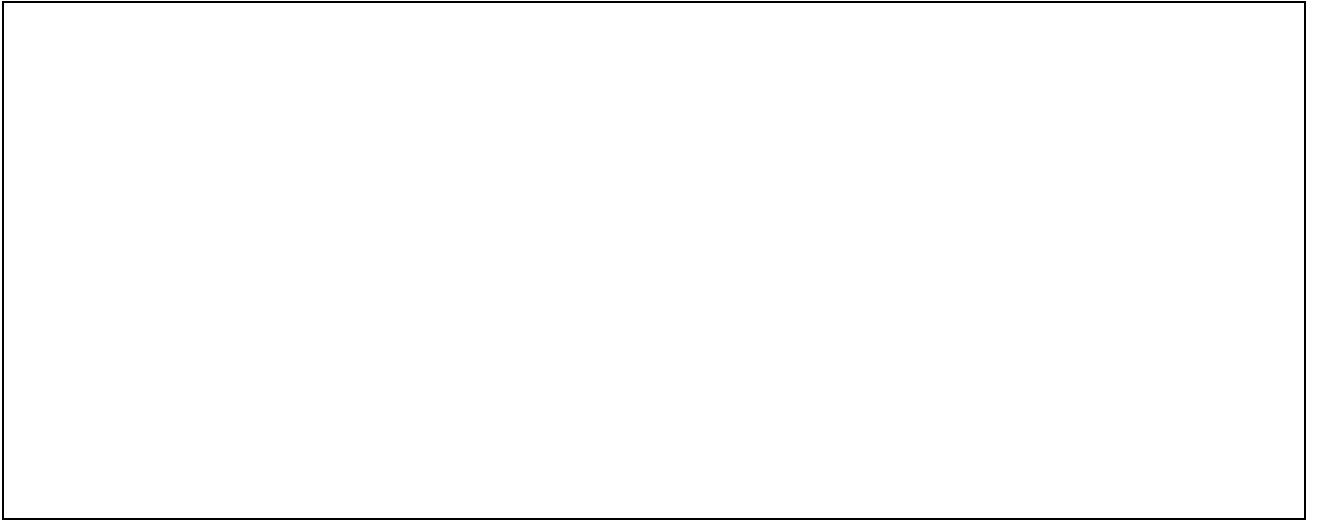
Soru 5. Hisse senedi türleri nelerdir?

6. HİSSE SENEDİ TÜREVLERİ

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 6.1.**
- 6.2.**
- 6.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

6.1. Kâr Ve Zarar Ortaklığı Belgeleri (Kzob)

20 Mart 2003 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan tebliğe göre ihraççılar, kâr veya zarara ortak olmak üzere, tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için; yurt içinde satılmak üzere, Türk Lirası üzerinden veya yabancı paraya endeksli, yurtdışında satılmak üzere ise Türk Lirası veya yabancı para üzerinden yada yabancı paraya endeksli "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi" (KZOB) adı altında menkul kıymet ihraç edebilir.

KZOB’lar halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılabilir. Halka arz edilerek satılmak üzere ihraç edilecek KZOB’ların hamiline, halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilecek olanların ise nama yazılı olarak ihraç edilmeleri şarttır.

Bu tebliğ kapsamında ihraççılar, vade sonunda KZOB sahiplerine ödenmesi gereken tutar karşılığında artırılan sermayelerini temsil eden hisse senetlerini alma hakkı veren “Hisse Senedi ile Değiştirilebilir kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri” ihraç edebilirler. KZOB’ların hisse senetleri ile değiştirilmesine ilişkin esaslar ihraç öncesinde belirlenerek izahname ve sirkülerde kamuya ilan edilir. Hisse Senedi ile değiştirilebilme hakkı sadece halka arz suretiyle satışı yapılan KZOB’lara tanınabilir ve KZOB’ların hisse senetleri ile değişimi ancak vade sonunda yapılabilir.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun ilgili tebliğine göre Kurul kaydına alınmadan KOB ihraç edilemez. Çıkarılacak KOB’ların üzerine, kâr ve zarara katılacağı ve bu belgelere kâr garantisi verilemeyeceği açıkça yazılır. Bu belgeler kuponlu olarak çıkartılamaz.

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

Bu belgeler, kâr ve zarara katılma ve ortaklık hakkı vermekle beraber, hisse senedi sayılamazlar. Çünkü;

- Kar ve zarar ortaklığı belgeleri, sahiplerine şirket yönetiminde oy hakkı vermez.

- hisse senedinin tersine bu belgeler vadeli olup vade bitiminde anapara ve kâr payı belge sahiplerine geri ödenir.

-

KOB'larda en kısa vade bir ay, en uzun vade yedi yıldır. Vadeler, ortaklık faaliyetinin özelleğine göre muhtelif dönemlerde aylık ve katları olarak düzenlenir.

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

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

6.2. Katılma İntifa Senetleri (Kis)

14.07.1992'de yayımlanıp yürürlüğe giren S.P. Kurulu'nun Seri III, No: 10 Tebliği'nin açıklamalarına göre, ortaklıklar, nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın kârdan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma ve bu Tebliğ'de belirlenen olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını sağlayan KİS çıkarılabilir. Katılma intifa senetleri nama yazılı olabileceği gibi, hamiline de çıkarılabilmektedir. Esas sözleşmede hüküm bulunmak koşuluyla, genel kurul kararı ile süresiz olarak çıkarılabilir.

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

Katılma intifa senetleri belli bir nominal değerde çıkarılır ve bunun alt sınırı 1.000 TL olup, bunun katları şeklinde değerleri serbestçe belirlenir.

Öte yandan, yine aynı Tebliğin hükümlerine göre, ortaklıkların çıkartabilecekleri KİS tutarı, ödenmiş sermayeleri ve yedek akçeleri toplamından çok, bu toplamın altıda birinden az olamaz. kâr dağıtımında, önce ödenmiş ortaklık sermayesi ile ödenmiş KİS sermayesinin toplamı içinde KİS sermayesinin toplam sermayeye oranı bulunur. Vergi ve birinci kanuni yedek akçe düşüldükten sonra kalan dağıtılabılır kâr içinde, bu orana göre KİS sahiplerine düşen kâr payı hesaplanır. KİS ortaklarına bu şekilde ayrılan kardan, Kanun'un 15. maddesine göre Kurul'ca saptanmış oran ve miktarda birinci temettü tutarında KİS kâr payı ödenir. KİS ortağı olanlara birinci temettüye ek olarak sağlanabilecek diğer menfaatler esas sözleşmede düzenlenir.

6.3. Oydan Yoksun Hisse Senetleri (Oyhs)

Oydan Yoksun Hisse Senetleri; ortakların sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kâr payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir. OYHS, hamiline veya nama yazılı şekilde ihraç edilebilir. Ancak nama yazılı OYHS için, TTK'nın 418 inci maddesi hükmü uygulanmaz ve yönetim kurulu bu payları pay defterine kayıttan imtina edemez. OYHS'ye tanınan imtiyazlar ile oy hakkının doğması şartları, OYHS'nin üzerine yazılır.

Ortaklıkların çıkarabilecekleri OYHS itibari toplam değer tutarı, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin %75'ini geçmemek üzere esas sözleşmelerinde gösterilir. Limitin belirlenmesinde daha önce ihraç edilmiş OYHS miktarı da hesaba katılır.

Ortaklıkların OYHS ihraç edebilmeleri için, esas sözleşmelerinde OYHS ihracına ilişkin hüküm bulunması, OYHS ihracı için ortaklık yetkili organı tarafından karar alınması, esas sözleşmede OYHS'ye kâr payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyaz tanınması ve kâr payında imtiyaz oranının gösterilmesi gerekmektedir. OYHS sahipleri diğer ortaklarla birlikre, Kanunun, tebliğ ve esas sözleşmede belirtilen miktarda kâr payı alırlar. Ayrıca OYHS sahipleri için, esas sözleşmede gösterilecek oranda kâr payında imtiyaz tanınması zorunludur. OYHS sahiplerine, imtiyazlı kâr payları nakden dağıtılır. OYHS sahiplerine tanınan imtiyazlı kâr payı dağıtılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve

bu gibi kişi ve/veya kurumlara kardan pay dağıtılmasına karar verilemez. Ayrıca ortaklık, esas sözleşmesinde hüküm bulunmak koşuluyla OYHS sahiplerine tasfiye bakiyesinde imtiyaz tanıyabilir. Bu halde tasfiye halinde bulunan ortaklığın borçları ödendikten sonra kalan mevcudu, TTK'nın 401inci madde hükmü saklı kalmak üzere, öncelikle tasfiye bakiyesinde imtiyazlı OYHS sahiplerine, ortaklığa koydukları sermayenin ödenmesi için tahsis edilir.

OYHS'lerin ilk ihracında halka arz zorunludur. Ortaklık 3 yıl ard arda kâr dağıtamazsa veya mevzuat uyarınca izin verilmediği halde, herhangi bir nedenle bir yıl kâr dağıtmazsa, durumun kesinleştiği genel kurul toplantı tarihini izleyen yıl OYHS sahipleri esas sermayeye katılmaları ile orantılı olarak oy hakkını elde ederler ve OYHS'ler adi pay haline dönüşür.

Esas sözleşmede başka bir düzenleme olmadıkça, ortaklıkların sermaye artırımlarında esas sermaye içindeki paylarını korumak üzere OYHS ve adi paylar kendi içlerinde yeni pay alma haklarını kullanırlar. Ortaklık, esas sözleşmesinde hüküm bulunmak koşuluyla, bedelsiz sermaye artırımında oy hakkına sahip bedelsiz pay da verebilir. Burada verilecek bedelsiz paylarda imtiyazlar geçerli değildir.

6.4. Tahviller

TTK md. 420'ye göre anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine "tahvil" denir.

Tahvillerin Sağladığı Haklar ve Mali Sorumluluklar

Tahvil hamilinin bir şirkete kullandığı sermaye yabancı sermayedir. Tahvil hamili, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil hamili şirketin aktif üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık şirketin brüt karından öncelikle tahvil sahiplerinin faizleri ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra şirketin malvarlığı üzerinde hiçbir hak iddia edemezler.

Tahvil hamili ile şirket arasındaki hukuki ilişki vade sonunda sona erer. Tahvil hamili tahvili çıkaran şirketin kar-zarar riskine katılmaz. Şirket zarar etse de günü gelince belli miktardaki anapara ve faizlerini alır. Tahvil hamili için risk, ancak şirketin tahvil anapara ve faizlerini ödemeyecek duruma gelmesi halinde söz konusudur. Tahvil bir borç senedi

olduğundan, borcun anapara ve faizleri gereğinde yargı yoluna başvurmak suretiyle de tahsil edilebilir. Şirketin iflası veya tasfiyesi halinde de, tasfiyeden önce borçlar ödeneceği için, tahvil hamilleri hisse senedi hamillerinden önce alacaklarını alırlar.

Tahvil alacakları icra, iflas ve tasfiyede yeteri kadar korunmuş değillerdir. Ticaret kanunumuz tahvili bono, çek ve poliçe gibi mütalaa etmemiş, öncelik bakımından adi borç senedi gibi ticari senetlerin gerisinde bırakmıştır.

Tahviller sabit getirili menkul kıymettir. Tahvil sahibi enflasyonun kendisinden alıp götürdüğü değerden daha fazla faiz aldığında kâr elde etmiş olur. Elde edilen gelir enflasyonun altında kaldığında ise tahvilin gerçek geliri "0" olabileceği gibi negatif hale de gelebilir.

Tahvillerde Hukuki Çerçeve

Anonim şirketler tarafından çıkarılacak tahvillerin aşağıdaki kayıtları içermesi gerekir.

- a) Şirket ünvanı, konusu, merkezi ve süresi, ticaret sicil numarası,
- b) Esas sermaye miktarı,
- c) Ana sözleşme tarihi ve bunda değişiklikler yapılmışsa bunların da tarihleriyle tescil ve ilân edildikleri tarihler,
- d) Şirketçe tasdik edilmiş son bilançooya göre şirketin durumu,
- e) Evvelce çıkarılmış ve yeni çıkarılacak tahvillerin nominal kıymetlerinin tutarı, yenilerin itfa şekli, her tahvilin itibari kıymetiyle faiz oranı, nama veya hamiline yazılı olduğu, vadesi,
- f) Tahvil çıkarılmasına dair genel kurul kararının tescil ve ilân tarihi,
- g) Şirketin menkul ve gayrimenkullerinin, evvelce çıkarılan tahvillerden veya diğer bir sebepten dolayı rehnedilmiş veya teminat gösterilmiş olup olmadığı,
- h) tahvillerin ana sermaye ve faizlerinin ödeme şartları ve varsa itfa planı,
- ı) Şirketi temsile yetkili en az iki imza.

Yukarıdaki hususlar tahvil ihracından önce bir "izahname" (registration statement) halinde hazırlanır. Hazırlanan izahname, Ticaret Siciline tescil ettirilir ve aynen tahvil metnine (tahvilin arka yüzüne) derc edilir. (Derc, söz ve yazıda araya sıkıştırma.) Şirketin ünvanı,

merkezi, esas sermayesi, sicil numarası, yetkili imzalar ile tahvilin nominal değeri, faiz oranı tahvilin ön yüzüne aynen yazılır.

Tahviller muhtelif kupürler (denominations) halinde çıkarılabilir. Ancak her kupürün kıymetinin yuvarlak ve seri içinde birbirine eşit olması gerekir.

TTK hükümlerine göre, anonim şirketler, esas sözleşme tahvil çıkarmaya müsait olsa dahi, genel kurul kararı ile tahvil çıkarabilmektedir (md. 423). Kanunun tahvil sahiplerini korumak amacıyla almış olduğu tedbirlerin başında, anonim şirketlerin çıkaracakları tahvil miktarını "ödenmiş ve tahvil ihracı esnasında mevcudiyeti anlaşılan sermaye" ile sınırlayan hüküm gelir. (TTK md. 422) Bazen sermayenin tamamı ödendiği halde zarar neticesinde bir kısmı eksilmiş olabilir.

Öte yandan Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13. maddesi, tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senedi ihraç yetkisinin, esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebileceğini öngörmektedir. Bu takdirde TTK'nın esas sözleşmenin tahvil çıkarılmasına müsait olduğu durumda dahi bu hususta genel kurul tarafından karar verilmesi gerektiğine ilişkin 423. maddesi hükmü uygulanmamaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun Seri II, No:13 tebliğine göre, ihraççıların⁸ ihraç edecekleri tahvilleri bu tebliğde belirtilen esaslara göre Kurul'a kaydettirmeleri zorunludur. Genel ve katma bütçeli idareler ile TCMB tarafından ihraç edilecek tahvillerin Kurula kaydı gerekmez. Ancak ihraç edilen bu tahviller hakkında ihracın kesinleştiği tarihten itibaren 10 gün içinde Kurula bilgi verilir (md. 3).

Kurul, halka arz edilmek üzere yapılacak tahvil ihraç başvurularını, izahname ve sirkülerin ihraççıya ve halka arz edilecek tahvillere ilişkin mevzuatın öngördüğü ve Kurulun gerekli gördüğü bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler ve halka arz yoluyla satışı yapılacak tahvilleri kayda alır. Kurula kayıt

⁸ Tebliğe göre ihraççı; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeleri ifade etmektedir.

başvurusunda izahname, sirküler gibi Kurul tarafından istenen diğer belgelerin de verilmesi gerekir.

Halka arz edilmeksizin tahvil ihracı için yapılacak kayıt başvuruları ise Kurul tarafından istenen bilgilerin tam ve doğru olarak verilip verilmediği yönünden incelenerek kayda alınır. Kurula kayıt başvurusunda sirküler, halka arz edilmeksizin çıkarılan tahvillerin hangi gerçek ve tüzel kişilerce satın alınacağı gibi Kurul tarafından istenen diğer bilgi ve belgelerin de verilmesi gerekir.

Kurul, incelemeleri sonucunda açıklamaların yeterli, açık ve dürüst bir şekilde yapılmadığı ve halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa gerekçe göstererek başvuru konusu tahvillerin kayda alınmasından imtina edebilir.

İhraççıların gerek halka arz edilerek, gerekse halka arz edilmeksizin yapılacak ihraçlarda esas sözleşmeleri veya varsa kendi özel mevzuatları ile tahvil ihracına yetkili organın kararının alınmasından sonra Kurul'a yazılı olarak başvurmaları gerekir. Tahvil ihracı için ihraççıların özel mevzuatları uyarınca başka bir makam veya organın karar veya onayı gerekiyorsa tahvil ihraç başvurusunda bu karar veya onayın bulunması şarttır.

Bu kapsamda tahvil ihracına ilişkin genel kurul kararının tesciline ve ilanına dair TTSG, veya esas sözleşme ile tahvil çıkarma yetkisi verilmiş yönetim kurulu kararının tasdikli örneği de tahvillerin Kurula kayıt başvurusunda istenen belgeler arasında sayılmaktadır.

Tahvil Alacaklısının Hakları

-Kuruluştaki vesikaların doğru olmaması (TTK md. 305), esas sermaye hakkında yanlış beyanlarda bulunulması (TTK md. 306), ayın nev'inden sermayeye değer biçilmesinde hile yapılması (TTK md. 307) gibi hususlarda, kurucular ile kurucuların fiillerine iştirak edenler aleyhine yahut bu hususta ihmalleri görülen ilk idare meclisi ve denetçiler aleyhine (TTK md. 308) dava açmak;

-Yönetim Kurulu'nun ve dışarıdan atanan müdürlerin sorumluluğunu gerektiren hallerde (TTK md. 336 ve 342) buna ilişkin dava açmak;

-Ortaklık alacaklısı sıfatlarından dolayı, ortaklık esas sermayesinin azaltılması halinde, alacaklarının ödenmesini veya teminat gösterilmesini istemek (TTK md. 397),

-Ortaklık pay sahipleri sayısının beşten aşağı düşmesi, ortaklığın kanunen gerekli organlarından birinin mevcut olmaması veya genel kurulun toplanmaması hallerinde durumun düzeltilmesini istemek; aksi takdirde “ortaklığın feshi” için mahkemeye başvurmak (TTK md. 435),

-Ortaklık alacaklısı sıfatıyla, esas sermayenin üçte ikisini kaybeden ortaklığın feshini dava etmek (TTK md. 436),

-Anonim ortaklığın nev'i değiştirmesi, yani limited ortaklığa çevrilmesi halinde alacaklarının ödenmesini veya teminat gösterilmesini talep etmek haklarına sahiptirler.

TTK 429 ve 430. madde hükümleri uyarınca tahvil sahiplerine, bir heyet olarak hareket etmek koşulu ile de bazı haklar tanınmaktadır:

Tahvil sahipleri heyet halinde aşağıdaki hususlarda müzakere yaparak karar alabilirler :

- * Tahvil sahiplerine ait özel teminatların azaltılması veya kaldırılması,
- *Faiz vadelerinden bir veya birkaçının uzatılması, faiz miktarının indirilmesi veya ödeme şartlarının değiştirilmesi,
- * İtfa (ödeme) müddetinin uzatılması ve itfa şartlarının değiştirilmesi,
- *Tahvil sahiplerinin alacaklarına karşılık olarak hisse senedi almalarının kabul edilmesi,
- * Yukarıda belirtilen hususların icrasına ve gayrimenkul teminatının azaltılmasına veya kaldırılmasına dair işlemlerde tahvil sahiplerini temsil etmek üzere bir veya birden fazla temsilci tayin edilmesi.

Tahvil Türleri

Klasik tahvilleri kendi içinde aşağıdaki şekilde ayırabiliriz:

a) Devlet Tahvilleri - Özel Sektör Tahvilleri (State bonds, government bonds, public sector bonds - corporate bonds, private sector bonds)

Maliye Bakanlığı tarafından belli amaçlarla çıkarılan dahili istikraz (iç borçlanma-internal borrowing) tahvilleri uzun vadeli, hazinenin dönemsel ihtiyaçları için çıkarılan tahviller ve hazine bonoları (treasury bills, T-bills) ise kısa vadeli. Ancak enflasyonun hızlandığı

dönemlerde tüm tahviller 1-2 yıllık kısa vadeli ihraç edilir. Hazine bonoları kısa vadeli, çok defa kuponsuz; tasarruf bonoları orta vadeli tahvil mahiyetinde olup ihraç şartları ve faiz oranları değişiktir. Uzun vadeli devlet tahvilleri her zaman işlemiş faiziyle birlikte paraya çevrilebildiği için faiz oranları daha düşüktür. Devlet tahvilleri ihalelerde teminat olarak kullanılabilir. Belediyeler (municipal bonds) ve kamu kuruluşlarının çıkardığı tahviller de devlet tahvilleri sayılır.

b) Primli Tahviller - Başabaş Tahviller (Premium bonds - par bonds)

İhraç edilen bir tahvil üzerinde yazılı değerle (face value) satışa çıkarılıyorsa, bu başabaş tahvildir. Nominal değerinden daha aşağı bedelle satışa çıkarılan tahvillere primli tahvil denir. Ticaret Kanunumuz hisse senetlerinin nominal değerden daha aşağı bedelle ihraç edilmesini yasakladığı halde (TTK m.286) tahviller için böyle bir engel yoktur. Tahvil ihraçlarını düzenleyen diğer mevzuatımız da tahvillerin nominal değerlerinin %5'i kadar düşük bedelle ihracına izin vermektedir. Ayrıca satışın son gününden yani faizin işlemeye başladığı tarihten önce satın alanlara, erken satın alma süresine isabet eden faiz kadar indirim yapılabilmektedir.

c) İkramiyeli Tahviller (Lottery bonds)

Tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka para ikramiyeleri de verilebilir. Ancak her ne isim altında olursa olsun, alıcılara sağlanacak menfaatler tahvilin itfa tablosunda belirtilen faiz ödeme tutarının içindedir. Türkiye'de, tahvil sahiplerine nakdi ikramiyeli çekilişler de dahil, her ne nam altında olursa olsun, faiz dışında bir menfaat sağlanamaz. (RG: 1.07.1987, T.C. Merkez Bankası)

d) Nama ve Hamiline Tahviller

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

e) Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller (Cash-convertible bonds)

Özel sektör tahvillerinin normal olarak belli bir vadesi vardır. Halihazır mevzuatımıza göre bu vade 2 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenir. Çıkarılan tahvillerin bedellerinin vade sonunda halka geri ödenmesi genellikle bir defada olmaz. Normal iktisadi şartlar altında

5 seneye varan bir itfa planı dahilinde tahvil bedelleri geri ödenir. Bazı tahvillerde ise tahvillerin ihracından itibaren belli bir süre geçtikten sonra istenildiği zaman işlemiş günlük faiziyle birlikte paraya çevrilme imkanı vardır. Bazı tahvillerde bu imkan her an kullanılabilir, bazılarında ise şirkete talepte bulunulması halinde bu tahviller itfaya dahil edilerek faiz ödeme tarihinde kupon ödemesiyle birlikte itfaya tabi tutulur.

f) Garantili ve Garantisiz Tahviller (Guaranteed - non guaranteed bonds)

Çıkarılan tahvillerin satış şansını arttırmak için bir bankanın veya şirketin bağlı olduğu holdingin garantisi sağlanır. Banka veya holdingin garantisi, çıkarılan tahvillerin anapara ve faizlerinin vadelerinde geri ödenmesini kapsar. Ayrıca tahvili çıkaran şirket büyük ve tanınmış bir holdingin bağlı kuruluşu (underlying company) olduğu halde kendisi şirket olarak tahvil piyasasında tanınmamış olabilir. Bağlı olduğu holdingin garantisinin de satış ilanlarıyla belirtilmesi tahvillerin satış şansını arttırabilir. (underlying bond)

g) Sabit ve Değişken Faizli Tahviller (Fixed-rate bonds - floating-rate bonds)

Enflasyonun hızlandığı dönemlerde piyasa cari faiz oranının (current rate) tahvil faiz oranlarını kısa zamanda geride bırakması, faiz oranlarıyla devamlı şekilde yukarı aşağı oynanması, tahvil piyasasında istikrarsızlığa sebep olur. Değişken faizli tahviller böyle durumlarda tahvil piyasasının tıkanmaması için ileriye dönük faiz riskini ortadan kaldırmak üzere piyasamızda ilk defa 1981 yılında Merkez Bankası'nca ihdas edilmiş, daha sonra çeşitli SPK Tebliğleriyle düzenlenmiş, 01.07.1987 tarihli SPK Tebliği ile **kaldırılmış**, nihayet Seri: II No:4 Tebliğine ek Seri: II, Tebliğ No:13 md. 15-16 ile yeniden düzenlenmiştir. Tebliğe göre faiz ödemeleri 3, 6 aylık ya da 1 yıllık dönemler itibariyle kuponlara bağlı olarak yapılabilir.

h) İndeksli Tahviller (Indexed bonds)

Yine hızlı enflasyon yıllarında görülen bir tahvil uygulamasıdır. Değişken faizli tahvillerde yalnız faiz oranı enflasyona karşı korunmaktadır. Anaparayı korumakta, dövize ya da altına indeksli tahviller daha güvenceli olmaktadır. Bu tip tahvillerde ihraç tarihi ile vade günü arasında altın fiyatlarında ya da belli bir dövizin kurundaki artış yüzdesine göre anapara arttırılarak tahvil sahibine ödenir.

Tahvil Türevleri

a) R  chan Haklı Tahviller (Bonds with subscription rights)

Bazı Şirketlerin, çıkardıkları tahvillerin satışını kolaylaştırmak için, tahvillerin tümüne veya kura ile belirlenecek bir bölümüne, belli bir yüzdesine ya da belli bir limitin üstünde kalan kısmına ileride yapılacak ilk sermaye artırımından r  chan hakkı tanıdıkları görülür.

b) K ra İŞtirakli Tahviller

Seri II No. 16 numaralı Tebliğ, ortakların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak Şartıyla, TTK'nun 422. veya Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13. maddesinin 1. fıkrasında belli edilen sınırlar içinde k ra iştirakli tahvil çıkarılabileceğini, nama veya hamiline olarak çıkarılabilen bu tahvillere her yıl verilecek k r payının hesap Şekli ve ödeme zamanının izahnamede gösterilmesini ve tahvilin  n yüzünde k ra iştirakli olduğunun yazılması gerektiğini belirtmiŐtir.

K ra iştirakli tahviller vade sonu anapara ödemeli olarak çıkarılırlar. Bunların anapara ödenmesi yıllara dağıtılamaz.

İhra cılar, tahvillerde verilecek dönem k r payının belirlenmesinde aşağıdaki esaslardan birini seçebilirler:

- Faiz ve buna ek olarak tahvil tertibi için belli edilen k r payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düŐecek payın  denmesi,
- K r payının faizden daha az olması halinde faiz ödenmesi; faiz getirisine eşit veya daha fazla k r payı tahakkuk etmiŐse, k r payının  denmesi,
- Bir faiz  ng r lmeksizin tahvil tertibi için belli edilen k r payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi.

c) Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller (HDT)

İhraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraçcı ortaklıkça HDT ile değiştirilmek üzere arttırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile deĐiŐirme hakkı veren menkul kıymetlerdir.

HDT'lerin vadesi 2 yıldan az 7 yıldan çok olamaz. Değiştirilmesi, vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabilir. Tahvilin hisse senediyle değiştirilmesi, ortaklık talebine ve tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak yapılır. Değiştirme süresi sonunda, hisse senetleriyle değiştirilmeyen HDTler nedeniyle ortaklığın elinde kalan hisse senetleri Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ne uygun olarak halka arz edilir. Tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak değiştirilme durumunda, değiştirme hakkını kullanmayan HDT sahiplerinin değiştirme hakkı ortadan kalkar. İtfada HDTlerin ibrazı ve tevdi karşılığında yalnız anapara ve işlemiş faizleri alabilirler. Ortaklığın talebine bağlı değiştirme durumunda değiştirme tarihinden en az 1 ay önce ortaklık tarafından en az iki gazetenin Türkiye baskısında ikişer kez yapılacak ilan yoluyla HDT sahiplerine duyuru yapılır.

Tahvillerde Değer Tanımlamaları

Bütün menkul kıymetlerde olduğu gibi, tahvillerin de üç türlü değeri vardır:

a) Nominal Değer (Nominal value, face value, par value)

Tahvilin üzerinde yazılı değerdir. Bu değer sabit olup, hiçbir zaman değişmez. Muhasebe kayıtlarına ve itfa planına esas teşkil eder. Vade sonunda tahvil hamilinin eline geçecek anaparadır.

b) İhraç Değeri (Issue value)

Primli olarak ihraç edilen ve/veya erken alanlara faiz oranı içinde indirim uygulanan tahvillerde yukarıda açıkladığımız şekilde İhraç değeri = (Nominal değer - %5 Kanuni indirim + Erken satış primi) olur. Bu şekilde hesaplanan ihraç değeri satışın son günü yaklaştıkça nominal değere doğru yaklaşır ve son gün (nominal değer - %5) olur. Ertesi gün de faiz işlemeye başlar.

c) Piyasa Değeri (Market value)

Tahvillerin piyasa değeri önce de belirttiğimiz gibi nominal değerden çok farklı olmasa da, şartlara göre inip çıkabilir.

Tahvillerin piyasa değeri şu faktörlerden etkilenir:

- Paraya çevrilebilir olmasa dahi, her tahvilin piyasada her an için bir değeri vardır. Bu değer (anapara + son faiz ödemesinden beri işlemiş günlük faiz) toplamı civarındadır. Tahvilin net yıllık faizi 365 ile bölünüp geçen gün sayısı ile çarpıldığında işlemiş net faizi bulunur.

- Tahvilin nominal faiz oranı cari faiz oranının altında ise, piyasada borsa değeri başabaş (nominal) değerinin altındadır (below par value). Bu durumda "iskontolu işlem görüyor" denilir (trading at a discount). Normal olarak tahvillerin üzerinde bir miktar işlemiş faiz bulunduğu için, işlemiş faizle birlikte genellikle başabaşın üstünde (above par) fiyat bulur. Tahvilin nominal faiz oranı cari piyasa faiz oranının (current market rate) üstünde ise, piyasa ya da borsa değeri (işlemiş faiz hariç) nominal değerinin üstünde oluşur. Bu durumda da tahvilin "primli işlem gördüğü" söylenir (trading at a premium).

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

Hisse Senedi ile Tahvil Kıyaslaması

Hukuki Açıdan Farklar

Tahviller ve hisse senetleri arasındaki farklar aşağıda tablo halinde verilmiştir:

	TAHVİLLER	HİSSE SENETLERİ
1)	Tahvil bir borç senedidir .	Hisse senedi ise, bir mülkiyet senedidir .
2)	Tahvil sahibi, tahvil çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır .	Hisse senedi sahibi, hisse senedini çıkaran kuruluşun ortağıdır .
3)	Tahvil sahibinin bir şirkete sağladığı sermaye yabancı sermayedir .	Hisse senedi sahibi, şirkete belli bir oranda sahiptir. Kullandığı sermaye özsermayedir .

4)	Tahvil sahibi, şirketin aktifi üzerindeki alacağından başka hiçbir hak ka sahip değildir.Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık, şirketin brüt kârından, önce tahvil sahiplerine faiz ödenir. Bundan sonra, bilanço kâr gösterirse, hisse senetlerine temettü ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra, şirketin mal varlığı üzerinde hiçbir hak iddia edemezler.	Hisse senedi satın alarak şirketin ortağı olan hak sahipleri, kendilerine tanınan tüm ortaklık haklarından yararlanabilirler.
5)	Tahvilde kesin bir vade vardır, bu vade sonunda tahvil sahibi ile şirket arasındaki hukuki ilişki sona erer.	Hisse senedinde vade olmadığı gibi, hisse senedi sahibi ile şirket arasındaki ilişki ebedidir , sadece hisse senedinin sahibi değişebilir.
6)	Tahvilin getirisi belli ve sabittir. (Değişken faizli tahvillerde faiz oranları ancak iktisadi şartlar değiştiğinde mevzuat değişikliği ile değişebilir.)	Hisse senedinin getirisi, hisse senedi değerinde meydana gelen artış ve şirketin dağıtacağı kâr payıdır. Ancak senet sahibinin hangi yıl ne kadar gelir elde edeceği, hatta gelir elde edip edemeyeceği belli değildir.
7)	Tahviller, mevzuatta itibari değerinin altında bir değerle (iskontolu olarak) ihraç edilebilir.	Hisse senetleri, itibari değerinin altında bir fiyatla satılamazlar.
8)	Tahviller, şirketler dışında devlet ve belediyeler gibi tüzel kişiliğe sahip kamu kuruluşları tarafından da çıkarılabilir.	Birer katılma payını ifade eden hisse senetleri anonim şirketler tarafından ihraç edilebilirler. (Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler de hisse senedi çıkarabilmekte ancak bunlar halka arz yoluyla satılamamaktadır.)

9)	Tahviller, bir itfa planı dahilinde itfa edilir.	Hisse senetlerinde prensip itibariyle itfa söz konusu değildir. Ancak isteğe bağlı olarak, hisse senetlerinin bir bölümü itfa edilebilir ki, bunun anlamı sermaye azaltımıdır. Hisse senetlerinin tamamen itfası ise, şirketin tasfiyesi demektir.
----	---	--

Ekonomik Açıdan Tahvil ve Hisse Senetleri Arasındaki Farklılıklar

Tahvil ile hisse senedi arasındaki en önemli ekonomik fark risk konusudur. Tahvil sahibi tahvil ihraç eden şirketin kâr-zarar riskine katılmaz. Tahvil sahibi için risk, ancak şirketin tahvil anapara ve faizlerini ödeyemeyecek duruma gelmesi halinde söz konusudur. Bu durumda da, hisse senedine karşı avantajlıdır. Tahvil bir borç senedi olduğuna göre, borcun anapara ve faizleri gereğinde yargı yollarına başvurmak suretiyle tahsil edilebilir. Şirketin iflası veya tasfiyesi halinde de, tasfiyeden öncelikle borçlar ödeneceği için, tahvil sahipleri hisse senedi sahibinden önce alacaklarını alır. Hisse senedi sahipleri ise, ancak şirketin mal varlığından bütün borçlar ödendikten ve tasfiye masrafları çıktıktan sonra, kalanı, hisseleri oranında paylaşırlar.

Yalnız, tahvil alacaklıları icra, iflas ve tasfiyede yeterince korunmuş değillerdir. TTK, tahvili kıymetli evrak saydığı halde, İcra İflas Kanunu tahvili bono, çek ve poliçe gibi mütalaa etmemiş, öncelik bakımından adi borç senedi gibi ticari senetlerin gerisinde bırakmıştır.

Türkiye'de Kurulca kayda alınan, satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının ihraç değerinin binde üçü tutarında bir ücret Kurul nezdindeki bir “özel hesaba yatırılmaktadır. Bu kapsamda tahvil ihraçları için de bu ücret yatırılmaktadır. Özel hesap Sermaye Piyasası Kurulu'nun giderlerini karşılamak amacıyla oluşturulmuştur. Batı ülkelerinde ise, kamu otoritesi tarafından oluşturulan fonlara/hesaplara, her tahvil ihracı dolayısıyla ihraç eden şirketlerce belli bir oranda prim yatırılmakta, tahvil ihraç eden bir şirket tahvillerinin anapara veya faizlerini ödeyemediği takdirde, tahvil sahiplerinin alacakları tamamen veya belli bir oranda bu sigorta fonundan ödenmektedir.

Hisse senedi sahipleri ise tamamen risk altındadır. Bu risklerden biri temettü alıp almama riskidir. Hisse senedi yatırımı tahvillere nazaran daha riskli bir yatırım konusudur.

Tahvil ve hisse senetlerinin önemli bir ekonomik farkı da, tahvillerin sabit gelirliliği, hisse senetlerinin de değişken gelirliliği olmasıdır. Tahvillerde faiz oranlarını devlet tayin eder. Faiz oranlarının enflasyonun altında tutulduğu çok görülmüştür. Bu durumda tahvilin gerçek geliri sıfır olabileceği gibi, 1978-1980 yılları arasındaki dönemde görüldüğü gibi negatif hale de gelebilir.

6.5. Diğer Menkul Kıymetler

Gelir Ortaklığı Senetleri (Gos)

Gelir ortaklığı senetleri (Revenue Sharing Certificates) köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ile benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılacak senetlerdir.

Bu tanım iki önemli özellik arz etmektedir.

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

b) Bu gibi tesislerin mülkiyeti ve işletmesi ile ortaklık senedi alanların hiçbir ilgisi yoktur.

Gelir ortaklığı senetleri, hukuki statüsü itibariyle adındaki "ortaklık" ibaresine rağmen, değişken faizli bir tahvil özelliği taşımaktadır. İstenildiği an paraya çevrilebilir, genellikle üç veya beş yıl vadeli ve başlangıç yıllarında vergiden muaf tutulmuştur. 2983 sayılı kanunun 14. maddesi ilk beş yıl gelir ortaklığı senetlerinden hiç vergi alınmamasını, bunu izleyen üç yıl için vergilerde % 50 indirim yapılmasını öngörmekteydi.

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

- Altyapı yatırımlarına devlet bütçesi dışında kaynak sağlamak,
- Soyut nitelikte olan devlet tahvili ve hazine bonusu yerine somut imajlı olan köprü ve barajların adlarını kullanarak daha kolay borçlanmak,
- Küçük kupürler çıkararak sermaye piyasasının yararlanacağı yeni bir araç yaratmak,
- Özellikle faiz geliri elde etmekten çekinen ve haram sayan tasarruf sahiplerine gelir ortaklığı ismini kullanmak suretiyle ulaşmak,
- Enflasyon hızı aşağıya çekildiğinde, yüksek ve sabit faizli devlet tahvillerinin hazineye getirdiği faiz yükünü hafifletmek.

Gelir ortaklığı senetleri, vergi avantajı ve teminat olarak kullanılabilmesi gibi nedenlerle işletmelerin ve kurumsal tasarrufluların talep ettiği bir menkul değer türü olmakla beraber, yatırımcıların gelir ortaklığı senetlerini talep etmelerinin değişik nedenleri de olmaktadır.

Öncelikle gelir ortaklığı senetlerinin ihracı ile tasarruf sahibi, tahvil ve hisse senedi dışında menkul kıymet türleri de olduğu konusunda bilinçlenmiştir ve tasarrufların boşta kalan bir bölümü de bu suretle hareketlendirilmiştir.

Bazı olumlu yanlarının yanı sıra, gelir ortaklığı senetlerinin sakıncalı tarafları da bulunmaktadır. Gelir ortaklığı senetlerinin en önemli sakıncalarından biri, bunlara devletçe taahhüt edilen enflasyon oranının üzerinde gelir sağlama garantisi sorunudur. Bu durumda gelir ortaklığı senedi uygulaması ile kamu hizmeti anlayışı çelişmektedir. Eğer enflasyon ve faiz oranları düşürülmezse, senet satın alanlara taahhüt edilen reel gelirin gerçekleştirilebilmesi için bu hizmetlerin (köprü, elektrik vb.) fiyatlarına zam yapılması gerekmektedir. Ayrıca sistemin olumsuz sonuçlar ortaya çıkarmaması için elde edilen fonların hızla yatırıma dönüştürülmesi gerekmektedir. Tamamlanması yıllar alacak olan büyük baraj projelerinin, ortaklık senedi süresi içinde tamamlanıp gelir getirmesi güç olacağından, bunların anaparaları ya hazineden karşılanacak, ya da yeni gelir ortaklığı senetleri çıkarılarak bunlardan elde edilecek gelirlere ihtiyaç duyulacaktır.

Bu verilerin ışığı altında, gelir ortaklığı senedi sistemi kamuya fon sağlanması açısından ilginç bir uygulama olmakla beraber, toplanan fonların etkin ve verimli kullanılmaması ve

ekonomik istikrar sağlanamaması halinde ciddi sakıncalar ortaya çıkarılabilecek, dikkatli kullanılması gereken hassas dengelere sahip bir araçtır.

6.6. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar

a) Banka Bonoları

Kalkınma ve Yatırım Bankalarının borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurulca kayda alınmasını müteakip ihraç ettiği emre veya hamiline yazılı bir sermaye piyasası aracıdır. Banka bonolarının vadesi en az 60, en çok 720 gün olmak üzere satış sırasında belirlenerek tanzim anında bono üzerine yazılır.

b) Banka Garantili Bonolar

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

Tedavül limiti, bankanın ilgili Tebliğ hükümlerine göre satabileceği bonolardan herhangi bir anda tedavülde bulunabilecek azami tutarı (nominal) ifade eder. Tedavül limiti, bankanın 3182 sayılı Bankalar Kanununun 56. maddesine göre düzenlediği vebağımsız denetimden geçmiş olan üçer aylık hesap özetinde görülen ödenmiş sermaye ve genel veya bu görevi ifa eden organlarca onaylanmış son bilançosunda görülen yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların düşülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. Tedavül limiti, Kanunun 13. maddesine istinaden çıkartılan ve bunu değiştiren Bakanlar Kurulu kararlarındaki esaslar çerçevesinde arttırılabilir.

6.7. Finansman Bonoları

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

bonoları, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır.

Finansman bonolarının vadesi 60 günden az 720 günden çok olmamak üzere ihraççı tarafından belirlenir. İskontolu olarak ihraç edilir. Finansman bonolarının nominal değeri anapara ile faizi içerir.

Finansman bonoları aşağıdaki formülle hesaplanan değer üzerinden satılır. İkincil piyasaları vardır.

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

a: vadeye kalan gün sayısı;

b: vade günü sayısı

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

Finansman bonusu türleri:

Finansman bonoları teminatlarına göre;

-A tipi: Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları

-B tipi: İhraççıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları

-C tipi: Banka garantisi taşıyan finansman bonoları

-E tipi: Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları

-F tipi: Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonoları

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

6.8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (Vdmk)

Varlığa dayalı menkul kıymetler, genel finans ortaklıkları, bankalar, finansman şirketleri, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilebilir.

Menkul kıymetleştirme (securitization) uygulamasının alacaklara dayalı bir versiyonu olarak türetilen varlığa dayalı menkul kıymetler, Temmuz 1992'de düzenlenerek Türk Sermaye Piyasasının en çok ilgi çeken yatırım enstrümanlarından biri olmuştur.

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

Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), 31.07.1992 tarihli 21301 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: III Tebliğ No: 14 ile düzenlenmiştir. Buna göre Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya temellük edecekleri alacaklar karşılığında, Kurulca kayda alınarak ihraç edebilecekleri kıymetli evraktır (Burada "temlik", alacağın devredilmesi; "temellük" ise alacağın devralınması olarak düşünülebilir).

İhraç Edilecek Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Konusunu Oluşturabilecek Alacak Türleri

a. Tüketici Kredileri

Bankaların gerçek kişilere, ticari amaçla kullanılmamak kaydıyla, mal ve hizmet alımları dolayısıyla, açmış oldukları bireysel krediler ile finansman şirketlerinin kendi mevzuatları çerçevesinde gerçek ve tüzel kişilere açmış oldukları krediler,

b. Konut Kredileri

Bankaların, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile yapılan anlaşma hükümlerine göre kendi kaynaklarından hazır konut alan kişilere açtıkları bireysel krediler, bankaların verdikleri ipoteğe dayalı bireysel konut kredileri ile konut sektörünü kredilendirmeye yetkili KİT statüsündeki bankaların kendi mevzuatları çerçevesinde açtıkları krediler,

c. Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar

Finansal kiralamaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakları,

d. İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar

Bankalar ve özel finans kurumlarının açmış oldukları ve fiilen ihracatta kullandıkları krediler ile faktoring işlemleri yapan anonim ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığında belgeye dayalı alacaklar,

e. Diğer Alacaklar

Bankalar dışındaki mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile **mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil** KİT'lerin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan, senede bağlanmış alacaklar,

f. Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak T.C. Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları,

g. T. Halk Bankası'nca esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri

h. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları.

VDMK İhraç Edebilecekler

- a) Bankalar,
- b) Finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar,
- c) Genel finans ortaklıkları,
- d) Gayrimenkul yatırım ortaklıkları,**
- e) Finansman şirketleri olabilirler.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, doğrudan veya alacakların temellükü suretiyle dolaylı olarak ihraç edilebilir.

Bankalar, (a), (b) ve (d) bentlerinde belirtilen krediler, finansman şirketleri (a) bendinde belirtilen kendi mevzuatlarına göre açmış oldukları krediler, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar (c) bendinde belirtilen, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ise (h) bendinde belirtilen, kendi işlemlerinden doğan alacaklar karşılığında doğrudan varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilirler. Bankalar ile Genel Finans Ortaklıkları, yukarıda belirtilen alacakları temellük ederek, bu alacaklar karşılığında varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilirler.

Alacaklarını temlik eden kuruluş ile genel finans ortaklığı veya banka arasında "Temlik sözleşmesi" yapılır. Bu sözleşmede alacaklarını temlik eden kuruluşun, "Borcun muacceliyet kazanmasından itibaren üç gün içinde ödenmemesi halinde borçlulara herhangi bir ihtar, ihbar, protesto, icra takibi ve dava ikamesine gerek olmaksızın genel finans ortaklığına veya bankaya ödenmeyen borç tutarını ödeyeceğiz" ifadesine de yer vermesi gerekmektedir.

Bankalar dışındaki ihraççılar tarafından ihraç edilen VDMK'lerde Sermaye Piyasası Kurulunca gerekli görülmesi halinde banka garantisi sağlanması şarttır.

Alacaklar karşılık gösterilerek ihraç edilecek VDMK'lerin halka arzı, bu yolla satışı için de Kurul kaydına alınması zorunludur. İhraç edilecek VDMK ın nominal değerleri toplamı, her

bir tertip için, bu tertibin dayalı olduğu alacaklar portföyünde yer alan alacakların ihraç tarihindeki toplam tutarının yüzde 90'ını aşamaz. İskonto esasına göre satılabileceği gibi, dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak ihraç edilebilir. İkincil piyasada alım satımı serbesttir. İhraççılar VDMK'ya dayanak teşkil eden alacaklar portföyünü kendi mal varlıklarından ayrı ve özel hesaplarda izlemek ve bunlar için ayrı muhasebe tutmakla yükümlüdürler. Kurul menkul kıymet satışını kayda aldığı kuruluşların bunlara ilişkin hesap ve işlemlerini denetler. İlgili kuruluşlar, her ayın bitimini izleyen 10 gün içinde söz konusu aya ilişkin ödemeleri gösteren tabloyu Kurul'a gönderirler.

VDMK'ler itfa edilinceye kadar, bunların karşılığını oluşturan alacaklar ve duran varlıklar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez.

Gayrimenkul Sertifikaları

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

Gayrimenkul sertifikası ihraç etmek isteyen ortaklıkların;

a) Gayrimenkul sertifikası ihracına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükteki en az bir projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamelerine uygun olarak Kurula başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış olması,

b) Üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanıma sahip olduğunu belgelendirmesi şarttır.

İhraççının edimlerinin ve belirlenen cezai şartların bir banka tarafından garanti edilmesi ve gayrimenkul sertifikalarının Kurul kaydına alınması zorunludur.

Sertifika ihracı karşılığında elde edilen para banka tarafından açılan özel bir hesapta toplanır ve bu para vekilin özen borcu çerçevesinde bankaca gelir elde edilecek şekilde ihraççı adına değerlendirilir.

Asli edimi (gayrimenkul sertifikasında belirtilen sürede mülkiyetin gayrimenkul sertifikası sahibine geçirilmesi yükümlülüğü) kullanmak isteyen sertifika sahipleri, sertifikada belirtilen tarihlerde almak istedikleri bağımsız bölümün gerektirdiği sayıda sertifika ibraz etmek; ihraççı ise, belirtilen sürede gayrimenkulün mülkiyetinin tesisini ve teslimini yapmak zorundadır.

6.9. Menkul Kıymetlerde Devir, Temlik, Zayi Olma Ve Zaman Aşımı

Hisse Senetleri ve Tahvillerde Devir

"Devir", bir hakkın bir kimseden bir başka kimseye geçmesidir. Hamiline yazılı menkul kıymetlerin mülkiyeti teslimle geçer. Nama yazılı menkul kıymetlerde ise mülkiyet, teslim ve yazılı temlik beyanı ile geçer. Nama yazılı senetlerde devir ve temlik keyfiyetinin şirkete karşı hüküm ifade etmesi (şirketi bağlaması) için, devir ve temlikin şirketteki pay defterine kaydedilmesi gereklidir.

Hisse Senetlerinde Devir

Hamiline Yazılı Hisse Senetlerinin Devri

Hamiline yazılı hisse senetlerinden doğan hakkın devri, senet üzerindeki zilyetliğin devri ve devir sözleşmesiyle olur. Devir sözleşmesinin geçerliliği şekle bağlı değildir. Bu nedenle senet üzerindeki zilyetliğin devri, hem hakkın devrini, hem de devir sözleşmesini ifade eder. Bu özelliği dolayısıyla hamiline yazılı hisse senetlerinin devri herhangi bir sözleşme veya ortaklık esas sözleşme ile kısıtlanamaz veya yasaklanamaz.

Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri

Ortaklık esas sözleşmesinde devir şekli hakkında herhangi bir hüküm yoksa, nama yazılı hisse senetleri hem ciro, hem de temlik anlaşması ile devredilebilir. Ancak esas sözleşmede bu devir şekillerinden birinin uygulanması öngörülebilir. Nama yazılı hisse senetlerinin devri için, senet temlik amacıyla tam veya beyaz ciro ile ciro edilmeli veya temlik beyanı ile -senet üzerinde veya ayrı bir temlikname ile temlik edilmeli ve bu işlemlerden sonra da senedin zilyetliği devralana nakledilmelidir. Zilyetliğin geçirilmesi de, senetlerin mülkiyetinin devri amacıyla yapılmalıdır. Senetlerin maliki olan devralan, ortaklığa karşı pay sahibi sıfatını, ancak pay defterine kayıpla kazanabilir.

a) Temlik- Nama yazılı hisse senetlerinin devri için üzerindeki zilyetliğin devri ile bir devir beyanına ihtiyaç vardır. Bu beyan senedin üzerine ya da ayrı bir kağıt üzerine yazılabilir. Nama yazılı pay senetlerinin devri, temlik sözleşmesi ile gerçekleştiğinde hak ve yükümlülükler bir bütün olarak devredilir.

b) Ciro - Nama yazılı hisse senetlerinin devrinde, ciro yoluyla devir öngörülmüştür. Ancak nama yazılı kıymetli evrakın devri için, ayrıca “devir beyanı” da gerekmektedir. Bu nedenle bir görüşe göre, nama yazılı hisse senetleri, ciro ile devredildiği ve esasen emre yazılı senet grubuna (karakterine) dahil olduğu için, hisse senetlerinin serbestçe, ortaklığın muvafakati olmaksızın, ciro ve teslim yolu ile devredilebileceği sonucuna varılır.

Türk Hukukunda baskın olan görüş nama yazılı hisse senetlerini “beyaz ciro” ile devredilebileceği ve bu şekilde yapılan devir ile senedin, hamiline yazılı hale dönüşmeyeceği, sadece "hamiline yazılı hisse senetleri gibi" tedavül kabiliyetinin doğacağı noktasında birleşmektedir.

c) Teslim - Nama yazılı hisse senetleri ister ciro, isterse temlik anlaşması ile devredilsin, senetlerin devralana teslimi şarttır. Mülkiyet, her iki işlemin birlikte yapılması sonucunda, nama yazılı pay senetleri ile birlikte devralana geçer. Buradaki "teslim" kavramı geniş yorumlanmakta olup, asli zilyetliğin devri ve teslimsiz iktisap hallerini de kapsamaktadır.

d) Pay Defterine Kayıt - Pay defterine kim kayıtlı ise, anonim ortaklık açısından pay sahibi odur. Pay defterini tutmakla görevli organ, yönetim kuruludur. Bu deftere, payın üzerinde bulunan kısıtlamalar da (intifa, rehin, haciz vb) gösterilmelidir.

Yönetim kurulu, kuruluşta, kurucuları re'sen pay defterine kayıt eder. Devir halinde, devralan senedin usulüne uygun devredildiğini ispat ederek, yönetim kurulundan isminin pay defterine geçirilmesini ister. Yönetim kurulu, hisse senedi devirlerini öğrense bile kayıt için talep olmadan re'sen pay defterine bu devri işleyemez. Pay sahibinin vefatı halinde veraset ilâmının mirasçılar tarafından ibraz edilmesi gerekir. Cebri icrada ise icra memurunun bildirimini geçerli olur.

Senedin devrinden sonra, devir ortaklığa bildirilir ve senede bağlı olarak şirketçe konmuş herhangi bir kısıtlama yoksa, yönetim kurulu bu devri pay defterine kayıt etmekten kaçınamaz.. Ancak, yönetim kurulu, ciro zincirinin muntazam olup olmadığını incelemek zorundadır. Devrin şeklen tamam olduğunu yönetim kurulu saptadığında, yeni pay sahibini pay defterine kayıt eder.

Tahvillerde Devir

Hamiline yazılı tahvillerin devri

Hamiline yazılı tahvillerin devrinde, hamiline yazılı kıymetli evrakın devrine dair prensipler uygulanır. Burada da devir, senet üzerindeki zilyetliğin devri ve geçerliliği şekle bağlı olmayan devir sözleşmesiyle olur.

Nama yazılı tahvillerin devri

Alacaklı gerçek kişilerin ad ve soyadı ile tüzel kişilerin ticari ünvanlarını taşıyan bu tahvillerin devri, senet üzerine veya ayrı bir kağıda yazılı devir beyanının imzalanması ve senet üzerindeki zilyetliğin devri suretiyle yapılır. Kanun veya sözleşme ile başka kimselerin, bu arada bizzat borçlunun da devre iştirakleri mecbur kılınabilir. Bu durumda nama yazılı tahvillerin devrinde borçlu ortaklığın rızası aranabilir. Böyle bir sözleşme yoksa, devrin ortaklığa karşı geçerli olabilmesi için, ortaklık muvafakatine gerek yoktur.

Ortaklık, TTK 428. madde hükmüne göre nama yazılı tahvillerin kaydına mahsus bir defter tutmak zorunda olduğundan, devrin de bu deftere kaydı gerekir. Bu halde ortaklık, deftere kayıttan imtina edemez. Ancak devreden tahvil bedelinden dolayı bakiye borcu varsa, bu bedel ortaklığa ödeninceye kadar borcun nakli söz konusu olduğundan, ortaklık BK m. 173 vd. hükümleri gereğince kayıttan imtina edebilir.

Menkul Kıymetlerin Zayii, Ödeme Yasağı ve İptali

Hisse senedinin zıyaı, doğal bir afet (deprem, su baskını gibi) veya bir insan fiiliyle (çalınma, yırtılma gibi), hamilin rızası (iradesi) olmaksızın senedin elinden çıkması veya elinde bulunmakla birlikte yıpranma bozulma gibi nedenlerle artık kullanılamaz hale gelmesidir.

Belli bir olayda, şekli ve maddi şartlar mevcut ve iptali talep eden, zayı edilen hisse senedine sahip olduğunu kuvvetle muhtemel gösteren delillerle, mahkemede yeterli kanaat uyandırıyorsa, senedin iptaline karar verilecek; aksi halde iptal talebi red edilecektir.

Kıymetli evrak olan hisse senetlerinde hak ile senet sıkı sıkıya birbirine bağlıdır. Hisse senedi zayı edildiğinde, TTK 'daki ödeme yasağı ve iptal prosedürü uygulanarak hak ile senet arasındaki bağıllık mahkeme kararıyla kaldırılır ve söz konusu hakkın senetsiz de talep edilebilmesi imkanı sağlanır.

Hisse senetlerinin tedavülü mümkün olmayacak biçimde yıpranmış veya bozulmuş olmakla birlikte, esaslı unsurları ve ayırt edici vasıfları tereddüte meydan vermeyecek şekilde anlaşabiliyorsa, iptal hükümlerinin uygulanmasına gerek yoktur. Şirketten yeni bir senet ihdası istenebilir. Hisse senedi sahibi masraflarını peşin ödeyerek şirketten yeni hisse senetleri veya ilmühaber istemek hakkını haizdir.

Zayi Nedeniyle Ödeme Yasağı ve İptal Davası Açabilecekler :

1. Hisse senedinin zilyedi (elinde bulunduran)/maliki olan,
2. İptal kararı verilmesinde haklı bir menfaati bulunan söz konusu davayı açabilir.

Nama yazılı hisse senetlerinde, pay defterine kayıt yapılmamışsa, iptali talep edecek olan devreden mi; yoksa devralan mıdır? Nama yazılı hisse senetlerinde devir; tam ciro ve zilyetliğin nakli ile olur; ancak böyle bir devir şirkete karşı keyfiyetin pay defterine kaydedilmesi ile hüküm ifade eder. Burada, senet üzerinde hak sahibi olan kişi devralan olduğuna göre, zayi edilen senedin iptalini talep etmek yetkisi de ona ait olur. Öte yandan, mirasçılar da bu davayı açabilirler.

Hamiline Yazılı Senetlerin İptali Yöntemi:

a) Senedin Kimin Elinde Bulunduğu Bilinmiyorsa :

Bir başvuru dilekçesi ile yetkili mahkemeye (anonim şirketin merkezinin bulunduğu yer mahkemesi) ödeme yasağı ve iptal kararı verilmesi talebiyle müracaat edilir. Hisse senedi çalınmış ise ayrıca Cumhuriyet Savcılığı'na da suç duyurusunda bulunulur.

Başvuru dilekçesinde; hisse senedinin kaybedildiği veya çalındığı belirtilerek hisse senedine ait bütün bilgiler (Tertip, Grup, Adet, Küpür, Nominal Değer, Seri No., Ödenmiş Sermaye) yazılır ve iddiayı ispatlamaya yönelik (varsa) yazılı delillerde eklenir.

Hamiline yazılı senetlerde zilyetlik mülkiyete karine olduğundan, davacının mahkemede sadece zilyetliğini ispat etmesi yeterlidir. Mahkeme, başvuranın senedin zilyedi bulunduğu ve onu zayi ettiğini kuvvetle muhtemel görmesi durumunda, bu yolda karar verir ve tedbir mahiyetinde verdiği ödeme yasağı kararı, tedavülün önlenmesi amacıyla, hisse senedini

ihraç etmiş şirkete, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanlığı'na, Takasbank'a ve diğer ilgili yerlere bildirilir.

Hisse senetleri üzerinde iyiniyetli olarak hak sahibi olduğunu iddia eden kişiye karşı, altı ay içinde mahkemeye başvurması, aksi halde senedin iptal edileceği yönünde Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde (TSG) üç kez ilan yapılır. Hamiline yazılı senedin getirilmesi için verilecek en az 6 aylık süre, ilk ilan tarihinden itibaren işlemeğe başlar. Mahkeme yerinde görürse bu süreyi uzatabilir.

İlanda belirtilen süre içinde hisse senetleri üzerinde iyiniyetli olarak hak sahibi olduğunu iddia eden üçüncü şahıs çıkmaz ise, mahkemeden iptal kararı alınır veya mahkeme gerekli görürse başka tedbirler alabilir. Hamiline yazılı senedin iptal edildiği hususu, TSG'nde ve mahkemenin gerekli görmesi halinde başka vasıtalarla derhal ilan edilir.

Yargılama esnasında sermaye artırımını sebebiyle senet üzerinde bedelli rüçhan hakkı kullanımını olduğu takdirde, rüçhan bedelinin ihraç eden şirkete yargılama sonucuna kadar bloke kaydıyla yatırılması şartı ile şirketten bütün haklarıyla iptal edilen hamiline yazılı hisse senetlerinin yerine geçmek üzere yeni hisse senetleri alınır.

Senet ibraz edilirse, mahkeme dilekçe sahibine senedi iade etmesi hususunda dava açmak için bir süre tayin eder. İlan ile davet sonucu, senedi ibraz eden hamil kötü niyetli ise istirdat davası açılabilir. Hakim tarafından verilen süre içerisinde bu dava açılmazsa ihtiyati tedbir kararı kalkar ve senet üçüncü kişiye iade edilir. Bu takdirde, kalkan ödeme yasağı kararı ilgili yerlere bildirilir. Hisse senetleri tekrar dolaşım kabiliyeti kazanır.

b) Senedin Kimin Elinde Olduğu Biliniyorsa:

Senedi zayi eden hamil, önleyici tedbir aldıktan sonra, senedin kimde olduğunu biliyorsa, istirdat davası açacaktır. Yeni zilyete karşı 5 yıl süre ile bu dava açılabilir. İstirdat davası açılabilmesi için senedin yeni hâmilinin kötü niyetli veya iktisabında ağır kusurunun varlığı aranır. Hamile yazılı senedi iyi niyetle iktisab eden kişiye istirdat davası açılmaz.

Nama Yazılı Hisse Senetlerinin İptali Yöntemi:

Hamiline yazılı hisse senetlerinin iptali için öngörülen prosedür takip edilir. Nama yazılı hisse senedini elinde bulunduran iyiniyetli olsa bile, nama yazılı senet menkul hükümlerine tabi olur ve 5 yıllık zaman aşımı süresi içinde ona karşı istirdat davası açılabilir. Burada nama yazılı senet sahibi (iptali talep eden davacı), senedin kendi adına düzenlendiğini de ispatlamakla yükümlü olup, hamilin kötü niyetli olduğunu ispat zorunluluğu yoktur.

Bağımsız Kuponların İptali:

Kupon iptali için ispat ve ilan usullerine başvurmaya gerek yoktur. Kupon varakası ve talon zayi olmuşsa, mahkemeye bir dilekçe ile başvurulur. Esas senedin ibrazı talebin haklı olduğunu göstermeye yeterlidir. Asıl senet nama yazılı olsa dahi, hamiline yazılı senet gibi iptal olunur. Bağımsız kuponun zayi edildiği ispatlanmışsa, mahkeme vadesi gelmiş kupon bedelinin derhal, vade henüz gelmemişse vadede mahkemeye yatırılmasına karar verir. Bedel, vade gelmişse yatırıldığı, gelmemişse vadesinden itibaren, 3 yıl süre ile mahkemede kalır. Mahkeme, üç yıl geçip de kimse kuponu ibraz etmezse, yatırılmış olan bedelin dilekçe sahibine verilmesi konusunda karar verir. Kupon ibraz edilirse, genel hükümlere göre istirdat davası açılması için süre verilir.”

Menkul Kıymetlerde Zaman Aşımı

Bir mülkiyet senedi olması ve vada taşımaması nedeniyle hisse senedinde zaman aşımı sözkonusu değildir. Ancak tasfiye bakiyesinden pay alma, tasviye tarihinden itibaren 10 yıllık genel zaman aşımına; kâr payı (temettü) ise 5 yıllık zaman aşımına tabidir. Tahviller, borç senedi olduğundan, ana para alacakları taşıdığı en son kupon vadesinden veya itfaya uğramışsa itfa tarihinden itibaren 10 yıl sonra zaman aşımına uğrar. Tahvil faizi alacaklarında ise zaman aşımı süresi 5 yıldır.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Oydan yoksun hisse senetlerinin temel özellikleri nelerdir?

Soru 2. Kimler tahvil ihraç edebilir?

Soru 3. Hisse senedi ile tahvil arasındaki farklılıklar nelerdir?

Soru 4. Varlığa Dayalı menkul Kıymet nedir, kimler çıkartabilir?

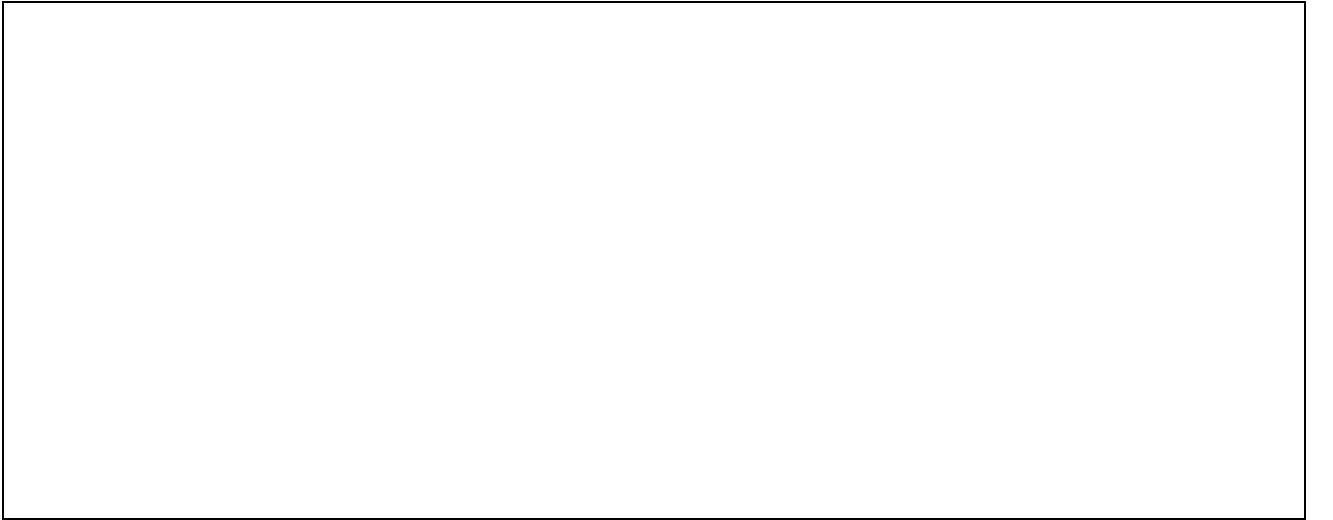
Soru 5. Menkul kıymetlerde devir ne şekilde gerçekleşir?

7. KOTASYON VE BORSA'DA İŞLEM GÖRME

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 7.1.**
- 7.2.**
- 7.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

7.1.Kotasyon, Pazar Açılması, Halka Arz ve İMKB' de İşlem Görme

Genel Anlamda Kotasyon

Kotasyon, menkul kıymetler borsalarındaki sürekli işlem görmesi talep edilen sermaye piyasası araçlarının ilgili borsa yönetmeliklerindeki şartları taşımaları durumunda ilgili Pazar listesine kayıt edilmesi ve işlem görmesinin kabul edilmesidir.

Menkul kıymetler borsalarında alım satıma konu olabilecek sermaye piyasası araçlarının, ilgili borsa yönetmeliğinde işleyiş esasları belirlenen pazarlara kote edilmiş olması şarttır. Bir ortaklığın borsa kotuna alınan sermaye piyasası aracı, kota alındığı ilgili pazarda işlem görür.

Menkul kıymetler borsalarında, sahiplerine ortaklık veya alacaklılık hakkı veren menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları ilgili borsa pazarına kote edilip sürekli işlem görebilir. Kote edilmeyen menkul kıymetler ise oluşturulan özel pazarlarda (Kot dışı pazar) işlem görebilir.

Bir ortaklığın, borsanın bir pazarına kote edilecek sermaye piyasası araçlarının sahiplerine eşit haklar vermesi gerekir. Yönetime katılma, yönetim kuruluna üye seçme, oy kullanma, kardan pay alma, tasfiyeden pay alma bakımından farklı haklara sahip ortaklık hakkı taşıyan menkul kıymetler aynı işlem bölümünde işlem göremez.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nda Genel Kotasyon Esasları

Menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması ve menkul kıymetlerin Borsa'da işlem görmesi ile ilgili yapılan başvuruların incelenmesi ile hisseleri işlem gören şirketlerin izlenmesi başlıca kotasyon faaliyetleridir. Ayrıca İ.M.K.B.'nda menkul kıymetlerin işlem göreceği pazarların oluşturulması ve işlem gören menkul kıymetlerin sağlıklı bir piyasada alınıp satılmasını sağlayacak ve fiyatlarını etkileyebilecek önemli bilgilerin ve gelişmelerin takibi ve kamuya duyurulmasına ilişkin işlemler de kotasyon faaliyetlerine paralel olarak yürütülmektedir.

Menkul kıymetlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kotuna alınması, kotta kalması, kottan geçici ve sürekli çıkarılması, Borsa pazarlarında işlem görmesi ve işlemlerin sürekli veya geçici olarak durdurulması esaslarını düzenlemek; menkul kıymetlerin sağlıklı ve etkin bir piyasada açıklık ve dürüstlük içinde işlem görmesini sağlamak üzere menkul kıymetleri Borsa kotunda bulunan ve/veya Borsa Pazarlarında işlem gören ortaklıkların uyması gereken kurallar ile Borsa'ya verilmesi gereken bilgi ve belgeleri belirlemek amacıyla çıkarılan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon

Kotasyona Konu Olacak ve Borsa'da İşlem Görecek Menkul Kıymetler

Borsa'da, ortaklık hakkı veya alacaklılık hakkı sağlayan ve SPK tarafından menkul kıymet olarak kabul edilen sermaye piyasası araçları kote edilebilir.

Bu Yönetmelik ile kotasyon esasları düzenlenen menkul kıymetler dışında kalan diğer menkul kıymetlerin kotasyonu ile ilgili esas ve usuller, SPK'nın onayı ile Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Menkul kıymetlerin Borsa'da işlem görmeleri esastır. Bir ortaklığın halka arz edilmiş hisse senetleri, esas olarak aynı işlem sırasında işlem görür. Ancak, ortaklığın halka arz edilmiş farklı haklara sahip hisse senetleri bulunuyor ise, Yönetim Kurulu'nun kararıyla birden fazla işlem sırası açılabilir.

Bir menkul kıymetin ilgili pazara kabulüne, ihraççı kuruluşun veya elinde sözkonusu menkul kıymetten Yönetim Kurulu'nca tespit edilecek asgari miktarda bulunduran borsa üyeleri ile ilgili menkul kıymetin halka arzına aracılık hizmeti veren aracı kuruluşun başvurusu üzerine Yönetim Kurulu karar verebilir. Aracı kuruluşlarca kotasyon başvurusu yapılmış ise ilgili ortaklık gerekli tüm bilgi ve belgeleri Borsa'ya vermekle ve kotasyon ücretlerini zamanında ödemekle yükümlüdür.

Kota Alınmış Menkul Kıymetlerin İşlem Görmesi

Borsa'da kota alınmış menkul kıymetler için Yönetim Kurulu kararı ile hisse senedi pazarı, tahvil pazarı ve diğer menkul kıymet pazarları teşekkül ettirilebilir. Teşekkül ettirilen pazarlar ve buralarda işlem görecektür menkul kıymet türleri Borsa bülteninde ilân edilir. Pazarlar teşekkül ettirildikleri usule göre kaldırılabilir.

Kot içi pazarda işlem gören menkul kıymetler, bu Yönetmelik'te düzenlenen, kottan çıkarmayı gerektiren durumların oluşması halinde, Yönetim Kurulu kararı ile geçici veya sürekli olarak işlem görmekten men edilebilir. Yönetim Kurulu'nun işlem gören menkul kıymetlerin kottan geçici çıkarılmasına ilişkin kararında aksine hüküm yok ise, bu menkul kıymetler kot dışı pazarda işlem görür. Kottan geçici çıkarma süresi dolduğunda, sözkonusu menkul kıymetler tekrar kot içi pazarda işlem görmeye başlar.

Kota Alınmamış Menkul Kıymetlerin Borsa'da İşlem Görmesi

Borsa'da Yönetim Kurulu'nun kararı ile kota alınmamış veya kottan çıkarılmış menkul kıymetlerin işlem göreceği pazarlar teşekkül ettirilebilir. Bu pazarlarda kottan çıkarılmış menkul kıymetler ile SPK kaydına alınmış ancak kota alınmamış menkul kıymetler işlem görürler.

Hisse senetleri kot dışı pazarda işlem gören ortaklıkların sermaye artırımları nedeniyle ihraç edecekleri hisse senetlerinin kot dışı pazar kaydına alınmasında da bu Yönetmeliğin ilave kotasyon zorunluluğu hükümleri uygulanır.

İlave Kotasyon Zorunluluğu

Hisse senetleri Borsa kotunda bulunan ortaklıkların bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımları nedeniyle ihraç edecekleri hisse senetlerinin dağıtım tarihinin Borsa'ya bildirilmesi, bu Yönetmeliğin uygulanması bakımından ilave kotasyon başvurusu olarak kabul edilir. Bu ortaklıkların sermaye artırımını nedeniyle ihraç edecekleri hisse senetleri, sermaye artırımının tamamlandığına ilişkin belgeler ile bilgi formu dışında, bu Yönetmeliğin 9'uncu ve 10'uncu maddelerinde belirtilen bilgi ve belgelerin verilmesi gerekmeksizin ve bu Yönetmelik'te yer

alan kotasyon şartları aranmaksızın Borsa kotuna alınır. Sermaye artırımının tamamlandığına ilişkin SPK'dan alınan belge veya Ticaret Sicili tescil belgesi, alındıktan sonra bilgi formu ile birlikte 2 işgünü içerisinde Borsa'ya gönderilir.

Hisse senetleri Borsa kotunda bulunan ortaklıkların sermaye artırımını nedeniyle ihraç edecekleri hisse senetleri, ortaklara dağıtım tarihinden itibaren ilgili düzenlemeler çerçevesinde Borsa'da işlem görmeye başlar.

7.2. Kotasyon Şartları

Ortaklık Haklarını Temsil Eden Menkul Kıymetlerin İlk Kotasyonu

Ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetlerin ilk kotasyonunda aşağıdaki şartlar aranır.

Ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetler, ilk kotasyon şeklinde kote ediliyor ise; başvurunun, başvuru tarihine kadar ihraç edilmiş bu tür menkul kıymetlerin tamamını kapsayacak şekilde yapılmış olması ve ortaklığın;

- a) Son 3 yıl ve ilgili ara dönem dahil olmak üzere mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması,
- b) Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması, ve son 3 yıllık döneme ilişkin mali tablolarının yayınlanması,
- c) Başvuru tarihinden önceki son 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre (halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 38.000.000 TL veya halka açıklık oranının %35 olması halinde son 1 yılda) vergiden önce kâr etmiş olması,
- d) Bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki özsermayesinin en az 13.000.000 TL olması,
- e) Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 20.000.000 TL ve nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının en az % 25 olması (Bu oranın % 25'in altında olması halinde, halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 38.000.000 TL olması),
- f) Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetiminin tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,

- g) Esas sözleşmenin Borsa'da işlem görecek menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,
- h) Ortaklığın üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların bulunmaması,
- i) Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son 1 yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato istenmemiş olması ve Borsa'ca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,
- j) Menkul kıymetlerin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,
- k) Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile hisse senetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi şarttır.

Oydan yoksun hisse senetleri ve imtiyazlı hisse senetleri gibi üzerinde taşıdığı haklar bakımından özelliği bulunan ortaklık hakkı veren menkul kıymetler için Yönetim Kurulu ilâve şartlar isteyebileceği gibi yukarıda belirtilen şartlardan bir kısmının aranmamasını da kararlaştırabilir.

Bu maddenin (c), (d) ve (e) bentlerinde belirtilen tutarlar, Devlet İstatistik Enstitüsü'nün yıllık üretici fiyatları endeksinde meydana gelen ortalama fiyat artışı oranı dikkate alınarak Yönetim Kurulu'nca arttırılabilir.

Birleşme ve Bölünmelerde Kotasyon

Hisse senetleri Borsa kotunda bulunan bir ortaklığın infisah ettirilerek tüm aktif ve pasiflerinin hisse senetleri Borsa kotunda bulunmayan bir başka ortaklığa devredilmesi ya da birleşme suretiyle yeni bir ortaklık kurulması durumlarında devralan/yeni kurulacak ortaklığın devralma/birleşme sonucu oluşan aktiflerinin en az %51'inin hisse senetleri Borsa kotunda bulunan ortaklık aktiflerinden karşılanmış olması halinde, devralan/yeni kurulacak ortaklık hisse senetlerinin kota alınmasında kotasyon koşulları aranmaz.

Son 3 yıldır faaliyette bulunan, son 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre vergi öncesi kâr elde eden ve hisse senetleri Borsa kotunda bulunan bir ortaklığın, üretim ve faaliyetleri ile ilgili olanlardan karşılanması ve sermayesinin asgari %51'ine sahip olması kaydıyla, son bilanço

aktif toplamının en az % 15'ini sermaye olarak tahsisi suretiyle yeni bir ortaklık kurulması halinde, bu ortaklıkların durumu gösteren belgelerle başvurmaları üzerine, bu Yönetmeliğin 13'üncü maddesinin (b) ve (c) bentlerinde belirtilen kotasyon koşulları aranmaz."

Yatırım Ortaklıklarına Ait Hisse Senetlerinin Kotasyonu

Yatırım ortaklıklarınca ihraç edilen hisse senetlerinin ilk kotasyonunda aşağıdaki şartlar aranır.

- a) Çıkarılmış sermayelerinin ve halka açıklık oranlarının en az SPK'nın ilgili tebliğlerinde belirtilen tutar ve oranda olması,
- b) Esas sözleşmenin Borsa'da işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,
- c) Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile hisse senetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi.

Borçluluğu Temsil Eden Menkul Kıymetlerin Kotasyonu

Borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması için aşağıdaki şartlar aranır.

Başvurunun tertibin tamamı için yapılmış olması,

- b) İhracın nominal tutarının en az 700.000 TL olması,
- c) İhracın tümünün halka arz yoluyla satışa sunulmuş olması,
- d) Ortaklığın;
 - 1) Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı (halka açıklık oranı en az % 25 ise 2 yıl) geçmiş olması,
 - 2) En son döneme ait mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması,
 - 3) Başvuru tarihinden önceki ard arda 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre vergiden önce kâr etmiş olması, (halka açıklık oranı en az % 25 ise, en son yılda kâr etmiş olması),
 - 4) Bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki özsermaye toplamının en az 1.300.000 TL olması,

- 5) Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,
- 6) Menkul kıymetlerinin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,
- 7) Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,
- 8) Esas sözleşmenin Borsa'da işlem görecektir menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması.

Hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvillerin kotasyonunda yukarıda sayılan şartlara ilave olarak tahvillerle değiştirilecek hisse senetlerinin bir borsa veya teşkilatlanmış piyasaya kote edilmiş olması şarttır. Ancak hisse senetlerinin değerine ilişkin bir fikir oluşturacak yeterli bilgiye yatırımcıların sahip olduklarına Borsa yönetimince kanaat getirilmesi halinde bu şart aranmayabilir.

Bu maddenin (b) ve (d/4) bentlerinde belirtilen tutarlar, Devlet İstatistik Enstitüsü'nün yıllık üretici fiyatları endeksinde meydana gelen ortalama fiyat artışı oranı dikkate alınarak Yönetim Kurulu'nca arttırılabilir.

Kota Alınmamış Özel Sektör Tahvillerinin Tahvil ve Bono Piyasası'nda İşlem Görmesine İlişkin Esaslar

Bu Genelge'nin amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nde yer alan esaslar çerçevesinde borsa kotuna alınmamış özel sektör tahvillerinden Borsa Yönetim Kurulu'nca Borsa'da işlem görmesi uygun görülenlere likidite sağlamak ve bu menkul kıymetlerin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.

İşlem Görecektir Özel Sektör Tahvilleri ve Pazara Kabul Şartı:

Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem görecektir kota alınmamış özel sektör tahvillerini belirleme yetkisi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetim Kurulu'na aittir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nde belirtilen kota alma şartlarını taşımayan özel sektör tahvilleri ile, Borsa Yönetim Kurulu'nca geçici veya sürekli olarak kot dışında işlem görmesine karar verilen özel sektör tahvilleri Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem görebilirler.

Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınan ve ihraççı ortaklık tarafından Borsa'da işlem görmesi için başvuruda bulunan ancak İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 16. maddesinde yer alan kotasyon koşullarını sağlayamadığından Borsa kotuna alınmamış olan özel sektör tahvillerinin Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem görmeye başlamasının kabul edilebilmesi için;

- a) Başvurunun tertibin tamamı için yapılmış olması,
- b) İhracın tümünün halka arz yoluyla satışa sunulmuş olması,
- c) Ortaklığın;
 - 1) En son döneme ait mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması,
 - 2) Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,
 - 3) Esas sözleşmenin Borsada işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması.
 - 4) Yapılacak inceleme sonucunda mali ve idari yapısının, tahvillerinin Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem görmesine engel olacak bir yapıda bulunmadığının anlaşılması gerekmektedir.

Bu çerçevede Borsa'ya yapılacak işlem görme başvurularının şekil ve içeriği hakkında Kotasyon Yönetmeliği'nin ilgili maddeleri uygulanır.

Tahvil ve Bono Piyasası'ndan Çıkarma

Sermaye Piyasası ve Borsa Mevzuatının ilgili hükümleriyle belirlenen yükümlülükleri yerine getirmeyen veya İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 27. maddesinde yer alan durumların

oluştugu şirketlerin ihraç ettiği ve Borsa'da işlem gören kota alınmamış özel sektör tahvilleri Yönetim Kurulu kararıyla geçici veya sürekli olarak işlem görmekten men edilebilir. ,

Borsa Yönetim Kurulu, gerekli gördüğü hallerde, çıkarma kararından önce ihraççı kuruluşu durumu düzeltmesi için süre vererek uyarabilir.

Yatırım Fonları Katılma Belgelerinin Kotasyonu

Sermaye piyasası mevzuatında ve yatırım fonu iç tüzüğünde Borsa'da işlem görebileceği belirtilen yatırım fonu katılma belgeleri, SPK'nın yazılı isteği üzerine Borsa kotuna alınır.

Kamu Kuruluşlarına Ait Menkul Kıymetlerin Kotasyonu (İMKB Kotasyon Yönetmeliği Madde 18)

Genel ve katma bütçeli daireler, mahalli idareler ve kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetler, ilgili Bakanlığın yazılı isteği üzerine Yönetim Kurulu tarafından Borsa kotuna alınır ve/veya işlem kurallarına göre işlem görür.

Kamu kuruluşlarına ait bağlı ortaklık ve iştiraklerle özelleştirme kapsamındaki diğer şirketlerin kamuya ait hisse senetlerinin halka arz ile satışı durumunda, bu Yönetmeliğin 13'üncü maddesinde belirtilen şartların tamamının ya da bir kısmının aranmamasına Yönetim Kurulu karar verebilir.

Yabancı Kuruluşlara Ait Menkul Kıymetlerin Kotasyonu

Yurtdışında yerleşik ve faaliyet gösteren yabancı kuruluşların menkul kıymetlerinin Borsa kotuna alınmasında bu Yönetmelikte yer alan kotasyon şartlarına ilave olarak ilgili Bakanlığın izni aranır. Ayrıca, başvurusu yapılan menkul kıymetlerin, çıkarıldıkları ülkenin en az bir borsasında kote edilmiş olması veya borsası bulunmayan ülkelerde çıkarılanların, Yönetim Kurulu'nca belirlenen kriterlere uygun olması gerekir.

Yabancı kuruluşlar, menkul kıymetlerinin Borsa kotuna alınması için bu Yönetmelik'te öngörülen bilgi ve belgeler ile Borsa'ya ve ilgili Bakanlığa başvurur.

Borsa kotuna alınacak yabancı kuruluşlara ait menkul kıymetlerin tedavülü için, sözkonusu menkul kıymetlerin İMKB Saklama Merkezi'ne veya bir bankaya depo edilmesi ya da kendi ülkelerindeki bir saklama şirketine depo ettirilip depo belgelerinin teslim edilmesi ve depo edilmiş menkul kıymet sertifikalarının tedavül etmesi istenebilir. Bu durumda, depo edilmiş menkul kıymet sertifikalarına ilişkin SPK'nın düzenlemeleri ile Yönetim Kurulu'nun belirlediği ilke ve yöntemler esas alınır.

Yönetim Kurulu, menkul kıymetlerin taşıdığı haklar ve tedavül kısıtlamalarına göre ya da çıkarıldıkları ülkelerin yasal düzenlemelerine göre, ilave şartlar isteyebileceği gibi, yerli ve yabancı kredi derecelendirme kuruluşlarınca derecelendirme çalışması yapılan borçlanma senetlerinin kotasyonunda bazı şartların aranmamasına da karar verebilir.

7.3. Kottan Çıkarma

Borsa Kotundan Çıkarmayı Gerektiren Durumlar

Aşağıdaki hallerde menkul kıymetler kotasyon komitesinin görüşü alınarak veya bu komitenin teklifi üzerine Yönetim Kurulu kararı ile sürekli veya geçici olarak Borsa kotundan çıkarılabilir. Yönetim Kurulu, kottan çıkarma kararını vermeden önce ilgili ortaklığı durumu düzeltilmesi için uyarabilir ve süre verebilir.

- a) Ortaklığın hesap dönemi sonuna ait bilançosunda yer alan dönem zararı ve birikmiş zararlar toplamının, özsermayenin dönem zararı ve birikmiş zararlar dışında kalan diğer kalemlerinin toplamına ulaşmış olması,
- b) Bu Yönetmeliğin 9'uncu maddesinin birinci fıkrasının (p) bendinde belirtilen beyan yazısına uyulmaması,
- c) Kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmemesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgenin derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere ilgili düzenlemeler çerçevesinde Borsa'ya bildirilmemesi ve benzeri konularla ilgili olarak getirilen düzenlemelere uyulmaması,

- d) Borsa yönetimince yapılacak düzenlemelere ve ilgili mevzuata uyulmaması,
- e) Ortaklığın iflasına karar verilmiş olması veya Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle faaliyetlerinin 3 aydan uzun bir süre için durdurulmuş olması,
- f) Ortaklığın, tasfiye veya süre dolma gibi herhangi bir nedenle sona ermesi,
- g) Ortaklığın, borçlarını ödemekte güçlük içerisinde girmiş veya finansman sıkıntısına düşmüş ya da konkordato mühleti talep etmiş olması,
- h) Ortaklığın Borsa'ya ödemekle yükümlü olduğu ücretleri ödememesi ya da aleyhine yapılan icra takibinin sonuçsuz kalması,
- i) Ortaklığın esas faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli izin, lisans, yetki belgesinin iptal edilmesi veya ortadan kalkması,
- j) Türk Ticaret Kanunu kapsamında ortaklığın, aktiflerinin satış fiyatları esas olmak üzere düzenlenen ara bilançosuna göre sermayesinin 2/3'ünü yitirmesi,
- k) Borsa'ya sunulan ara dönemler de dahil olmak üzere son iki döneme ait bağımsız denetim raporunun (sınırlı, sürekli, özel) olumsuz görüş içermesi veya görüş bildirmekten kaçınılması,
- l) Her türlü yangın, doğal afetler, harp hali, terör faaliyetleri üretim faktörlerinin 2/3'ünün faaliyetten çıkması ve benzeri nedenlerle ortaklık faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek gelişmelerin yaşanması,
- m) Ortaklığı temsile yetkili kişilerin veya ortaklık yönetiminde söz sahibi kişilerin, öncelikle Borsa'ya verilmesi gereken bilgi ve belgeleri, Borsa'ya vermeden önce Borsa dışındaki üçüncü kişilere, basın-yayın kuruluşlarına ve diğer kişi, kurum veya kuruluşlara vermiş olması,
- n) Borsa kotunda bulunan borçlanma senetlerinin itfa edilmesi ya da bakiyesinin talep edilmemiş kıymetlerden oluşması, ortaklığın vadesi dolan borçlanma senetlerini ödeyememesi ya da faizlerini zamanında ödeyememesi veya borçlanma senedi sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olabilecek işlemler yapması,
- o) Menkul kıymetin piyasa değerinin, nominal değerinin çok altına düşmesi veya işlem hacmi ya da işlem sıklığının genel ortalamaların çok altına inmesi veya işlem görmesinin sürekli ya da geçici olarak durdurulması,
- p) Borsa'ca veya Borsa tarafından görevlendirilenlerce istenecek bilgilerin verilmemesi veya eksik veya gerçeğe aykırı bilgi ve/veya belge verilmesi, defter ve belgelerin bu görevlilere ibraz

edilmemesi, saklanması, yok edilmesi veya Borsa görevlilerinin görevlerini yapmalarının engellenmesi.

Ortaklığın Kendi İsteği İle Menkul Kıymetlerin Borsa Kotundan Çıkarılması

Ortaklıklar, Borsa kotunda bulunan menkul kıymetlerinin kottan çıkarılması isteğiyle başvuruda bulunabilirler.

Kottan çıkarılması talep edilen menkul kıymetler Borsa'da işlem görüyor ise; Borsa Yönetim Kurulu kottan çıkarma kararı verirken ilgili ortaklıktan, yatırımcıların mağduriyetlerinin önlenmesi amacıyla bir takım tedbirler almasını şart koşabilir. Herhalûkarda, menkul kıymetlerin ihraççı ortaklıkların isteği ile Borsa kotundan çıkarılması için Borsa Yönetim Kurulu nihai karar merciidir.

Geçici veya Sürekli Kottan Çıkarılan Menkul Kıymetlerin Tekrar Borsa Kotuna Alınmaları

Borsa kotundan geçici olarak çıkarılmış menkul kıymetlerin tekrar Borsa kotuna alınabilmesi için, öncelikle kottan çıkarma kararına esas teşkil eden nedenlerin ortadan kalkmış olması, Yönetim Kurulu'nun çıkarma kararında süre ve şartlar yer almış ise, bu şartların yerine getirilmiş olması ve verilen sürenin dolmuş olması gerekir.

Yönetim Kurulu, geçici kottan çıkarma kararını, süre sonunda tekrar inceleyerek geçici kottan çıkarma süresini uzatmaya veya sürekli çıkarmaya dönüştürmeye karar verebilir.

Borsa'da işlem görmekte iken yeterli işlem hacmine sahip olmaması veya belli bir süre işlem görmemesi nedeniyle kottan çıkarılan menkul kıymetlerin tekrar işlem görmesi ve kote edilmesi için, yeterli pazar derinliği ile gerekli işlem hacmini doğurabileceği ve tedavül kabiliyeti olabileceği hususunda Yönetim Kurulu, ortaklıkça kendisine sunulan bilgi, belge ve gerekçelerin yeterli olduğuna karar vermiş olmalıdır.

Halka Arz ve Borsa'da İşlem Görme

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

Şirketler ve Halka Arz

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

Hisse senetlerini halka arz etmek suretiyle halka açılan ve hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler, halka arz yoluyla bir yandan sermayenin tabana yayılmasını sağlamakta, diğer yandan alternatif finansman yöntemleri arasında en ucuz kaynak niteliğinde olan fonlar ile yeni yatırımlara girebilme olanağına kavuşmakta, tasarrufçunun atıl fonlarını aktif hale getirmekte, kısa vadeli fonların uzun vadeli fonlara dönüşmesini sağlamaktadırlar. Halka açılan şirketlerin kurumlaşma süreci hızlanmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa süre içinde kavuşabilmektedirler.

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

Borsa'da işlem görme ile birlikte şirket yabancılar tarafından tanınmış olacağından şirketin ürünlerine yeni pazarlar açılarak ihracatında artış sağlanabilecektir. Ayrıca yurtdışı kuruluşlarla ortak girişimlerde (Joint Venture vb.) bulunmada halka açıklık ve Borsa'da işlem görme çok önemli bir referans teşkil etmektedir.

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

Diğer yandan, hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi ile birlikte şirketlerin hisse senetleri bankalar ve benzeri kurumlarca teminat olarak kabul edilebildiğinden bankacılık kesiminden daha fazla kaynak temini mümkün hale gelmektedir.

Halka açılacak şirketlerin izleyecekleri yasal prosedür ilerideki bölümlerde kısaca açıklanmıştır.

Halka Arz Yöntemleri

Esas olarak, halka açılmada üç yöntem izlenebilir.

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

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

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

a- Belli bir tertip ve guruba dahil olmaları halinde o tertip ve gruptaki tüm hisse senedi bedellerinin; aksi takdirde ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,

b-Rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur.

Aynı Tebliğ'in 5. Maddesine göre halka açıklık oranının aşağıda belirtilen oranlarda olması gerekmektedir.

- Sermayesi 12.209.760 TL'ye kadar olan şirketler için %25

- Sermayesi 12.209.760 TL ile 61.048.800 TL arasında olan şirketler için %15
- Sermayesi 61.048.800 TL üzerinde olan şirketler için %5

Yukarıda belirtilen tutarlar her yıl Maliye Bakanlığı'na ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır.

b) Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Bu şekildeki halka açılmada ortaklık;

a) Sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını (mevcut hissedarların yeni pay alma haklarını) kısıtlayarak Borsa'da veya Borsa dışında halka satabilir.

b) Sermaye artırımında ortaklarca rüçhan hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilir.

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

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

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

Aynı Tebliğ'in 6. Maddesine göre halka açıklık oranının aşağıda belirtilen oranlarda olması gerekmektedir.

- Sermayesi 12.209.760 TL'ye kadar olan şirketler için %25
- Sermayesi 12.209.760 TL ile 61.048.800 TL arasında olan şirketler için %15

- Sermayesi 61.048.800 TL üzerinde olan şirketler için %5

Yukarıda belirtilen tutarlar her yıl Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır.

c) Sermaye Artırımı Yoluyla Hisse Senetlerinin Halka Arzı İle Mevcut Hissedarların Sahip Olduğu Hisse Senetlerinden Bir Kısmını halka Arz Etmesinin Birlikte Yapılması.

Hisse Senetlerinin Halka Arzında Satış Yöntemleri

Tasarruf sahiplerine satış işlemleri, Seri: VIII, No: 22 “Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği” hükümleri çerçevesinde yerine getirilir. Bu Tebliğe göre halka açılmak üzere hisse senedi satışı yapacak ortaklıkların “Talep Toplama” veya “Borsa’da Satış” yöntemlerinden birisini kullanmaları zorunludur.

- **Talep Toplama Yöntemi;**

Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Değişken Fiyatla Talep Toplama, olarak ikiye ayrılır. “Değişken Fiyatla Talep Toplama Yöntemi”nde asgari bir satış fiyatı tespit edilip, üzerindeki fiyat teklifleri toplanırken; “Sabit Fiyatla Talep Toplama Yönteminde”, teklifler belirlenmiş tek bir fiyattan alınır. Hisse senetleri satış anında teslim edileceğinden, satıştan önce bastırılmış olmaları gerekmektedir.

- **Borsa’da Satış Yöntemi;**

Bu yöntemde satış, IMKB Yönetmelikleri çerçevesinde yapılmaktadır. Bunun için, asgari 20 işgünü önce Borsa’ya başvurulması gerekmektedir.

Satış Fiyatının Belirlenmesi

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

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

Ön Talep Toplama

Hisse senetleri Kurul kaydına alınmadan önce belirli bir fiyat aralığından yatırımcıların olası talepleri talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın aracı kuruluşlar tarafından toplanabilir. Ön talep toplama duyuru ilanı veya duyuru ilanı yapılmaksızın toplanabilir.

Halka Arzlarda Aracılık

Hisse senetlerinin halka arzında aracı kuruluşlar iki şekilde aracılık edebilirler ;bunlar bakiyeyi yüklenim (underwriting) ve en iyi gayret aracılığı (best effort) yöntemleridir.

En iyi gayret aracılığı, Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası arçlarının izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder.

Aracılık yüklenimi ise, bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim veya kısmen tümünü yüklenim şeklinde olmaktadır.

Kısmi aracılık yüklenimde halka arz tutarı ile halka arz oranları dikkate alınarak Tebliğ’de belirtilen tablo çerçevesinde hesaplanmaktadır. Esas sermaye sisteminde bulunan şirketlerin sermaye artırımları suretiyle yapılan halka arzlarda aracılık yüklenimi dışında kalan kısım için satınalma taahhünamesi istenmektedir.

Halka Arzlarda İşlem Yasağı

Sermaye piyasası araçlarının halk arz yoluyla satışlarında; sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, murahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personeli ve bunların eşleri ve birinci derecede kan ve sıhri hısımları sözkonusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan ve dolaylı olarak satın alamazlar.

Satılmayan Hisse Senetlerinin Aracı Kuruluşça Satın Alınması

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

Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklığın sermaye artırımını yoluyla halka arzında bakiyeyi yüklenim yükümlülüğü mevcut değildir. Satılmayan hisselerin noter kanalıyla iptal edilmesi mümkündür. Burada hangi yöntemin kullanılacağı ihtiyaridir. Ancak mevcut ortağın hisselerinin satışı yoluyla halka arzda aracı kuruluş tarafından satılmayan hisselerin satın alınması konusunda taahhüt alınması, yani bakiyeyi yüklenim yoluyla aracılık edilmesi şarttır.

Halka Arz Süreci

1. Ortaklık veya ortaklar hisse senetlerini halka arzetmeye karar verdiği takdirde, bu konuda yetkili aracı kuruluşlar ile aracılık yüklenim sözleşmesinin yapılması gerekecektir.
2. Ortaklık veya ortaklar hisse senetlerini halka arzetmeye karar verdiği takdirde halka arzedilecek hisse senetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu'na kaydettirilmesi zorunludur.
3. Kurul'a kayıt başvurusuna Kurul'ca belirlenen bilgi ve belgeler eklenir. (SPK Seri: I, No: 26 sayılı tebliğ)

4. Kurul başvuruları en çok otuz gün içinde sonuçlandırır. Eksiklerin tamamlanması için verilen süreler hesaba katılmaz.
5. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler izahnamede yer alır. İzahnamede bulunacak bilgiler Kurul tarafından belirlenir.
6. Kurul'ca onaylanmış izahname ve kayıt belgesi 15 gün içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer Ticaret Sicili'ne tescil ve T. Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan ettirilir.
7. İzahnamenin tescilini takiben sirküler, günlük gazetelerde ilan edilir.
8. Sirkülerde belirtilen tarihlerde, izahnamede belirtilen satış yöntemine uygun olarak hisse senedi satış işlemine başlanır.
9. Satış işlemleri yetkili aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilir. Ayrıca sözkonusu yetkili aracı kuruluşlar tüm bu halka arz işlemleri boyunca ve halka arz işlemlerinden sonra yapılacak olan mevzuat uyarınca belirlenen hizmetleri yerine getirirler.
10. Satış işlemi tamamlanınca, tescil ve ilan için gerekli işlemler yapılır.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Kotasyon nedir ve ne şekilde gerçekleşir?

Soru 2. Borsada işlem görecekt özel sektör tahvillerinin pazara kabul şartları nelerdir?

Soru 3. Borsa kotundan çıkartılmayı gerektiren durumlar nelerdir?

Soru 4. Şirket hisse senetlerinin halka arzı hangi şekillerde gerçekleşir?

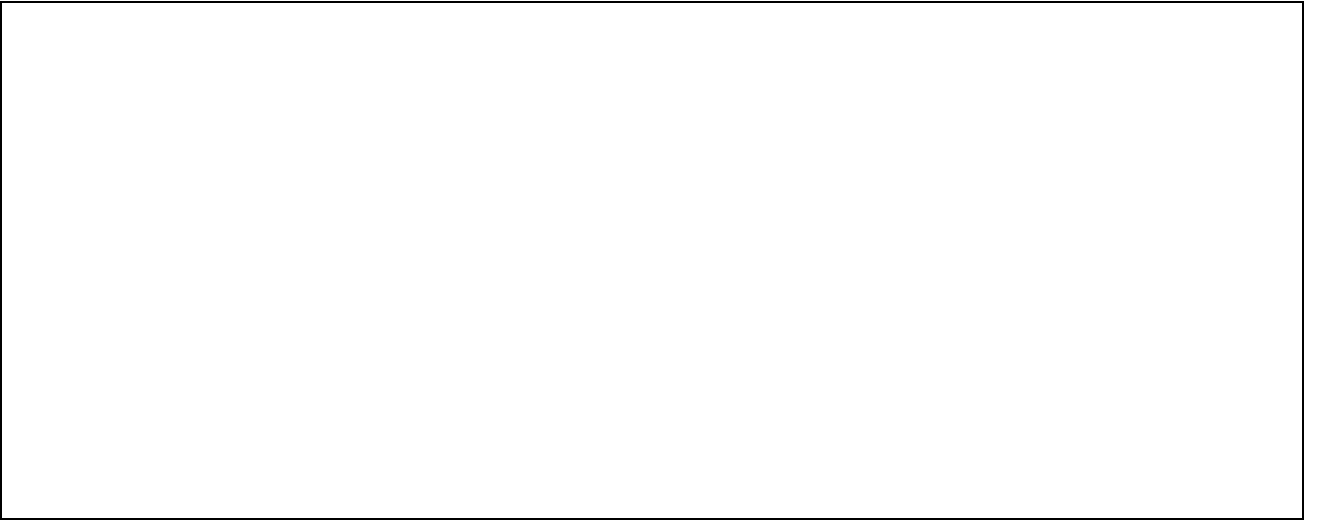
Soru 5. Halka arz süzeci ne şekildedir?

8. İMKB'DE MEVCUT HİSSE SENETLERİ PAZARLARI'NA KABUL ESASLARI

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 8.1.**
- 8.2.**
- 8.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

8.1. Ulusal Pazar

Başvuru

Sermaye Piyasası Kurulu'nun tebliğleri çerçevesinde hisse senetlerini halka arz edecek şirketler veya şirket ortakları, öncelikle halka arz edecekleri hisse senetlerini Kurul kaydına aldirmek zorundadırlar.

Sermaye Piyasası Kurulu'na kayda alınma amacıyla yapılacak başvuru ile eş zamanlı olarak, şirket hisse senetlerinin Borsa Kotuna alınması ve işlem görebilmesi hususunda, şirketin veya bir aracı kuruluş ile aracılık yüklenim sözleşmesi yapılmış ise aracı kuruluşun, Borsa'nın istediği belgelerle birlikte yazılı başvurusu gerekmektedir. "IMKB'nda Genel Kotasyon Esasları" başlıklı bölümde, başvuruya eklenecek belgeler belirtilmiştir.

Kriterler

Şirketlerin hisse senetlerinin Ulusal Pazar'da (Kot İçi Pazar) işlem görebilmesi, şirketin kotasyon kriterlerini taşıması ile mümkün bulunmaktadır.

24.12.2004 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin "Kotasyon Şartları" başlıklı Üçüncü Bölümünde yer alan koşulları taşıyan şirketlerin hisse senetleri Borsa Yönetim Kurulu'nun alacağı karar çerçevesinde Ulusal Pazar'da işlem görebilirler.

Hisse senetlerinin Borsa kotuna alınması için gerekli şartlar, IMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 13. maddesinde düzenlenmiştir. Bu şartlar bu bölümün "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Genel Kotasyon Esasları" başlığı altındaki kısmında belirtilmiştir.

8.2. İkinci Ulusal Pazar Esasları

Amaç

İkinci Ulusal Pazar'ın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'ndeki kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan Küçük

ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamak, sözkonusu şirketlerden Borsa Yönetim Kurulu'nca Borsa'da işlem görmesi uygun görülenlerin hisse senetlerine likidite sağlamak ve bu hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.

İşlem Görecek Hisse Senetleri Ve Pazara Kabul Şartı

İkinci Ulusal Pazar'da işlem görecek hisse senetlerini belirleme yetkisi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetim Kurulu'na aittir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin 13'ncü maddesinde belirtilen şartları taşımayan şirketler ile Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) veya hisse senetleri kottan çıkarılan şirketlerden, Borsa Yönetim Kurulu'nca geçici veya sürekli olarak İkinci Ulusal Pazar'a alınmalarına karar verilen şirketlerin hisse senetleri İkinci Ulusal Pazar'da işlem görebilirler.

Hisse senetlerinin İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmesi için başvuruda bulunan şirketlerin Pazar'a kabul şartı aşağıda verilmiştir.

A) Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınan ve hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi için başvuruda bulunan şirketlerin İkinci Ulusal Pazar'a kabul edilebilmeleri için, hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla, şirketin mali ve hukuki durumu, faaliyetleri, hisse senetlerinin tedavül hacmi gözönüne alınarak, şirket hisse senetlerinin İkinci Ulusal Pazar'da işlem görebilmesi için yapılacak değerlendirme sonucunda Borsa Yönetim Kurulu'nun olumlu karar vermesi gerekmektedir.

B) Kot İçi Pazar'da işlem görme koşullarını kaybeden ve hisse senetlerinin Borsa Yönetim Kurulu'nca geçici veya sürekli olarak İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmesine karar verilen şirketlerin İkinci Ulusal Pazar'a kabulünde yukarıdaki şart aranmayabilir.

Başvuru

Başvuru formuna, ilgili şirket ve hisse senedi ile ilgili olarak istenen bilgi formu ve bu formda öngörülen belgeler ve ilgili mevzuatta belirtilen diğer belgeler eklenir.

Borsa Yönetimi'nin ek bilgi istemesi durumunda, bu bilgi ve belgelerin verilmesi zorunludur.

Borsa Yönetimi, hisse senetleri İkinci Ulusal Pazar'da işlem görecektir olan kuruluşlardan, gerekli gördüğü bilgi ve belgelerin ilânını isteyebilir veya gideri ilgili kuruluşça karşılanmak şartıyla, uygun gördüğü şekil, yer ve zamanda ilân ettirebilir.

Başvurunun İncelenmesi

Genelge'nin III/A maddesi kapsamına giren şirketler, Borsa Yönetimi'nce istenecek her türlü bilgi ve belgeyi verilen sürelerde Borsa'ya vermekle yükümlüdür.

Kotasyon Yönetmeliği'nin 8. ve 10. maddeleri gereği, Borsa görevlileri ilgili şirketin merkezinde ve faaliyet birimlerinde inceleme yapabilirler. Bu incelemede, ortaklık yetkilileri ile görüşülerek ortaklığın üretim teknolojisi, faaliyetleri, yatırımları, iş planları, varsa hukuki sorunları, idari, mali ve finansman durumları hakkında bilgiler alınır. Şirketler, Borsa görevlilerine incelemelerinde her türlü yardım ve kolaylığı sağlamak ve mali tabloları ile her türlü hesap ve işlemlerini incelemeye açık tutmak zorundadırlar.

İşlem Görme Ve Takas Esasları

Kot İçerisinde (Ulusal Pazar) işlem görme ve takas esasları İkinci Ulusal Pazar için de geçerlidir.

İkinci Ulusal Pazar'dan Çıkarma

Genel olarak Borsa'da hisse senetleri işlem gören şirketler için Sermaye Piyasası ve Borsa Mevzuatının ilgili hükümleriyle belirlenen yükümlülükleri yerine getirmeyen veya sözkonusu düzenlemelerde belirtilen durumların oluştuğu şirketler Yönetim Kurulu kararıyla geçici veya sürekli olarak İkinci Ulusal Pazar'dan çıkarılabilirler.

Borsa Yönetim Kurulu, gerekli gördüğü hallerde, çıkarma kararından önce ilgili kuruluşu durumu düzeltmesi için süre vererek uyarabilir.

8.3. Gözaltı Pazarı (Gp) Kuruluş Ve Çalışma Esasları

Amaç

Gözaltı Pazarı (GP)'nin kuruluş amacı, hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olağan dışı durumların ortaya çıkması; hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli olarak aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi; yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan ve/veya işlem gördüğü pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması nedeniyle şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve sözkonusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır.

İşlem Görecek Hisse Senetleri

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

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

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

Pazara Alma Yetkisi

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

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

İşleyiş Esasları

Gözaltı Pazarı'nda hisseler aşağıdaki işlem esasları kapsamında işlem görecektir :

a) İşlem Esasları:

- **İşlem Saatleri;** 14:00 – 15:00 saatleri arasında, 1 saat süresince olacaktır.
- **Baz Fiyat ve Fiyat Marjları;** hisseler en son işlem gördüğü pazarda hesaplanmış son baz fiyat ile işleme açılacaktır. Pazarda hisseler % 10 fiyat marjı ile işlem görecektir. Borsa Başkanı, baz fiyatı farklı tespit edebilir ve gerekli durumlarda fiyat marjını belirli bir süre veya süreç için serbest bırakabilir. Borsa Yönetim Kurulu, Pazar'da geçerli fiyat marjını farklı oranlarda belirleyebilir.
- **İlk gün baz fiyat oluşmaması durumunda;** Ulusal Pazar'da geçerli yöntem uygulanır.
- **Pazar bünyesindeki hisseler ile yapılacak tüm emirlerde;** Müşteri/ portföy ayırımı belirtilecek ve müşteri hesap numaraları girilecektir.

- **Endeks kapsamındaki hisseler;** en az 5 iş günü ve üzerinde süre ile Pazara alındığında, ilgili dönem boyunca ait olduğu endekslerden çıkarılacaktır.
- **Takas işlemleri ile ilgili olarak;** Pazarda işlem görecektir şirket paylarına ilişkin kayıtların, menkul kıymet bazında, işlemlerden önce Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda oluşturulması ve menkul kıymet takasının Takasbank bünyesinde kaydi olarak yürütülmesi istenebilir.
- **Tarihli emirler;** ilgili hissenin bir pazardan diğerine geçiş ile ilgili Borsa Başkanlığı duyurusunun Günlük Bültende yayınlandığı tarihi izleyen gün silinecektir.
- **Diğer İşlem ve Takas Esasları;** Ulusal Pazar İşlem Esasları ile aynıdır.
- **Denetim raporları dikkate alınarak;** Borsa Yönetim Kurulu, hisse bazında farklı takas ve işlem esasları belirleyebilir.

Pazardan Çıkarma ve İşlemlerin Durdurulması

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

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

GP'ye alınmasına neden olan durumların düzeltilmesi için Borsa Yönetim Kurulu ilgili şirkete süre vermiş ise, sözkonusu sürede şirket tarafından bu durumların düzeltilmesi zorunludur. Aksi takdirde, şirket hisse senetleri Borsa pazarlarından sürekli çıkarılabilir.

b) İşlemlerin Durdurulması:

GP'de hisse senetleri işlemlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulmasında Borsa mevzuatının ilgili hükümleri uygulanır.

Bültende Duyurulacak Hususlar

GP’de hisse senetleri işlem görmesine karar verilen şirketlerle ilgili önem taşıyan hususlar ve pazara alınma nedenleri, sözkonusu şirketlerin hisse senetleri GP’de işlem gördüğü sürece Borsa tarafından istenen bilgi ve belgeler, Borsa tarafından yapılan incelemelerden elde edilen bilgi ve belgeler Borsa günlük bülteninde yatırımcılara duyurulur.

Ayrıca GP’de hisse senetleri işlemlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulması halinde, konu ile ilgili bilgiler günlük bülten yoluyla yatırımcılara açıklanır.

Yükümlülükler

GP’de hisse senetleri işlem gören şirketler, SPK ve Borsa düzenlemelerinde yer alan kamuyu aydınlatma ve diğer yükümlülüklerle ilave olarak:

- a) Borsa Yönetim Kurulu’nun vereceği kararla, gerekli görülen bilgileri borsa bültenlerinde ve/veya basın yayın organlarında, tespit edilen süre ve esaslarda ilan ettirmek, sözkonusu bilgileri Borsa re’sen ilan ettirmiş ise masrafı ödemek,
- b) Borsa Yönetim Kurulu’nca kararlaştırılacak bilgileri, bildirilecek süre ve esaslarda Borsa’ya vermek,
- c) Borsa Yönetim Kurulu’nca gerekli görülmesi halinde özel bağımsız denetim yaptırmak ve denetim sonuçlarını Borsa’ya göndermek,
- d) Borsa Yönetim Kurulu’nca istenmesi halinde, istenen döneme ait mali tabloları ve açıklamalarını Borsa’ya vermek,
- e) Borsa tarafından açıklanması istenen hususları açıklamak, alınması istenen önlemleri almak, Borsa görevlilerine incelemelerinde her türlü yardım ve kolaylığı göstermek, tüm mali tablo, defter, kayıt, hesap ve işlemlerini incelemelere açık tutmak zorundadır.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Ulusal Pazar nedir?

Soru 2. Gözaltı pazarı kuruluş esasları nelerdir?

Soru 3. Pazardan çıkartılma işlemini gerektiren haller nelerdir?

Soru4. Borsa da işlem gören hisse senetlerinin işlemleri hangi şartlar altında durdurulur?

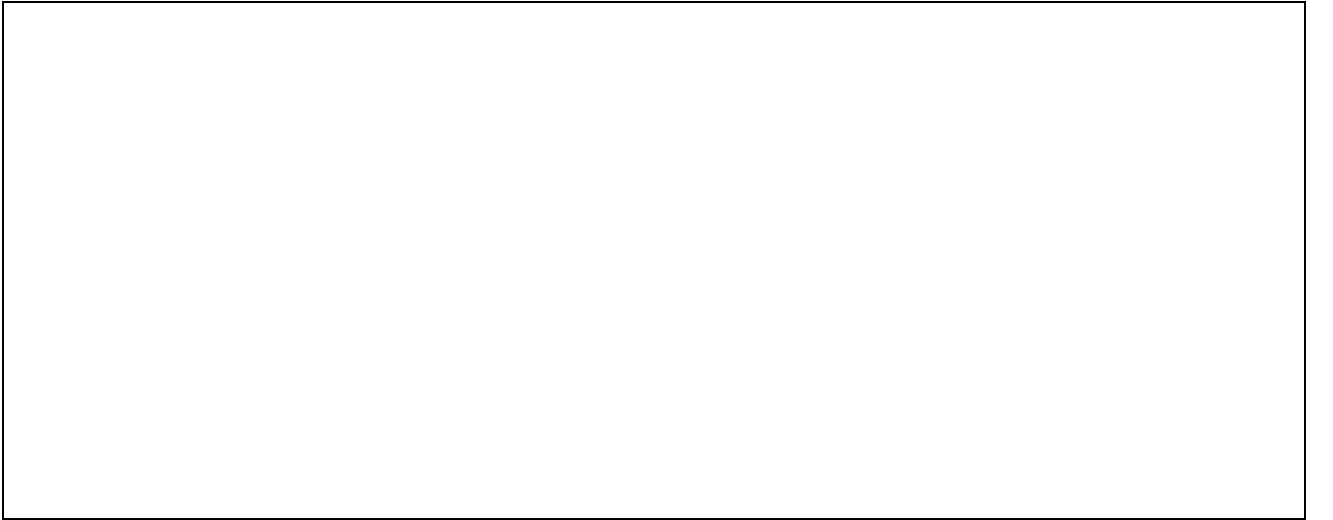
Sor 5. İkinci ulusal Pazar esasları nelerdir?

9. BORSA'DA İŞLEM GÖREN HİSSE SENETLERİNİN FİYATI

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 9.1.**
- 9.2.**
- 9.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

9. BORSA'DA İŞLEM GÖREN HİSSE SENETLERİNİN FİYATI

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıkların hisse senetlerinin; şirket yönetiminin el değiştirmesi sonucunu verecek miktarda ve anılan anonim ortaklığın dahil olduğu grup dışındaki önceden belirlenmiş alıcı kişilere TSP'nda satışında fiyat serbest bir şekilde belirlenir.

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıkların dahil oldukları aynı grup içerisinde ve grup içi ortaklar arasında TSP'nda yapılacak hisse senedi alış veya satışlarına ilişkin işlemler ile şirket yönetiminin el değiştirmesine yol açmayacak TSP işlemlerinde; işleme baz alınacak fiyat başvuru tarihi itibarıyla bir önceki haftanın son iş gününden geriye doğru 10 iş günü boyunca oluşmuş ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalaması alınıp en yakın fiyat adımına yuvarlanması suretiyle tespit edilir. İşlem fiyatı, baz fiyata +/- % 20 uygulanarak bulunan fiyat aralığında serbestçe belirlenir.

Ancak;

a) Hisse senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıkların Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili tebliği çerçevesinde, sermaye artırımını yoluyla halka arz edilmeksizin TSP'nda tahsisli hisse senedi satışı yapmaları durumunda, yukarıda belirtilen fiyat marjları dışında işlem yapılabilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'nun yazılı izni aranır.

b) Hisse senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıkların sermaye artırımını ve/veya mevcut ortakların sahip olduğu payların satışı suretiyle yurt içinde ya da yurt dışında yerleşik yatırımcılara halka arz yoluyla TSP'nda hisse senedi satışı yapılması durumunda, TSP'nda geçerli fiyat marjlarının uygulanması esastır. Söz konusu satışlarda, yatırımcı talebini teşvik etmek amacıyla, farklı yatırımcı gruplarına veya farklı ödeme koşullarına bağlı olarak yapılacak ilave prim veya ilave iskonto uygulaması sonucunda oluşacak fiyatlar, Borsa Yönetim Kurulu'na uygun görülmesi halinde, fiyat marjları dışında bulunabilir.

c) Yukarıdaki (b) bendindeki TSP işlemlerinde belirli bir süre ile sınırlı olmak üzere alıcılara anlaşma fiyatından ilave hisse senedi alım hakkı verilmesi durumunda, konuya ilişkin bilgilerin önceden gerçekleşen satış işleminde kamuya açıklanması ve işlemin talep edildiği tarihten

asgari 2 iş günü önce başvurulması kaydıyla, ilave satış işlemi anlaşma fiyatından TSP’nda gerçekleştirilebilir. Ek satış hakkı SPK’nın konu ile ilgili düzenlemelerine uygun olarak gerçekleştirilebilir.

İşlem Fiyatına İlişkin Diğer Hususlar:

Halka açık ve hisse senetleri Borsa’da işlem gören anonim ortaklıkların hisse senedi satışlarının, satan halka açık anonim ortaklık açısından kâr azaltımına dönüşmeyecek ve alan halka açık anonim ortaklık açısından da yüksek maliyet doğurmayacak nitelikte olması ve Borsa tarafından kabul edilecek gerçekçi fiyattan yapılması gerekmekte ve bu bağlamda TSP’nda önceden anlaşma yapılmış alıcılara hisse senedi satışı yapılması durumunda, Sermaye Piyasası Kanunu’nun 15’inci maddesi son fıkrasında belirtilen, hisse senetleri halka satılan bir anonim ortaklık, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz bir şekilde farklı fiyat, ücret ve bedel uygulamak gibi işlemlerde bulunarak yıllık kârını ve/veya mal varlığını azaltamaz hükmü açısından, alıcı ve satıcı halka açık anonim ortaklıkların sorumluluğu bulunmaktadır.

9.1. Hisse Senetlerinin Borsada İşlem Görmesi

Hisse Senetleri Piyasası’nda birincil ve ikincil piyasa işlemleri gerçekleştirilir.

a) Birincil Piyasa

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

b) İkincil Piyasa

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

İkincil piyasada el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran şirketle bir ilgisi yoktur. İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratmakta ve gelişmesini sağlamaktadır.

İMKB’de Birincil Piyasa İşlemleri

Hisse senetleri birincil piyasasında, S.P.K.’nun Birincil Piyasa işlemi saydığı ihraçlara ilişkin alış satış işlemleri yapılır.

Borsada halka arz yoluyla satış yapmak isteyen hisse senedi ihraççısı veya ilgili aracı kuruluş SPK’nın kayda alma belgesinin yanı sıra, Borsa Yönetimi tarafından istenen belge ve bilgiler ile birlikte Borsaya başvurmakta, ihracın uygun görölmesi halinde, işlemin başlayacağı tarihten en az bir hafta önce Borsa Bülteninde ihraca ilişkin gerekli bilgiler ilan edilmektedir.

Halka arz işleminin Borsa’da yapıldığı piyasa “Birincil Piyasa” olarak adlandırılmıştır. Yapılan işlemlerin Borsa birincil piyasası işlemi niteliğinde sayılması için, satışın halka arz şeklinde olması zorunludur.

Tüm hisse senetlerinin birincil piyasa işlemleri saat 11:00–12:00 arasında yapılır. Birincil piyasa işlemleri için sistemde "B" özellik kodu kullanılır.

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

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

Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Görmeyen Ortaklıkların Birincil Piyasası

Borsa kanalıyla halka arz edilecek hisse senetleri İMKB'nin birincil piyasasında işlem görür. Bu piyasa, aşağıdaki dört durum için söz konusudur;

1. Hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş olan (halka açık olmayan) ortaklıkların veya bankaların hisse senetlerinin, hissedarlar tarafından halka arz edilmesi,
2. Hisse senetleri daha önce halka arz edilmiş veya arz edilmiş sayılan (halka açık) ortaklıkların hisse senetlerinin hissedarlar tarafından halka arz edilmesi,
3. Sermaye Piyasası Kurulu'nun kaydına girmiş, kayıtlı sermaye sistemine tabi olan ve yeni pay alma (rüçhan) haklarına sınırlama getirilmiş olan ortaklıkların, nakit karşılığı sermaye arttırmalarında hisse senetlerinin kısmen veya tamamen halka arz edilmesi,
4. Ortaklığın kuruluş aşamasında, hisse senetlerinin halka arz edilmesi.

Yukarıdaki ilk iki durumda da hisse senetlerinin hissedarlar tarafından halka arz edilmesi, esas itibariyle bir ikincil piyasa işlemi olmasına rağmen, bu olay Kurul iznine tabi tutulması nedeniyle birincil piyasa işlemi niteliğinde görülmüştür.

İşleyiş Esasları

Birincil piyasada ilk gün açılış fiyatı izahnamede yer alan halka arz fiyatıdır. Satışın ilk günü fiyat marjı açılış fiyatının %10'u olarak uygulanır. İzleyen günlerde ise bir önceki günün birincil piyasa seansının ağırlıklı ortalama fiyatının en yakın adıma yuvarlanması sonucu bulunan baz fiyata +/-%10 marj uygulanır.

Halka arz süresi, izahnamede belirlenen satış süresidir. Satış işlemi 5 günden önce tamamlanırsa, hisseleri halka arz eden aracı kuruluşun başvurusu halinde, Borsa Yönetim Kurulu kararı ile ikincil piyasa işlemleri başlatılabilmektedir. Bu durumda en son günün birincil piyasa seansının ağırlıklı ortalama fiyatı'nın yuvarlanması sonucu bulunan baz fiyat, ikincil piyasadaki ilk işlem seansında baz fiyat olarak kabul edilmektedir.

Halka arz işlemi 5 günde tamamlanamazsa, 5. günün birincil piyasa seansının ağırlıklı ortalama fiyatı baz alınarak, hisse senetleri ikincil piyasasında işlem görmeye başlar. Bunun nedeni birincil piyasa'da alım yapan yatırımcıların, halka arzın tamamlanamaması dolayısıyla ikincil

piyasanın açılmaması nedeniyle uzun bir süre ikincil piyasanın sağlayacağı yüksek likiditeden mahrum kalmasını engellemektir.

Halka arz işlemleri tamamlanmadığı takdirde, birincil piyasa işlemleri ile ikincil piyasa işlemleri halka arz süresi boyunca birlikte sürer. Bu durumda, iki piyasada da kendine ait marjlar uygulanır.

Borsa dışında halka arz edilen ortaklıkların hisse senetleri İMKB Yönetim Kurulu'nun olumlu kararı ile Borsa ikincil piyasasında işlem görmeye başlayabilir. Bu durumda, halka arz fiyatı işleme başlanan ilk seansta baz fiyat olarak alınır. Borsa dışında halka arz edilecek hisse senetleri için, Borsa İkincil Piyasasında işlem görme taleplerinin, halka arz başlangıç tarihinden en az 15 işgünü önce, gerekli tüm bilgi ve eklerle birlikte, Borsa Başkanlığı'na ulaştırılması gerekmektedir.

Borsadaki Halka Arzın Verilen Süre İçinde Tamamlanamaması Durumunda;

Kayıtlı sermaye sistemine tabi şirketlerin, satış öncesi taahhüt yoksa, satılmayan hisse senetleri, satış süresinin sona ermesini takiben 6 işgünü içinde noter huzurunda iptal ve imha edilir.

Şirket esas sermaye sistemine dahilse, halka arz öncesinde, satılmayan payların ortaklar veya üçüncü kişilerce alınmasının taahhüdü zorunlu olduğundan, satılmayan paylar satış süresinin bitiminden itibaren 3 işgünü içinde taahhüde bulunanlara satılır.

İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Birincil Piyasa İşlemleri

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

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

Rüçhan hakkı kullanımını için ihraççı şirket tarafından belirlenen sürelerin bitimini takiben, 15 işgünü içinde, rüçhan hakkı kullanımında aracılık yapan banka ya da aracı kurum tarafından, kullanılmayan rüçhan hakları nedeniyle artan hisse senetlerinin miktarı tespit edilerek, bir dilekçe ekinde halka arz edileceği tarihler ve satışa aracılık edecek kurum da bildirilmek suretiyle pazar açılması isteği ile Borsa'ya başvuruda bulunmaktadır. Arta kalan payların Borsa'da satışında gerekli duyuru, satış başlangıcından en az iki gün önce Borsa tarafından Günlük Bülten aracılığıyla ilan edilmektedir. Halka arz süresinin son gününün resmi tatil gününe rastlaması halinde, işlemlere, izleyen ilk işgünü bitimine kadar devam edilmektedir. Satış süresi ortaklık önerisi de dikkate alınarak, Kurul'ca belirlenmektedir.

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıkların birincil piyasa işlemlerinde alım yapan üyeler, aldıkları hisse senetlerini aynı gün, şirketin hisse senedinin işlem gördüğü pazarın seansı içerisinde satabilmektedirler. Üyelerin saklama hesapları takas gününde birincil piyasadan aldıkları hisse senetleri kadar alacaklandırılmakta ve hisse senetleri karşılığı ödemeler üye tarafından yapılmaktadır.

Esas sermaye sistemindeki anonim ortaklıkların birincil piyasa işlemlerinde muvakkat makbuzların satılması nedeniyle alım yapan üyelerin aldıkları makbuzları, ihraççı şirket tarafından hisse senetleri ile değiştirilinceye kadar Borsa ikincil piyasadaki işlem sırasında satmaları mümkün değildir.

Borsa bülteninde, satılacak miktar, satış tarihi ve satışa aracılık eden üye, satış işleminin yapılacağı tarihten en az 2 gün önce duyurulmaktadır.

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

İMKB'de İkincil Piyasa İşlemleri

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

Halka arzedilen hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi İMKB Yönetim Kurulu kararıyla, hisse senetleri piyasası sisteminde sıra açılarak mümkün olmaktadır.

Bunun için;

1. Borsaya belli formatta bir dilekçe ile başvurulması,
2. Borsa tarafından istenen bilgi ve belgelerin teslim edilmesi,
3. Borsa uzmanlarının şirket merkez ve üretim tesislerini ziyaret etmesi ve yöneticilerle görüşmesi gereklidir.
4. Daha sonra pazar başvurusu ile ilgili bir rapor hazırlanır.
5. Hazırlanan rapor yönetim Kurulu'nda görüşülür.

Yönetim Kurulu'nun kararı olumlu ise işlem açılma tarihi, Günlük Bülten'de bu bilgilerin yayınlanmasından en az iki işgünü sonra olacak şekilde ve diğer bilgiler Günlük Bülten'de ilan edilmektedir.

Şirketlerin, ana sözleşmelerine dayanarak, belirli tertip hisse senetlerine farklı oranda kâr payı (temettü) dağıtımları, farklı oy kullanım hakkı tanımıları veya farklı zamanlarda yapılan apel ödemeleri söz konusu olduğunda, aynı şirketin farklı değerli hisse senetlerine, ayrı birer hisse senedi olarak işlem görme imkanı tanınmaktadır.

İşlem gören hisse senetlerinin "Yeni" olarak adlandırılan tertiplerinin bulunması durumunda, bu hisse senetleri için eski hisse senedinin işlem gördüğü seansta işlem görme fırsatı tanınmaktadır.

9.2. Hisse Senetleri Piyasası'nda Pazarlar ve Seans Saatleri

İ.M.K.B. Hisse Senetleri Piyasası'nda aşağıda belirtilen, beş pazar bulunmaktadır.

1. Ulusal Pazar
2. İkinci Ulusal Pazar
3. Yeni Ekonomi Pazarı
4. Gözaltı Pazarı
5. Fon Pazarı

Ayrıca Hisse Senetleri Piyasası bünyesinde toptan satış işlemleri, birincil piyasa işlemleri, resmi müzayede ve temerrüt işlemleri (TE özellik kodu ile) de yapılmakta, rüçhan hakkı kuponları için de kuponları satılacak hisse senedinin işlem gördüğü seans süresinde, ayrı pazar açılmaktadır.

Bir menkul kıymetin, ilgili olduğu pazarda, işlemlerinin başlatıldığı an ile bitirildiği an arasında geçen süre "Seans" olarak adlandırılır.

Borsa'da işlem gören menkul kıymetler, her gün belirli saatler arasında alınıp satılmaktadırlar. Bu işlem sürecine "Borsa Seansı" adı verilmektedir. Aynı pazarda işlem gören tüm menkul kıymetlerin seansı aynı anda başlar ve biter.

Seans saatlerine ilişkin özet ve ayrıntılı tablo aşağıda verilmiştir.

Hisse Senetleri Piyasası Seans Saatleri	
Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı Ve Fon Pazarı	
1. Seans	09:30 - 12:00
a. Elektronik (Disket ve ExAPI ile) Emir İletimi	09:30 - 09:45
b. Klavye ve ExAPI ile Emir İletimi	09:45 - 12:00
2. Seans	14:00 - 16:30
a. Elektronik (Disket ve ExAPI ile) Emir İletimi	14:00 - 14:10
b. Klavye ve ExAPI ile Emir İletimi	14:10 - 16:30
Toptan Satışlar Pazarı Resmi Müzayedeler Birincil Piyasa	11:00 -12.00
Gözaltı Pazarı	14:00 -15:00

9.2.1. Ulusal Pazar

İ.M.K.B.'nin temel pazarı olan Ulusal Pazar, Borsa kotunda bulunan ve asgari tedavül kriterlerine haiz şirketlerin hisse senetlerinin, güven ve istikrar içerisinde işlem gördüğü pazardır. Borsa Ulusal Pazarı'nda, 28.02.2006 tarihi itibariyle Ülkemizin önde gelen 283 kuruluşunun hisse senetleri işlem görmektedir.

9.2.2. İkinci Ulusal Pazar (Kot Dışı Pazar)

Amaç

İkinci Ulusal Pazar'ın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'ndeki kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamak, söz konusu şirketlerden Borsa Yönetim Kurulu'nca Borsa'da

işlem görmesi uygun görülenlerin hisse senetlerine likidite sağlamak ve bu hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.

İkinci Ulusal Pazar'da İşlem Görme ve Takas Esasları

Ulusal Pazar'da işlem görme ve takas esasları, İkinci Ulusal Pazar için de geçerlidir.

İşlem görecek hisse senetleri ve pazara kabul şartları, başvuru, İkinci Ulusal Pazar'dan çıkarılma ve İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin Ulusal Pazar'a geçişlerinde aranan tedavül kriterleri gibi başlıklar altında yer alan bu konuyla ilgili ayrıntılı düzenlemeler, Kotasyon Müdürlüğü ile Müdürlüğümüz tarafından ortak çıkartılan Genelgelerde yer almaktadır.

9.2.3. Yeni Ekonomi Pazarı

Amaç

İMKB'nda "Yeni Ekonomi Pazarı" (YEP)'nin oluşturulmasındaki amaç telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulu'nca kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve sözkonusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir.

Yeni Ekonomi Pazarı'nda İşlem Görme ve Takas Esasları

Ulusal Pazar'da işlem görme ve takas esasları Yeni Ekonomi Pazarı için de geçerlidir.

İşlem görecek hisse senetleri ve pazara kabul şartları, başvuru, Yeni Ekonomi Pazarı'ndan çıkarılma gibi başlıklar altında yer alan bu konuyla ilgili ayrıntılı düzenlemeler, Kotasyon Müdürlüğü ile Müdürlüğümüz tarafından ortak çıkartılan Genelgelerde yer almaktadır.

9.2.4. Gözaltı Pazarı

Amaç

Gözaltı Pazarı'nın (GP) kuruluş amacı, hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağandışı durumların ortaya çıkması; hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli olarak aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi; yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan ve/veya işlem gördüğü pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması nedeniyle şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır.

İşleyiş Esasları

İşlem Saatleri; 14:00 - 15:00 saatleri arasındadır. Pazarda işlem görecekt şirket hisse senetlerinin; nakit ve/veya menkul kıymet bazında, işlemlerden önce Takasbank'a depo edilmesi, pazar açık kaldığı sürece fiziki kıymet hareketinin, fiziki teslim ile sınırlandırılması ve menkul kıymet takasının Takasbank bünyesinde kaydı olarak yürütülmesi istenebilir. Diğer İşlem ve Takas Esasları; Ulusal Pazar İşlem Esasları ile aynıdır. Ancak denetim raporları dikkate alınarak; Borsa Yönetim Kurulu, hisse bazında farklı takas ve işlem esasları belirleyebilir. Hisseler daha önce ait olduğu pazardaki aynı kodla işlem görür.

9.2.5. Toptan Satışlar Pazarı

Amaç

İMKB'de Toptan Satışlar Pazarı'nın (TSP) oluşturulmasındaki amaç, önceden alıcıları belirli olan veya olmayan, belirli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin, Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamaktır.

Asgari İşlem Miktarı

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin TSP'de satışında asgari işlem miktarı, ilgili hisse senedi için geçerli minimum özel emir miktarından az olamaz.

TSP düzenlemesinin III. maddesi (2) No'lu bendi kapsamında yapılacak TSP işlemlerinde asgari işlem miktarı Borsa Başkanlığı'nca belirlenir.

İşlem Esasları

TSP'de işlemler peşin esasına göre yapılır. Fiyat adımı 1 (bir) Yeni Kuruş'tur. Ancak, yapılan işlem peşin olmakla birlikte, Borsa Başkanlığı'nca uygun görülmesi halinde ödeme koşulları vadeli olan satışlar yapılabilir; bu durumda vade ve diğer ödeme esasları Borsa Bülteni'nde önceden ilân edilir. Pazar'da yapılacak alım satım işlemlerinin diğer esasları Borsa Başkanlığı'nca belirlenerek Borsa Bülteni'nde duyurulur.

İşlem Saatleri

TSP kapsamına giren işlemler, saat 11:00-12:00 saatleri arasında yapılır.

Toptan Satışlar Pazarı ile ilgili ayrıntılı düzenlemeler, Kotasyon Müdürlüğü ile Müdürlüğümüz tarafından ortak çıkartılan Genelgelerde yer almaktadır.

9.2.6. Rüçhan Hakkı (Yeni Pay Alma Hakkı) Kupon Pazarı İşlemleri

Rüçhan hakkı; ortaklıkların bedelli sermaye artırımlarına mevcut ortakların öncelikle katılma hakkıdır. Hisse senedi kuponlarının temsil ettiği hak, ortaklığa karşı, sadece o hisse senedinin belge numarasını taşıyan "Yeni Pay Alma Kuponları" nın teslimi karşılığında ve hisse senedi ibrazına gerek kalmaksızın kullanılır.

Borsada hisse senetleri işlem gören şirketlerin, sermayelerini nakdi olarak arttırma kararı almaları halinde; hissedarlar, hisse senetleri üzerinde bulunan "Yeni pay alma kuponu"nu kullanarak ve sermaye artış "bedeli"ni (mevcut hisselerin rüçhan hakkı kullanma değeri ile bedelli sermaye oranının çarpılması sonucu bulunur) ihraççı şirkete ödeyerek sermaye artışına iştirak etmekte ve sahip oldukları hisse senedi miktarını arttırmaktadırlar. (İstisnai olarak, yeni pay alma hakkı hisse senedinin nominal değerinden daha yüksek fiyat üzerinden de (primli fiyattan) kullanılabilir.)

Yeni pay alma ve bedelsiz pay alma hakkının kullanılmasında geçerli olacak yeni pay alma kuponu numaraları, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin sirkülerde açıklanır.

Ancak bazı hissedarların, sermaye artışına katılmayıp zarara uğramaları veya istemeyerek sermaye artışına katılmaları söz konusu olmaktadır. Bu ikileme bir çözüm olarak, yeni pay alma kuponlarının hisse senedinden bağımsız olarak, rüçhan hakkı kullanım süresi içinde alınıp satılabileceği hükme bağlanmış bulunmaktadır.

Rüçhan Hakkı Kullanım süresi 15 günden az 60 günden fazla olamaz. Bu sürelerin son gününün resmi tatil gününe rastlaması halinde, işlemlere izleyen ilk işgünü bitimine kadar devam edilir. Satış süresi ortaklık önerisi de dikkate alınarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir.

Bu düzenleme çerçevesinde, 4 Ocak 1993'te Borsada "Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı" açılmıştır. Hisse senetleri Borsada işlem gören şirketlerin, nakdi sermaye artışı yapmak üzere belirledikleri rüçhan hakkı kullanma süresi içinde, söz konusu hisse senedinin üzerinde bulunan yeni pay alma kuponunun alınıp satılabilmesi için açılan pazardır. Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı'nın çalışma esasları şu şekilde sıralanabilir;

1. Pazar açılış günü, rüçhan hakkı kullanımının başlangıç günüdür.
2. Her hisse senedinin Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı o hisse senedinin işlem gördüğü pazarın açıldığı seansta açılır.
3. Rüçhan hakkı kupon pazarı işlemleri için "R" pazar kodu kullanılır.
4. Rüçhan hakkı kupon pazarında işlem birimi olarak "lot" uygulanır. 1 lot 1 TL nominal değerli hisse senetlerinin üzerindeki yeni pay alma kuponu değerine karşılık gelmektedir.
5. Rüçhan hakkı kupon pazarında normal emir ve özel emir verilebilir.
6. Öncelik kuralları ile bir kerede yazılabilecek azami lot miktarı, Hisse Senetleri Piyasası'nda uygulandığı şekildedir.

7. Pazar açıldığında işlem gerçekleşen ilk seans sonuna kadar rüçhan hakkı kuponlarında fiyat marjı yoktur yani serbest fiyattan işlem görür. Baz fiyat gibi marj belirlemede kullanılmamakla birlikte, ilgili hisse senedinin sermaye artırımının başlamasından önce işlem gördüğü son seanstaki ağırlıklı ortalama fiyatı esas alınarak hesaplanan ve kuponunun teorik değeri konusunda fikir vermek amacıyla kullanılan “Referans Fiyat” Borsa Yönetimi'nce belirlenir ve ilk seansta duyurulur. İşlem gerçekleştikten sonra kupon baz fiyatı, bir önceki seansta gerçekleşen rüçhan hakkı kupon işlemlerinin ağırlıklı ortalama fiyatına göre belirlenir. Rüçhan Hakkı Kupon Pazarında işlem gerçekleşerek fiyat tescil oluncaya kadar, her gün hisse senedinin işlem gördüğü pazardaki ağırlıklı ortalama fiyatına bağlı olarak, referans fiyat hesaplanıp ilan edilir.

8. Rüçhan Hakkı Kupon Pazarında, fiyat marjları, pazar açılış günü ve fiyat tesciline kadar serbest; fiyat tescilini takip eden seanslarda ise %25'dir (Rüçhan hakkı kupon pazarı'nda gerçekleşen işlemlerin ağırlıklı ortalama fiyatının yuvarlanması sonucu bulunan baz fiyatın %25 altı ve %25 üstüdür).

9. Fiyat adımları, diğer tüm Pazarlarda uygulanan şekildedir.

10. Rüçhan Hakkı Kupon Pazarında gerçekleştirilen işlemler için de hisse senetleri için uygulanan takas süreleri (T+2) geçerlidir. Rüçhan Hakkı Kupon Pazarında alım yapan üyeler, rüçhan hakkı bedellerini Takasbank'a ödemek suretiyle aldıkları kuponların karşılığı hisse senetlerini aynı gün içinde, Hisse Senetleri Piyasası'nda satabilirler. (Bu işlem sadece Kayıtlı Sermaye Sistemine tabi şirketlerin hisselerinde yapılabilir. Esas sermaye sisteminde hisseler daha sonra teslim edileceğinden bu işlem yapılamaz. Esas sermayeli şirketlere ait rüçhan hakkı kuponları rüçhan bedelleri ödendiğinde makbuz olarak saklanır. Şirket hisse senetlerini bastırıldığında bu makbuzlar hisse senedine çevrilir.)

Pazar kapanış günü (son işlem günü), rüçhan hakkı kullanma süresi sonundan önceki 5. işgünüdür. Bu pazarda işlemlere başlanabilmesi için, rüçhan hakkı kullanma süresi başlamadan en geç iki işgünü önce, sermaye artışı yapacak şirketin, gerekli bilgi ve belgeleri Borsa Başkanlığı'na göndermesi gerekir. Alınan bilgi ve belgelerden derlenen haber, Borsa bülteninde, en geç rüçhan hakkı kullanma süresi

9.3. Hisse Senetleri Piyasası'nda "Eski - Yeni" Uygulaması ve Yeni Hisse Pazarı

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre temettü hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır.

Bir hesap dönemi içinde aynı şirkete ait hisse senetlerinden, geçmiş yılın kârına iştirak ederek kâr payı alma hakkı olan ve üzerinde geçmiş hesap döneminin temettü kuponunu taşıyanlara "Eski", geçmiş hesap döneminin kâr payı kuponunu taşımadığı için kâr payı alma hakkı olmayanlar "Yeni" olarak adlandırılmaktadır.

"Eski-Yeni" fiyat farkının Borsa bünyesinde serbestçe belirlenmesi gayesiyle 4 Ocak 1993'te "Yeni Hisse Pazarı" adı altında Hisse Senetleri Piyasası kapsamında bir pazar oluşturulmuştur. (ayrı bir işlem sırası)

9.3.1. Yeni Hisse Senetleri İçin Ayrı Pazar Açılması

Yeni Hisse Pazarı; Hisse senetleri Borsada işlem gören şirketlerin sermaye artırımlarının, bir hesap dönemi içinde temettü ödemesinden önce gerçekleşmesi durumunda, üzerinde geçmiş yıl temettü kuponu bulunmayan "Yeni" hisse senetlerinin İMKB tarafından belirlenmiş kriterlere göre, temettünün ödenmeye başladığı ilk güne kadar geçici süre ile işlem gördüğü pazardır. Yeni hisse senetleri pazarı aşağıdaki üç durumda açılır:

- a)** Hisse senetleri Borsada işlem gören şirketlerin sermaye artırımları, bir hesap dönemi içinde temettü ödemesinden önce gerçekleşmiş ise; yeni tertip hisse senetleri üzerindeki kâr payı kuponları sermaye artırımının yapıldığı yıldan başlar.
- b)** Kayıtlı Sermaye Sistemine tabi ortaklıkların bedelli sermaye artırımını nedeniyle çıkaracakları hisse senetlerinin satış süresi içinde yeni pay alma haklarının kullanımına ilişkin duyurunun (sirkülerin) yayımlandığı hesap dönemi sona ererse; hesap döneminin son gününü takip eden tarihten başlamak üzere, hisse senetlerinin geçmiş hesap dönemine ilişkin kâr payı kuponları iptal edilerek satılır. Aynı esaslar, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların tasarruf sahiplerine satışında verilecek hisse senetleri için de geçerlidir.

c) Esas sermaye sistemindeki bir şirketin sermaye artırımını aynı hesap dönemi içinde tescil edilmemiş ise artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin üzerinde sermaye artırımının başladığı yıla ait kâr payı kuponları bulunmaz.

Bu durumlarda, çıkarılan yeni tertip hisse senetleri üzerinde, geçen hesap dönemine ait temettü kuponu bulunmamakta böylece, üzerinde temettü kuponu bulunan "Eski" tabir edilen hisse senetleri ile temettü kuponu bulunmayan "Yeni" tabir edilen hisse senetleri arasında değer farkı oluşmaktadır.

Aynı tertip için kuponlu-kuponsuz hisse senedi ortaya çıktığında kuponlu hisse senetleri "Eski", kuponsuz hisse senetleri "Yeni" kabul edilir ve "Yeni" hisse senetlerinin Borsamızda işlem görmesi için pazar açılmasına aşağıda belirtilen kriterlere göre karar verilir:

- İMKB-30 endeksine dahil olan hisse senetlerinde, sermaye artırımını sonucunda ihraç edilen "Yeni" hisse senedi miktarının "Eski" hisse senedi miktarına oranı (Y/E) % 5'den düşükse,
- İMKB-100 endeksine dahil olan, ancak İMKB-30 endeksine dahil olmayan hisse senetlerinde sermaye artırımını sonucunda ihraç edilen "Yeni" hisse senedi miktarının "Eski" hisse senedi miktarına oranı (Y/E) % 10'dan düşükse,
- İMKB-100 endeksine dahil olmayan hisse senetlerinde sermaye artırımını sonucunda ihraç edilen "Yeni" hisse senedi miktarının "Eski" hisse senedi miktarına oranı (Y/E) % 20'den düşükse,

"Yeni" hisse senetleri için işlem sırası açılmaz.

Belirlenen bu kriterler doğrultusunda işlem sırası kapanan veya hiç açılmayan "Yeni" hisse senetleri, ancak "Eski-Yeni" farkını ortadan kaldıran gelişmelerle birlikte (Borsa'da temettü kuponu kesilme tarihinden veya Genel Kurul'da temettü dağıtılmamasına karar verilen tarihi izleyen işlem gününden itibaren) "Eski" sırasında işleme konu edilebilecektir.

9.3.2. “Yeni” Hisse Senetleri İçin Açılan Pazarın Çalışma Esasları

Yeni Hisse Pazarının çalışma yöntemi aşağıdaki gibidir;

1. Açılış günü ve fiyat tesciline kadar baz fiyatı ve fiyat marjı (Dağıtılacak Temettü oranı veya dağıtılıp dağıtılmayacağı belli değilse) uygulanmaz.
2. Fiyat tescilini takip eden seanslarda, baz fiyat olarak, bir önceki seansta gerçekleşen işlemlerin ağırlıklı ortalama fiyatı; fiyat marjı olarak ise, "eski" hisseye uygulanan marj uygulanır.
3. "Yeni Hisse Pazarı", "Eski" hisselerin pazarı ile aynı pazarda ve seansta işleme açılır.
4. "Yeni" hisse senedi, ayrı bir hisse senedi olarak, ilgili olduğu Pazar'da uygulanan kurallara göre işlem görecektir.
5. "Yeni" hisse senedi için, "Eski-Yeni" fiyat farkına neden olan, "Eski" hisse senedi üstündeki temettünün ödenmeye başladığı ilk güne kadar veya genel kurul sonrasında şirket tarafından, kâr payı dağıtılmasının söz konusu olmadığı açıklandığı tarihe kadar İMKB tarafından belirlenmiş olan ve yukarıda belirtilen kriterleri sağlaması koşuluyla geçici süre ile ayrı pazar açılır.

İşlemler sırasında aşağıdaki konulara özellikle dikkat edilmesi gerekmektedir;

1. Emirler iletilirken "Eski" hisse senedi için mi, "Yeni" hisse senedi için mi olduğu belirgin olmalıdır.
1. Takas yükümlülüklerinin "Eski" ve "Yeni" hisse senetleri için ayrı ayrı yerine getirileceği unutulmamalıdır.

9.4. Resmi Müzayedeler

Mahkemelerin, icra dairelerinin ve diğer resmi dairelerin Borsada yapılmasını gerekli gördükleri hisse senedi satım işlemleri aşağıdaki kurallara uyularak saat 11:00-12:00 saatleri arasında "ME" özellik kodu ile gerçekleştirilir. Eski ve Yeni olarak iki sırada işlem gören şirketlerin “Y” kodlu hisse senetleri için yapılan Müzayedede ise “MY” özellik kodu kullanılır.

Resmi Müzayedelerin Esasları :

1. Satışı istenilen hisse senetleri için bir taban fiyat belirlenmişse bu husus açıklanarak müzayede başlatılır. Borsa Başkanı satışa aracılık edecek üyeleri ve bunların sırasını önceden kura çekme yöntemi ile belirler. Sıralamadan sonra üyelik sıfatını kazanan üye listenin sonuna eklenir.
2. Satışla görevlendirilen üyeye tarife üzerinden (%0.5) kurtaj ödenir. Resen satışa çıkarma halinde kurtaj Borsa tarafından alınır.
3. Borsa Yönetimi, hisse senedinin niteliğine ve işlem hacmine bağlı olarak resmi müzayedenin en çok kaç seans sürebileceğini belirler. Bu süre içinde satılmayan hisse senetleri satışı isteyen makama iade edilir. Bu durumda, resmi müzayedenin bittiği tarihten itibaren 15 gün içinde bu hisse senetleri için tekrar resmi müzayede açılmaz.
4. Satılan hisse senetlerinin alıcılarına teslimi, bedellerinin tahsili ve tahsil edilen paranın Borsa ücreti, kurtaj ve diğer giderler indirildikten sonra ilgili kuruluşa ödenmesi Borsa tarafından yapılır.

9.5. Hisse Senetleri Piyasası'nda Fiyatların Oluşum

Yöntemi

İ.M.K.B. hisse senetlerinin alım satımında “Çok Fiyat” yöntemi kullanılır. Çok fiyat yöntemi; alım satım emirlerinin Borsa tarafından belirlendiği şekilde her şirket için bilgisayarlı alım satım sistemine kaydedildiği, sürekli müzayede sistemi ile çalışır.

Sisteme gönderilen alış ve satış emirlerinin seans boyunca farklı fiyat seviyelerinde eşleşebilmesi, dolayısıyla aynı seans içinde farklı fiyatların oluşması nedeniyle bu yönteme “Çok Fiyat Yöntemi” denir. Çok fiyat yönteminin uygulanmasında, ilgili hisse senedinin işlem gördüğü sistemde, bir hisse senedini satın almak veya satmak isteyen üye alış veya satış emrini o seans için tanımlanan marjlar ve fiyat adımlarına uymak koşuluyla istediği fiyattan sisteme girebilir.

Borsada alım satımlar peşin esası üzerinden yapılır. Kıymetin ve bedelinin teslimi Yönetmelikte belirtilen süre içinde yapılır. Yerli ve yabancı menkul kıymetler TL üzerinden alınıp satılır.

Şirketlerin ana sözleşmelerine dayanarak, belirli tertip hisse senetlerine farklı oranda kâr payı (temettü) dağıtmaları, farklı oy kullanım hakkı tanınmaları veya farklı zamanlarda yapılan apel ödemeleri söz konusu olduğunda ise, aynı hisse senedi gruplarından ayrı özellikte olanlarının her biri için ayrı pazar açılabilmektedir.

Ayrıca, işlem gören hisse senetlerinin "Yeni" olarak adlandırılan tertiplerinin bulunması durumunda, Hisse Senedi Piyasasında yeni hisse senetlerine ayrı pazar açılmaktadır. Eski hisse senedi pazarı için geçerli olan kurallar yeni hisse senedi pazarı için de geçerlidir.

9.6. Hisse Senetleri Piyasası'nın İşleyişi İle İlgili Tanımlar

a) İşlem Miktarı

Bir piyasada, bir seansta ya da belli bir dönemde alınıp satılan (el değiştiren) menkul kıymet adedidir. Borsa'da, her işlem günü, her iki seansın işlemleri için ayrı ayrı hisse senedi bazında işlem miktarı yayınlanır. Farklı pazarlarda gerçekleşen işlem miktarları toplandığında, İ.M.K.B.'nin o günkü işlem miktarı ortaya çıkar. Birincil piyasadaki işlemler ayrı olarak gösterilir.

b) İşlem Hacmi

Hisse senedinde gerçekleşen her sözleşmedeki hisse senedi sayıları ile işlem fiyatlarının çarpılması sonucu bulunan miktardır. Tüm hisse senetlerinin işlem hacimleri toplamı, Hisse Senetleri Piyasasının toplam işlem hacmini oluşturur.

c) İşlem Birimi

Bir sermaye piyasası aracının, kendisi ya da katları ile işlem yapılabilecek asgari sayısını ya da değerini ifade eder. Hisse senetleri piyasası'nda işlem birimi olarak lot kullanılır. 1 lot 1 adet hisse senedi veya 1 TL nominal değerli hisse senedine denktir. Fon Pazarında da 1 lot 1 adet Borsa Yatırım fonu katılma belgesinden oluşmaktadır.

Örnek : 1 lotun 1 adet (1 TL nominal) olduğu hisse senetlerinde miktar bölümüne; 2 hisse, "2" lot olarak girilir.

d) Ağırlıklı Ortalama Fiyat

Bir sonraki seansta uygulanacak baz fiyatın hesaplanmasına esas teşkil eden, hisse senedinin miktar ağırlıklı fiyatıdır. Her hisse senedi için her seans öncesinde bir önceki seans işlemleri dikkate alınarak ağırlıklı ortalama fiyat hesaplanır.

Hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama fiyatları hesaplanırken, değişik fiyattan ve miktarlardan gerçekleşen ve **fiyatı tescil edilen** normal emirler dikkate alınır. (Fiyatın tescil edilmesi için işlemin lot olması ve gerçekleşmiş işlemin özel emir şeklinde olmaması gerekir.) İşlem günü sonunda, her hisse senedi için aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanır:

$\text{A.O.F.} = \frac{\sum_{i=1} (M_i \times F_i)}{\sum_{i=1} M_i}$	<p>M_i = Gerçekleşen emrin içerdiği hisse senedi miktarı</p> <p>F_i = Gerçekleşen emrin satış fiyatı</p>
--	--

e) Baz Fiyat

Bir hisse senedinin seans içinde işlem görebileceği üst ve alt fiyat limitlerinin ve fiyat adımlarının belirlenmesine esas teşkil eden fiyattır. Bu fiyat, menkul kıymetin en son işlem gördüğü seanstaki ağırlıklı ortalama fiyatının en yakın fiyat adımına yuvarlanması ile elde edilir.

Temettü ödemeleri veya sermaye artırımlarında, baz fiyat Borsa tarafından belirlenerek sisteme girilir. Baz fiyatın belirlenmesinde uygulanacak yöntem Yönetim Kurulu'nca belirlenir ve Günlük Bültende yayınlanır.

Örnek 1 : AAA hisse senedinin 1. Seans sonunda ağırlıklı ortalama fiyatı 4,35 TL ise, bu hisse senedinin 2. Seans baz fiyatı; 2,52 - 5,00 TL fiyat aralığında fiyat adımı 0,02 TL (2 yeni kuruş) olduğu için 4,35 rakamı en yakın fiyat adımına yuvarlanmak suretiyle 4,36 olarak bulunur.

Örnek 2 : BBB hisse senedinin 2. Seans ağırlıklı ortalama fiyatı 22,35 TL ise, bu hisse senedinin sonraki işgünü 1. Seans baz fiyatı, 10,10 – 25,00 fiyat aralığında fiyat adımı 0,10 TL (10 yeni kuruş) olduğu için, 22,35 rakamı en yakın fiyat adımına yuvarlanması suretiyle 22,40 TL olarak bulunur.

f) Referans Fiyat

İşlem görülebilecek en üst ve en alt fiyat limitlerinin belirlenmesinde esas teşkil etmeyen, rüçhan hakkı kuponlarının ilk işlem gördüğü seansta işleme baz fiyatla açılmaması nedeniyle, yatırımcılar açısından kuponun yaklaşık değerine ilişkin olarak bir referans olarak kullanılmak üzere, eski hisse senedinin bölünmeden önceki en son işlem gördüğü seanstaki ağırlıklı ortalama fiyatı ve bedelli artırım oranı kullanılarak bulunan bir fiyat türüdür.

g) Fiyat Adımları

Fiyat adımı, her hisse senedi fiyatı için bir defada gerçekleşebilecek en küçük fiyat değişimidir. Hisse senetlerinin fiyat adımları, baz fiyatlarına göre belirlenir. Baz Fiyat Aralığı – Fiyat Adımı Tablosu adı verilebilecek aşağıdaki tabloda çeşitli baz fiyat aralıkları ve bu aralıkların her biri için, belirli seviyelerdeki baz fiyat artışına paralel olarak artan bir biçimde, adımlar tanımlanmıştır. Emir girilirken bu fiyat adımlarına uymak zorunludur.

BAZ FİYAT ARALIĞI -TL				FİYAT ADIMI - TL
A	0,01	–	2,50	0,01
B	2,52	–	5,00	0,02
C	5,05	–	10,00	0,05

D	10,10	–	25,00	0,10
E	25,25	–	50,00	0,25
F	50,50	–	100,00	0,50
G	101,00	–	250,00	1,00
H	252,50	–	500,00	2,50
I	505,00	ve	üzeri	5,00

Örnek 1 : CCC hisse senedinin en son seans ağırlıklı ortalama fiyatı 43,89 TL ise, yeni seans baz fiyatı 0,25 TL'lik fiyat adımına göre 44,00 TL olarak bulunur.

Örnek 2 : DDD hisse senedinin önceki seans ağırlıklı ortalama fiyatı 52,30 TL dir. Bu durumda ağırlıklı ortalama fiyat en yakın fiyat adımına yuvarlanarak baz fiyatın 52,50 TL olduğu ortaya çıkacaktır. Bu baz fiyat 50,50 – 100,00 TL'lik baz fiyat aralığına girdiği için, fiyat adımı 0,50 TL (50 yeni kuruş) olacaktır.

Örnek 3 : EEE hisse senedinin önceki seans ağırlıklı ortalama fiyatı 100,50 TL'dir. 1,00 TL'lik fiyat adımına göre yeni seans baz fiyatı 101,00 TL olacaktır. Bu durumda baz fiyat 101,00 – 250,00 baz fiyat aralığına gireceğinden yeni seansta 1TL'lik fiyat adımı kullanılacaktır.

Fiyat adımlarının, girilen emrin fiyatının Baz Fiyat Aralığı-Fiyat Adımı tablosundaki aralığa göre değil, hisse senedinin baz fiyatının bulunduğu fiyat aralığına göre belirlendiği unutulmamalıdır.

h) Fiyat Değişme Sınırları

Borsada işlem gören menkul kıymetler için teşekkül ettirilen pazarlarda arz ve talebin karşılaştırılması, ancak Borsa Yönetimi tarafından belirlenen yöntemle tesbit edilen fiyat aralıkları içinde yapılır.

Her hisse senedi için, seans içinde işlem görebileceği en düşük (taban) ve en yüksek (tavan) fiyatlar, o hisse senedi için "Fiyat Aralığı" nı oluşturur. Bu sınırlar, o seansın baz fiyatı temel alınarak hesaplanır.

Hisse senetleri piyasasında (normal emir ve özel emir işlemler için), fiyat aralıkları, baz fiyatın %10 altı ve üstü ile sınırlıdır. Bu usulde hesaplanan üst sınır yukarıya, alt sınır ise aşağıya, ilgili fiyat adımına uygun olarak yuvarlanır. Alt ve üst sınırlar, dışarıya doğru ve fiyat adımlarının katlarına yuvarlandığı için, fiyat değişimi ağırlıklı ortalama fiyata göre öngörülen yüzdeyi geçebilmektedir. Özel Emirlerin fiyat aralığı standart fiyat aralıklarından farklı olarak Yönetim Kurulu'nca belirlenebilir.

İlk işlem gördüğü ve baz fiyatın olduğu seans sonuna kadar serbest marjla işlem yapılabilen Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı'nda ise bu oran, baz fiyat +/- %25'tir. Genelde büyük miktarda ve zaman zaman yönetim değişikliğine dahi sebep olan ve bu yüzden çeşitli ön incelemelere ve izne bağlı olan Toptan Satışlar Pazarı işlemleri de bu sınırlamaya tabi değildir. Ayrıca daha önceleri serbest fiyatla emir girilebilen T. İş Bankası Kurucu hisse senedi sırasında, temsilcilerin sık sık karşılaştıkları hatalı emir girişini azaltarak üyelerimizin olası zararlarının önlenmesi amacıyla +/- %25 oranında fiyat marjı uygulanmasına başlanmıştır.

Örnek :

X hisse senedinin, 05 Ocak 2005, 2. Seans A.O.F'si **273,20 TL** ise; 06 Ocak 2005 tarihli, 1. Seansta uygulanacak Baz Fiyat, Fiyat Adımı ve Fiyat Değişme Sınırlarını hesaplayalım.

Ağırlıklı ortalama fiyat en yakın fiyat adımına yuvarlanarak baz fiyat bulunur, daha sonra bulunan baz fiyata göre fiyat adımı ve fiyat aralığı tespit edilir.

Baz Fiyat	: 272,50 TL
Fiyat Adımı	: -2,50 TL
Fiyat Marjı (%)	: +/- %10
Alt sınır (Taban Fiyat)	: $272,50 - (272,50 \times 0,10) = 245,25 \Rightarrow 245,00$ TL

Üst sınır (Tavan Fiyat)	: $272,50 + (272,50 \times 0,10) = 299,75 \Rightarrow 300,00$ TL
--------------------------------	--

Fiyat Değişme Sınırları	: 245,00 – 300,00
--------------------------------	--------------------------

Fiyat marjları aşağıdaki durumlarda serbest bırakılır;

1. Sermaye artırımını sırasında temettü oranının belirsiz olduğu durumlarda, senedi fiyatı serbest bırakılır ve serbest marjla işlemler gerçekleşir.
2. Sırası beş işgünü ve üzerinde süre ile kapatılan hisselerde, Borsa Yönetim Kurulu tarafından aksine karar alınmadıkça, hisse senedinin sırası serbest marj ile açılır.
3. Bir aylık süre içinde işlem görmeyen hisse senedinin, bir ayı takip eden ilk seansta fiyat marjları serbest bırakılıp, Bültende ilan edilir. Fiyat marjlarının serbest bırakılmasını, takip eden beş işgünü süresince işlem gerçekleşmemesi halinde hisse senedi ilgili pazarlardan Yönetim Kurulu Kararına kadar Başkanlıkça geçici olarak çıkarılır.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Hisee senetlerinin fiyatı ne şekilde oluşmaktadır?

Soru 2. Birincil piyasa kavramını açıklayınız

Soru 3. İkincil piyasa kavramını açıklayınız.

Soru 4. Seans işlemleri ne şekilde gerçekleşmektedir?

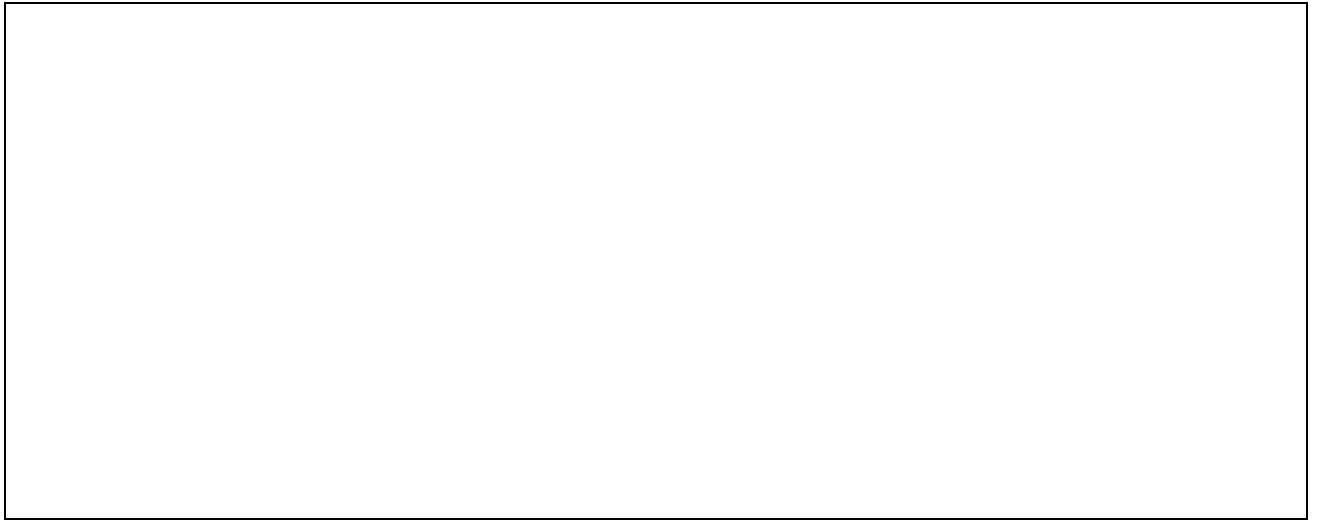
Soru 5. Yeni ekonomi pazarı terimini açıklayınız.

10. MÜŞTERİ VE BORSA EMİRLERİ

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 10.1.**
- 10.2.**
- 10.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

1.MÜŞTERİ VE BORSA EMİRLERİ

a) Müşteri Emirleri

Borsa üyelerine müşterileri tarafından verilen alım satım emirleri "Müşteri Emri" olarak adlandırılır. Müşteri emirleri limit veya serbest fiyatlı olabilir. Limitli müşteri emrinde, emri veren alıcı, işlemin gerçekleşmesi için kabul ettiği en yüksek fiyatı; satıcı ise satmaya razı olduğu en düşük fiyatı belli eder. Müşteri, verdiği emirdeki fiyatı belirleme konusunda üyeyi serbest bırakmak istediğinde, "Serbest Fiyatlı" ibaresini taşıyan emir verir.

b) Borsa Emirleri

Müşteri emirleri, üye temsilcileri tarafından seans içinde Borsa bilgisayar sistemine aktarıldığında "Borsa Emri"ne dönüşür.

Alım Satım İle İlgili Genel Kurallar

Verilen bir emrin karşı bir emir tarafından karşılanması sırasında, sistemin uyguladığı bir takım işlem kuralları vardır. Hisse senedi almak veya satmak isteyen üye temsilcisi, bir emrin içermesi gereken tüm bilgileri bilgisayar aracılığıyla sisteme aktarır. İşlemler hisse senetleri piyasası için belirlenen öncelik kurallarına uygun şekilde sistem tarafından otomatik olarak gerçekleştirilir. Bu kurallar, fiyat ve zaman önceliği kurallarıdır.

a) Fiyat Önceliği

Daha düşük fiyatlı satış emirlerinin, yüksek fiyatlı satış emirlerinden; daha yüksek fiyatlı alım emirlerinin, düşük fiyatlı alım emirlerinden önce işlem görmesini sağlayan öncelik kuralıdır.

b) Zaman Önceliği

Girilen emirlerde fiyat eşitliği olması halinde, sisteme zaman açısından daha önce kaydedilen emrin daha önce işlem görmesini sağlayan öncelik kuralıdır.

c) Müşteri Emirlerinin Önceliği

Fiyat ve zaman öncelikleri açısından eşitliğin söz konusu olduğu emirler arasında müşteri emirleri, Borsa üyelerinin kendi nam ve hesaplarına verdikleri Borsa emirlerinden önce sisteme girilir.

Emir Girişinde Sınırlamalar

Hisse Senetleri Piyasası'nda üye temsilcileri sisteme emirlerini aktarırken başlıca iki sınırlamaya uymak zorundadırlar.

Maksimum Lot Miktarı

Limit Fiyatlı olarak verilen emirler, her hisse senedi için belirlenen bir defada sisteme girilebilecek maksimum lot miktarı ile sınırlandırılmıştır. Hisse senetleri 250, 500 ve 1.000, 2.500, 5.000, 10.000 ve 25.000 lot olarak belirlenen yedi farklı maksimum lot sınırından birine tabidir.

10.1.Maksimum Lot Miktarlarının Belirlenmesine Baz Teşkil Eden Kriterler

a. Hisse senetlerine emir girişinde uygulanan “maksimum lot miktarları” aşağıdaki tabloda belirtilen “sözleşme başına düşen ortalama lot miktarları”na göre belirlenmektedir.

Sözleşme Başına Ortalama Lot	Maksimum Lot Miktarı
2.501 ve üzeri	25.000
751 – 2.500	10.000
251 – 750	5.000

101 – 250	2.500
51 – 100	1.000
26 – 50	500
0 – 25	250

Maksimum lot miktarı, aylık sözleşme başına düşen ortalama lot miktarı 0-25 lot arasında olan hisse senetlerinde 250 lot; 26-50 lot arasında 500 lot; 51-100 lot arasında 1.000 lot; 101-250 lot arasında 2.500 lot; 251-750 lot arasında 5.000 lot; 751-2.500 lot arasında 10.000; 2.501 lot ve üzerindeki hisse senetlerinde 25.000 lot olarak uygulanmaktadır.

b. Maksimum lot miktarlarının artış ve azalış hesaplamaları her ay başında, geçmiş ayın verileri değerlendirilerek ve eksperlerin görüşü alınarak piyasadaki gelişmelere uygun olarak yeniden belirlenmektedir.

c. Piyasanın hızla gelişen ihtiyaçlarına cevap verebilmek için, hisse senetlerinin (Eski-Yeni-Rüçhan, Temerrüt-Resmi Müzayede sıralarında) maksimum lot miktarlarının gerek hissenin ilk pazar açılışında belirlenmesi, gerekse piyasanın gerektirdiği koşullarda ihtiyaca göre artırılıp/azaltılması yetkisi yukarıda belirlenen çerçeve dahilinde olmak üzere, uygulama kolaylığı sağlamak açısından Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğü'ne aittir.

d. Hisselerin maksimum lot miktarlarındaki değişiklikler, bülten duyurusu ile her ayın en geç 5. işlem gününde uygulamaya konulmaktadır.

İşlem Değeri Sınırı

Bir defada sisteme girilebilecek her lot emri 1,5 Milyon TL işlem değeri ile sınırlandırılmıştır. Ancak, özel emirlerde 1,5 Milyon TL lik bu sınır uygulanmamaktadır. Bu sınır gerektiğinde günün şartlarına göre Yönetim Kurulu tarafından yeniden belirlenmektedir.

Limit Fiyatlı Emirlerde maksimum lot sınırı geçerlidir. Ancak girilen emrin değeri 1,5 Milyon TL'yi aşamaz. Emir, sınır değeri aştığı takdirde sistem tarafından reddedilir.

Kalanı İptal Et (KİE) Emirleri için maksimum lot sınırı yoktur, ancak emrin değeri 1,5 Milyon TL'yi aştığı takdirde, emrin tamamı sistem tarafından reddedilir.

Özel Limit Fiyatlı (OLFE) ve Limit Değerli Emirlerde, sistem maksimum 1,5 Milyon TL'ye kadar işlem yapar ve o noktada işlemi sona erdirir.

Emir Çeşitleri

i.Normal Emir

ii.Özel Emir

Normal emirler farklı şekillerde sisteme iletilebilmektedir. Normal emirler, sisteme, limit fiyatlı, limit fiyatlı aktif işlem koşullu, özel limit fiyatlı ve limit değerli olarak iletilebilmektedir.

Normal Emirler

İşlem birimi halinde verilmiş, kusuratsız, tam olarak 1 lot ve katlarından oluşan emirlerdir.

Normal Emirleri, dört ayrı gruba ayırmak mümkündür. Ancak tüm çeşitlerde bir fiyat limiti söz konusudur:

a) Limit Fiyatlı Emirler

Fiyat ve miktarın girildiği emirlerdir. İşlem kısmen veya tamamen olmazsa, gerçekleşmeyen kısım ekranda pasif olarak görünür.

Piyasadaki alış veya satış tarafındaki en iyi fiyattan daha kötü fiyatlarla bu emirlerin karşılanmak istenmesi durumunda (girilen satış emrinin fiyatının bekleyen en iyi alış fiyatından daha düşük, girilen alış emrinin fiyatının bekleyen en iyi satış fiyatından daha yüksek olması durumu) emir, yettiği oranda, fiyat ve zaman önceliğine göre emir dosyasında bekleyen iyi

fiyatlı emir veya emirlerin fiyatından karşılanacak, miktar karşılanamadığı takdirde orijinal fiyata kadar işlem yapılacaktır.

Yeni girilen bir emrin miktarı, emir dosyasında bekleyen emirlerin miktarından büyükse, bütün emirler karşılanana kadar, yeni emrin limit fiyatına eşit veya daha iyi fiyatlı olan bütün emirlerle eşleşecektir. Karşılanmayan miktar ise emir dosyasında, emir girişinde belirtilen fiyattan, yerini alacaktır. Yeni girilen bir emrin miktarı, emir dosyasındaki tek bir emrin miktarından düşük ise, yeni emrin tamamı karşılanacak ve emir dosyasında mevcut bulunan emrin karşılanmayan kısmı yine dosyada kalmaya devam edecektir.

b) Kalanı İptal Et Emirleri (KİE)

Fiyat ve miktarın girildiği, ancak işlem olmazsa tamamı, kısmen işlem gördüğü durumda görmeyen kısmın emir dosyasına pasif olarak yazılmayarak, sistem tarafından otomatik olarak iptal edildiği emir türüdür.

Sistem en iyi fiyat seviyesindeki emirlerden başlayarak girilen fiyat seviyesi sınır olmak üzere, yazılan miktar tamamıyla karşılanıncaya kadar işlem yapar. Ancak girilen fiyatın dışında diğer fiyat seviyeleri ile işlem yapılmaz. Emir miktarının tümü verilen fiyat sınırına kadar yapılan işlemlerle karşılanamadığı takdirde, kalan miktar sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir.

Bu emri girmek için temsilci istediği miktarı ve fiyatı girer ancak [KİE - Kalanı İptal Et] tuşuna da ayrıca basmak zorundadır. Aksi takdirde sistem maksimum lot sınırını aşan miktartlı bir emir söz konusuysa girişe izin vermeyecektir. Bu emri sisteme göndermek için "KAYIT GİRİŞ" tuşundan sonra ayrıca "ONAY" tuşuna basmak gerekir.

c) Özel Limit Fiyatlı (OLFE) Emir

Emir miktarının "sıfır-0" olarak girildiği, sadece fiyat verilerek sisteme aktarılan emirlerdir. Belirli bir fiyata kadar olan bütün emirleri karşılamak amacı ile girilir. Bu emirler, belirtilen fiyat seviyesine kadar tüm fiyat seviyelerindeki emirleri karşılar. Eğer üyenin karşılamak istediği emirler içinde kendisine ait emirler varsa ve bunların toplamı %50'yi geçiyorsa girilen emir iptal edilir.

d) Limit Değerli Emirler

Özel limit fiyatlı emirlerin belirli bir tutar sınırı konmuş şeklidir.

1. Miktar "Sıfır-0" olarak girilir.
2. "Fiyat" girilir.
3. Emre maksimum işlem değeri "TL" olarak yazılır.
4. Bu tür emirler için "Maksimum Değer" kısıtı (limit) emir miktarıdır.
5. Eğer üyenin kendisine ait emirleri daha fazlaysa girilen emir iptal edilir.

Sistem, belirtilen tutardan fazla olmamak şartıyla, girilen limit fiyat seviyesini de dikkate alıp, en iyi fiyatlı emirlerden itibaren işlem gerçekleşmesine olanak sağlayacaktır. Eğer belirtilen fiyat seviyesine ulaşmadan, girilen tutar karşılandıysa, daha fazla işlem olmasına sistem izin vermeyecektir.

Özel Emirler

Yönetim Kurulu tarafından, menkul kıymet bazında belirlenen hisse sayısını aşan ve başka bir özel emir ile eşlendiğinde eksper onayıyla gerçekleştirilen, bölünmez bir bütün olarak işlem gören emirlerdir.

Özel emir miktarının alt sınırı, hisse bazında geçerli olan maksimum lot sayısı ve baz fiyatı ile aşağıdaki şekilde ilişkilendirilmiştir;

Baz Fiyat Aralığı	Minimum Özel Emir Miktarı
0 - 25,00	maksimum lot miktarının 10 katı
25,25 - 50,00	maksimum lot miktarının 6 katı
50,50 - 100,00	maksimum lot miktarının 3 katı
101,00 ve üzeri	maksimum lot miktarının 1 katı

Özel emirlerde bir seferde üye adına sisteme girilebilecek hisse miktarında üst sınır (azami miktar), şirket sermayesinin %10'u olarak belirlenmiştir. Kurucu ve imtiyazlı hisse senetleri de özel emir olarak yazılırlar. Özel emirler bir bütün olarak alınıp satılabilir, kısmen alınıp satılamazlar.

Özel emir işlemleri, sistemde bekleyen özel emrin diğer bir özel emir ile eşleştirilip Kontrol tarafından onaylanmasıyla gerçekleşir. Özel emir sisteme girildiğinde, değiştirildiğinde, eşlendiğinde veya iptal edildiğinde tüm temsilcilere bilgi içerikli mesajlar geçilir. Eşleşen özel emirlere ait bilgiler Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğü'nce incelendikten sonra, kurallara uymayan bir durumun olmaması halinde Kontrol tarafından onaylanır.

Bir özel emrin zaman önceliği kazanabilmesi için diğerleri ile fiyatının ve ihtiva ettiği hisse senedi sayısının aynı olması gereklidir. Zira her özel emir, bölünemez oluşu nedeni ile ayrı bir bütündür.

Miktarları farklı olmak kaydı ile en iyi fiyatlı özel emrin diğerlerine kıyasla önceliği yoktur. Bir üye, daha az veya daha çok hisse sayısı ihtiva eden bir emri en uygun fiyatlı emre tercih edebilir. Özel emri giren üye, yazdığı emir henüz işlem görmeden iptal edebilir. Özel emir eşleme işlemi seans bitiminden en geç 10 dakika önce gerçekleştirilmelidir. Bu süreden sonra eşlenen özel emirler Kontrol tarafından iptal edilir.

Özel emir dosyasında, girilen özel emirle aynı miktarda ve aynı veya daha iyi fiyat seviyesinde karşıt bir emir varsa eşleştirme bu emirle yapılmak zorundadır. Lot piyasasında, özel emir fiyatı ve/veya daha iyi fiyatlardaki emirlerin toplamı, girilmek istenen özel emrin miktarına eşit veya daha büyükse, özel emir eşleşmesi sistem tarafından iptal edilerek, satılacak veya alınacak miktarın piyasadan karşılanması istenir. Yeni bir özel emir sisteme girildiği anda veya bekleyen bir özel emir eşlenmeye çalışıldığı anda, normal emir dosyasında onu karşılayacak tutarda emir bulunması durumunda, sistem otomatik eşleme yerine, girilen veya eşleyen özel emri otomatik olarak iptal edecektir. Böylece girdiği özel emri iptal edilen üye, normal emir dosyasında özel emrini karşılayabilecek kadar normal emir olduğunu anlayacak ve gerekirse işlemi normal

emirleri karşılayarak gerçekleştirebilecek ya da özel emir işlemini piyasanın uygun duruma gelmesine kadar bekletebilecektir.

Özel emir eşlendiğinde, alış veya satış tarafında, bu miktarı karşılayacak yeterli lot emri yok iken, onaylanma sürecinde geçen zamanda lot emrinin birikmesi durumunda, eşleşme geçerliliğini yitirmez. Özel emir minimum adetleri, "Emir baz - Özel emir ve Hisse sorgu" ekranlarında her hisse senedi için ayrı ayrı görülebilmektedir.

Özel emir işlemleri, tescil edilmez, fakat miktar ve hacim hesaplamasına dahil edilirler. Gerçekleşen özel emir işlemleri Günlük Bültende toplu olarak ilan edilir.

Borsa Dışı Lot Altı İşlemler

Borsa dışı küsurat işlemleri, yalnızca Borsa dışında, Borsa işlem birimi olan 1 lotun altında kalan miktarlarda yapılan, lot altı alım-satım işlemleri olarak da anılan küsurat işlemleridir. Ancak, lot altı alım-satımlarda, gerek üye gerekse müşterinin, tam bir lota tekabül eden tek kupürle yaptıkları alım-satımlar lot altı işlemi olarak kabul edilir.

Borsa Yönetim Kurulunca belirlenerek Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanacak tarihe kadar geçerli olmak üzere yukarıda belirtilen 1 lot sınırı aşağıdaki gibi uygulanacaktır;

Borsa dışı küsurat işlemleri, İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda maksimum lot miktarı 250 olan hisse senetlerinde 1 lot, 500 lot olan hisse senetlerinde 2 lot, 1000 lot olan hisse senetlerinde 5 lot, 2500 lot olan hisse senetlerinde 12 lot, 5000 lot ve üzerinde olan hisse senetlerinde ise 25 lot ve altında kalan miktarlarda, Borsa dışında yapılan, lot altı alım-satım işlemleri olarak da anılan küsurat işlemleridir.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından teknik ve bilgisayar altyapısı ile merkez dışı örgüt yaygınlığı değerlendirilerek yetki verilen, Borsa Yönetim Kurulu'nun kararıyla kendi nam ve hesaplarına Borsa dışı küsurat işlemleri yapmaya kabul edilen ve yetkileri Borsa Bülteni'nde yayınlanan Borsa üyeleridir.

Borsa dışı kúsurat işlemleri için gerekli ek teminat tutarı 50.000 TL'dir. Borsa dışı kúsurat işlemi yapma yetkisi alan úyeler, işleme başlama tarihinden en az beş iş gúnü önce ek teminat tutarının tamamını T.C. Merkez Bankası nezdinde bulunan Borsa Başkanlığı hesabına yatırmak zorundadırlar.

Borsa dışı kúsurat işlemleri İMKB'deki pazarlarda işlem gören tüm Eski (E) ve Yeni (Y) özellik kodlu hisse senetleri üzerinde yapılabilir. Üyeler, işlem yapacakları hisse senetlerini Borsa'ya bildirirler. Bildirilen hisse senetleri bir aydan kısa bir süre içinde değiştirilemez.

Bir hisse senedinin İMKB'de Yeni (Y) sırasının açık olduğu süre boyunca, bu hisse senedini Borsa dışı kúsurat işlemleri kapsamında bulunduran üyenin de o şirkete ait Yeni (Y) özellik kodlu hisse senetlerinde işlem yapması zorunludur.

Lot altında işlem görecek Yeni Hisse Pazarı sırası, ayrıca bildirimde bulunmaya gerek olmaksızın, İMKB'deki pazara paralel olarak açılır ve kapanır.

Yetkili üyeler Borsa dışı kúsurat işlemlerini yalnızca müşterileri için gerçekleştirebilirler. Müşterinin talep etmesi halinde, karşılanmayan her emir için müteselsil numaralı, emrin verildiği saat, dakika bilgilerini içeren ve hisse senedi adı, alış-satış, fiyat ve miktar bilgilerinin yer aldığı "Müşteri Emir Formu" müşteriye verilir. İşlem olması durumunda, üye aynı bilgileri içeren alım-satım bordrosu düzenler.

İşlem tutarının yuvarlanmak suretiyle sıfır (0) olmasına neden olacak miktarlardan emir girilemez.

Yetkili üyeler, işlem tutarlarında yuvarlamalara yol açan emir girişlerine hisse senedi ve/veya hesap bazında sınırlama getirebilirler.

Borsa dışı kúsurat işlemlerinde bir hisse senedinin işlem görebileceği en yüksek ve en düşük fiyat, birinci seans sonundan ikinci seans sonuna kadar yapılan işlemlerde o günkü ikinci seans

için Borsa'da oluşan fiyat marjı, ikinci seans sonundan ertesi seans sonuna kadar yapılan işlemlerde ise, bir sonraki ilk seans için oluşan fiyat marjı dahilinde olmalıdır.

Gözaltı Pazarı'nda ise bir hisse senedinin işlem görebileceği en yüksek ve en düşük fiyat, her gün seans bitiminde oluşacak ağırlıklı ortalama fiyata göre, bir sonraki seans için oluşan fiyat marjı dahilinde olmalıdır.

Alış-satış fiyatları arasındaki maksimum fark, tüm hisseler için % 5'tir. Ancak, Borsa'da 0,01 TL fiyat adımının geçerli olduğu hisse senetlerinde, Borsa'da oluşmuş marj dahilinde kalmak kaydıyla, alış-satış fiyat farkı % 10'a kadar genişletilebilir.

Bir hisse senedinin çeşitli nedenlerle fiyat marjının serbest bırakılması durumunda, o hisse senedinde marj oluşuncaya kadar borsa dışı işlem yapılmaz.

Günlük olarak uygulanmak üzere, üyeler, müşteri emri bulunması koşuluyla, her hissede alış ve satışta Borsa Hisse Senetleri Piyasası'nda maksimum lot miktarı 250, 500, 1000 ve 2500 olarak belirlenen hisse senetlerinde 100 lotluk, maksimum lot miktarı 5000 ve üzerinde belirlenen hisse senetlerinde ise 250 lotluk tavan içinde, minimum alış yaptığı miktar kadar satış, satış yaptığı miktar kadar alış yapmak zorundadır.

Lot altı işlemi yapmaya yetkili üyelerin nezdlerinde bulunan her bir hesap adına yapılacak alım satım toplamı, günlük bazda 5.000 TL ile sınırlandırılmıştır. Bu sınır, gerektiğinde İMKB Yönetim Kurulu'nun teklifi ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayı ile yeniden belirlenebilir.

Küsurat işlemlerinde hisse senetlerinin teslimi ve bedellerinin ödenmesi işlemle aynı anda yapılır. Ancak (Y) özellik kodlu Yeni hisse senetlerinin fiziki teslimatı ya da virmanı talep edildiğinde bu talep üye tarafından Takasbank A.Ş. imkanları dahilinde karşılanabilecektir.

Yetkili üyeler, Borsa dışı küsurat işlemlerinden dolayı müşterilerinden kurtaj talep edemezler. Üyeler bu işlemler üzerinden, hisse senedi kurtaj tarifesi esas alınarak hesaplanacak Borsa payını diğer Borsa payları ile birlikte öderler.

Borsa dışı kúsurat iŖlemleri, yetkili Borsa üyeleri tarafından iŖlemi takip eden gün, saat 10:00'a kadar tescil ettirilmek üzere Borsa'nın belirleyeceği Ŗekilde Borsa'ya gönderilir. Borsa Yönetimi, hisse senedi bazında, gerçekteŖen iŖlemlere ait bilgileri, iŖlem gününü izleyen ilk iŖ günü Borsa Bülteni'nde yayınlar.

Tek Üyenin Taraf Olduğu İŖlemler

Üye tarafından girilen emir yine aynı üyenin pasif (beklemekte olan) emri ile karşılaŖtıđında, sistem emri çapraz emir dosyasına aktarır ve Yönetim Kurulunca belirlenen süre kadar beklemeye alır. (Bu süre 24 Temmuz 2000 tarihinden itibaren **bir** dakika olarak uygulanmaktadır). Belirlenen süre içinde başka bir üyenin aynı fiyat seviyesinde emri gelmez ise, bu sürenin sonunda sistem çapraz iŖlemi gerçekteŖtirir ve iŖlem tescil edilir.

Bekleme süresi dahilinde bir başka üyenin aynı fiyat seviyesinde aktif emri gelir ise;

a. Pasif miktar, üyenin ve diğer üyenin emir toplamlarına eŖit ise, miktar %50 oranında üyeler arasında paylaŖtırılır.

b. Pasif miktar, üyenin ve diğer üyenin emir toplamlarından büyük olduğu takdirde;

i) Üyenin emri diğer üyenin emir miktarından büyük ise, diğer üyenin miktarı kadar eŖit olarak eŖleŖir, kalan kısım beklemeye devam eder.

ii) Üyenin emri diğer üyenin emir miktarından küçük ise, üyenin emrinin tamamı karşılanır, diğer üyenin istediği miktar kalan pasif emir miktarı ile eŖleŖtirilir.

c. Pasif miktar, üyenin ve diğer üyenin emir toplamlarından küçük olduğu takdirde;

i) Her iki üyenin emir miktarları eŖit ise, pasif emir miktarı %50 oranında üyeler arasında paylaŖtırılır.

ii) Üyenin emri diğer üyenin emir miktarından büyük ise diğer üyenin miktarı kadar eŖit iŖlem yaptırılır, kalan miktar için çapraz iŖlem bekleme süresi devam eder.

iii) Üyenin emri diğer üyenin emir miktarından küçük ise, üyenin emrinin tamamı karşılanır, diğer üyenin istediği miktar kalan pasif emir miktarında kalan miktar kadar eŖleŖtirilir.

Çapraz işlemlerde paylaşılacak miktar tek sayı ise, her zaman bir fazlası aynı üyeyle eşleştirilir. Çapraz işleme konu olan miktar bir lot ise, bekleme süresi içinde gelen diğer bir üyenin aynı fiyat seviyesindeki emri ile eşleştirilir.

Emirlerde Geçerlilik Süresi

a) Günlük Emir

“Günlük Emir” olarak adlandırılmasına ve günde iki seans olmasına rağmen, yalnızca verildiği seans sonuna kadar sistemde işlem görmek üzere bekleyebilen emir türüdür, Seans sonuna kadar işlem görmezse, iptal edilecektir. Sistem, aksi belirtilmedikçe, bütün emirleri günlük emir olarak kabul edecektir. Emrin kısmen karşılanması durumunda, geriye kalan karşılanmamış miktar seans sonuna kadar bekletilecek ve yine karşılanmamışsa, sistem tarafından iptal edilecektir.

b) Kalanı İptal Et

Emre iliştirilen bu koşul, emrin mümkün olan miktarının karşılanması ve kalan kısmın da iptal edilmesi anlamına gelmektedir. Karşı emir, aynı üye tarafından verilmişse veya emir bulunmuyorsa, söz konusu emir iptal edilecektir. Limit fiyatlı bir emir, temsilci tarafından KİE (Kalını İptal Et) tuşuna basıldığında, Kalanı İptal Et emri haline gelir.

Ayrıca bu tür emirlere fiyat sınırı da verilebilir, o zaman verilen fiyat seviyesine kadar, o fiyat dahil olmak üzere, mümkün olduğu kadar işlem görecektir. Miktarın tamamı karşılanmamışsa kalan miktar iptal edilecektir. Bu emir türü de özel limit fiyatlı emir olarak adlandırılmıştır.

c) Tarihli Emir

Emrin, karşılanmak üzere belirli bir tarihe kadar sistemde durmasını sağlar. İlk seans TAR olarak "1" (bir) girildiği takdirde emir (marj ya da adım dışı kalmamış, işlem görmemiş veya kısmen işlem görmüşse) ikinci seansta da geçerli olacaktır. Ancak ikinci seansta da eşleşmez ise gün sonunda iptal edilecektir. 2. Seans içinde verilecek 1 günlük emir sadece 2. Seans için geçerli olacak ve gün sonunda iptal edilecektir.

Mevcut uygulamada; 16 Kasım 1998 tarihinden itibaren emrin maksimum geçerlilik süresi 1 işgünüdür. Verilen tarihli emrin fiyatı, geçerlilik süresi içinde, ikinci seansta marj dışında kalırsa emir sistem tarafından iptal edilir.

Tarihli bir emir, bölüdüğü veya iyileştirildiği zaman verilen tarih geçerli olur. Tarihli bir emrin miktarı artırılamaz. Tarihli emirlerde, süre azaltılabilir ancak artırılamaz. Günlük bir emir tarihli bir emre dönüştürülemez ancak, tarihli bir emir günlük emre çevrilebilir.

Emir ve İşlem Fonksiyonları

a) Emir İyileştirme

Bilgisayarlarla sisteme girilen emirlerin, fiyatları iyileştirilebilir. Fiyat değiştirme o ana kadar gerçekleşmemiş olan yani karşılanmamış miktar için geçerli olup, fiyat adımlarına uyularak, emrin yazıldığı ALIŞ veya SATIŞ bölümlerine göre farklı yönde yapılır.

Emir iyileştirmesi; ALIŞ emirlerinde fiyatların yukarıya, SATIŞ emirlerinde ise aşağıya çekilerek fiyat önceliğinin değiştirilmesidir. Temsilci, "Emir Değişikliği"ni önceden girmiş olduğu emrin fiyatını iyileştirmek ya da en son girdiği emir miktarını değiştirmek için kullanabilir (Eşlenmemiş özel emirlerde hem miktar hem de fiyat değişikliği yapılabilir). Emir miktarını artırmak isteyen Temsilci, artırmak istediği miktarı yeni bir emir olarak girecektir. Sistemde fiyat iyileştirmesi, [EMİR DEĞİŞ] tuşunun yanı sıra [ADIM ↑] ve [ADIM ↓] tuşlarının kullanılması ile de yapılabilir.

b) Emir Bölme

Girilen bir emir, istenildiğinde en fazla üç farklı fiyatlı yeni emirlere bölünebilir. Temsilci; emrin bölünen kısmına ait fiyatı iyileştirdiği ve orijinal emrin fiyatı aynı kaldığı müddetçe, verdiği bir emri bölebilir. Emir bölünmesi gerçekleştirildiğinde, bölünen emirlerin toplam miktarının (toplam emir miktarının) ilk miktara eşit veya daha büyük olması zorunludur.

Fiyatı iyileştirilerek bölünen emirler, yeni emir numarası ile sisteme kabul edilecektir. Emrin ilk fiyattan verilen kısmı (varsa), zaman önceliğini yine bu fiyattan koruyacaktır. Farklı fiyat düzeylerinde bölünen yeni emirlerin herbirinin miktarı, o hisse için tanımlanmış “bir defada girilebilecek maksimum lot miktarı” kadardır. Aynı fiyat düzeyinde bölünen emirlerin miktarlarının toplamı ise, o hisse için tanımlanmış “bir defada girilebilecek maksimum lot miktarı” ile sınırlıdır.

Örnek :

Hisse : XYZ.E,

Maksimum Lot Miktarı : 1.000 lot

Orjinal Emir : 200 lot – 8,00 TL (ALİŞ)

	Olası Durumlar	
Orjinal Emir	199 lot - 8,00 TL	199 lot - 8,00 TL
1. Bölünen Emir	1.000 lot - 8,05 TL	500 lot - 8,15 TL
2. Bölünen Emir	1.000 lot - 8,10 TL	300 lot - 8,15 TL
3. Bölünen Emir	1.000 lot - 8,15 TL	200 lot - 8,15 TL
Notlar	Farklı fiyat düzeylerinden 1.000 lotluk 3 ayrı emir girilebilir.	Aynı fiyat düzeyinden girilebilecek emir miktarı 1.000 lotla sınırlıdır.

c) Emir İptali

Üye temsilcileri bazen yazdıkları emirleri iptal etmek isteyebilir. Sadece, Sistem'e alış veya satış tarafında girilen en son emir iptal edilebilir. Son emrin iyileştirilerek son emir durumuna gelmemiş olması gerekir. İptal edilen emirden sonra son emir konumuna gelen önceki emir de iptal edilebilir. “Alış” veya “Satış”taki son emirler kısmen gerçekleşmişse, pasif üyenin temsilcileri yalnızca kalan bakiyeyi iptal edebilir. İptal edilmek istenen emrin, son emir

olmaması durumunda, Sistem uyarı mesajı gönderecektir. Eşlenmemiş özel Emirler ise istenildiği anda iptal edilebilirler.

d) İşlem Düzeltme ve İptali

İşlem düzeltme isteği, sadece miktarı azaltma yönünde işleme taraf olan her iki üyenin de bu isteklerini Kontrole göndermesiyle yapılır. Temsilcilerin, işlem düzeltme isteğini onaylama yetkisi Kontrol merkezindedir.

Hisse senetleri işlemlerinde hatalı emir girildiği ve normal fiyat oluşumunun dışında işlemlerin olduğu durumlarda aşağıdaki yöntem izlenir;

Girilen hatalı emrin neden olduğu işlem veya işlemlerin tarafları Kontrol bilgisayarına “İşlem İptali İsteği” gönderecek, Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğü, normal fiyat oluşumunun dışında (örneğin; yanlış işlem fiyatı ile aynı fiyatta farklı üyeler arasında başka işlem yapılmamış ise veya hatalı işlem/işlemlere ait fiyatlara yakın fiyatların oluşmaması gibi) olan işlem veya işlemleri iptal edecektir. Ancak işlem taraflarından biri “İşlem İptal İsteği” nde bulunmaz ise işlem aynen kalacaktır. Bu durumda bu tür işlemler, Borsa kayıtlarında minimum, maksimum, en son işlem fiyatı olarak yer almayacak, Ağırlıklı Ortalama Fiyat’ın hesabına katılmayacaktır. Ancak işlem hacmi, işlem miktarı ve sözleşme sayısı olarak kayıtlarda tutulacaktır.

Bunun dışında Borsa Başkanı iki veya daha fazla üyenin başvurusu üzerine ya da re’sen üye veya menkul kıymet bazında bekleyen emirleri veya gerçekleşen işlemleri belirli bir zaman dilimi içinde veya zaman dilimine bağlı olmaksızın şu durumlarda iptal edebilecektir:

1. Bilgisayar ortamından kaynaklanan hata olursa,
2. Gerçekleşen işlem üyelerden en az birinin hatalı emri sonucunda olursa,
3. Yapay fiyat ve piyasa oluşturulmasında yasaklanan hallerin herhangi birinin var olduğu tespit edilirse,

4. Üye veya menkul kıymetlerin işlemlerini durduracak diğer maddi unsurların ortaya çıkması halinde.

5.

İptal kararları verildikleri günü izleyen ilk işgününde Borsa bülteninde ilan edilecektir. Ayrıca yapay fiyat ve piyasa oluşturulması hallerinden birinin tespit edilmesi halinde, ilgili üye ve üyeler hakkında disiplin kovuşturması yapılacak ve ortaya çıkan zarar, ilgili üye ve üyeler tarafından tazmin edilecektir.

e) Borsa Kaydına Alınan Fiyatlar

Borsada alım satımı gerçekleştirilen işlemler; işlem miktarı bir lot veya bunun üstünde ise Borsa tarafından kayda alınır. Sadece normal emirler arasındaki işlemler tescil edilirler, gerçekleşen **özel emir işlemlerinin** fiyatları tescil edilmez. Tescil işlemi için alıcı ile satıcının farklı olması gerekmez.

Diğer bir ifadeyle, Borsa tarafından hesaplanan ve bültenlerde yayınlanan her hisse senedinin en düşük, en yüksek, kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatlarında tescil edilen normal emirler sonucu gerçekleşmiş işlemler dikkate alınır. İşlem miktarına ve hacmine ise özel emir işlemleri de dahil olmak üzere, tüm işlemler dahil edilir.

Borsa Başkanlığı işlem fiyatlarının Borsa kaydına alınabilmesi için gereken asgari işlem miktarını en az bir hafta önceden ilan ederek değiştirebilir.

Gerçekleşen İşlemlerin Belirlenmesi

Seasin bitiminde, aracı kurumlar bazında, her hisse senedinde yapılan işlemlere ilişkin işlem defterleri düzenlenerek üyelere dağıtılır. İşlem defterleri, her üye için ayrı ayrı o seansta yapmış olduğu tüm işlemleri hisse senetleri, işlemi yaptığı karşı üyeler, fiyat ve miktar bilgilerini kapsayacak şekilde düzenlenmektedir. Üyeler Borsa tarafından dağıtılan işlem defterlerini kullanarak kendi yasal işlem defteri kayıtlarını oluştururlar.

Bir Hisse Senedinde İşlemlerin Geçici Olarak Durdurulması

Borsa Başkanı, aşağıdaki durumlardan birinin varlığı halinde ilgili hisse senedinin seansını geçici olarak durdurabilir:

1. Bir hisse senedinde ya da hisse senedini ihraç eden ortaklığa ait olarak alıcı ve satıcıların kararlarını etkileyecek önemde bilgiler olduğunun öğrenilmesi ve Borsa Yönetiminin bu bilgilerden borsa üyelerinin ve müşterilerinin haberdar edilmesini gerekli görmesi,
2. Bir hisse senedi için sağlıklı bir piyasa teşekkül etmesini önleyecek şekilde olağan dışı fiyat ve/veya miktarda alım satım emirlerinin sistemlere kaydedilmesi,
3. Bir hisse senedine ait emirlerin blok halinde alım satım kapsamına girmesi,
4. Bir seansın sağlıklı bir biçimde yürütülmesini engelleyen diğer unsurların ortaya çıkması.

Borsa Başkanı, işlemlerin yeniden başlamasına aynı seans süresi içinde izin vermiş ve yeterli süre kalmışsa seans yeniden açılır.

Borsa Başkanı bir hisse senedine ait işlemleri en fazla 5 işgünü için durdurulabilir. 5 işgünü aşan süreler için Yönetim Kurulu karar verebilir.

Bir hisse senedinin Borsada işlem görmesinin geçici olarak durdurulması halinde, bu durum Borsa Bülteninde ve Borsada gerekçesiyle birlikte duyurulur. Söz konusu hisse senetlerine ait işlemlerin yapılmasına aynı seansta izin verilmişse, seans yeniden başladığında gerekirse baz fiyatı Borsa Başkanı tarafından yeniden belirlenir ve Borsada ilan edilir.

Geçici olarak durdurulma süresi bir seansı aşmışsa, söz konusu hisse senedinin tekrar işlem görmeye başlayacağı zaman ve baz fiyatı Borsa Başkanı'nca belirlenir ve Borsa Bülteni'nde ve Borsada ilan edilir.

10.2. Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış Ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma Ve Verme İşlemleri

a) Kredili Menkul Kıymet, Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemlerini Yapabilecek Kuruluşlar

Sermaye piyasası araçlarının kredili alım, açığa satış ve ödünç alma ve verme işlemlerine, sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık yetki belgesine sahip aracı kurumlar Kuruldan ayrıca izin almaksızın aracılık edebilirler.

Aracı kurumlar ilgili Tebliğde yer alan mekan, teknik donanım, personel ve muhasebe sistemi gibi şartları yerine getirdiklerini Kurula tevsik etmeleri şartı ile 30 iş günü içerisinde kendilerine aksi bildirilmedikçe Tebliğ kapsamına giren işlemleri yapabilirler.

Sermaye piyasası aracı ödünç alma ve verme işlemleri; aracı kurumlar, bankalar ve Takasbank tarafından tebliğde yer alan esaslar çerçevesinde Kuruldan ayrıca izin almaksızın gerçekleştirebilir. Sermaye piyasası aracı ödünç alma ve verme işlemleri için Takasbank bünyesinde oluşturulacak piyasaya kabul koşulları, işlem yapma kural ve biçimleri ile uygulanacak diğer hükümler Takasbank yönetim kurulunun önerisi üzerine Kurul onayı alınmak kaydıyla yönetmelikle belirlenir.

b) İşlem Konusu Menkul Kıymetler ve İşlem Sınırı

Borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarından, sermaye piyasası araçlarının kredili alım ve açığa satış işlemlerine konu olacaklar ilgili borsanın yetkili organları tarafından piyasa kapitalizasyonu, likidite, dolaşımda bulunan pay sayısı, işlem sıklığı ve bu gibi hususlar dikkate alınmak suretiyle bir veya birden fazla gruba ayrılarak listelere alınır, Kurul'a bildirilir ve Kurul'un onayını müteakip ilan edilir. Kurul gerekli gördüğü hallerde, bazı sermaye piyasası araçlarının listelerden çıkarılmasını ilgili borsanın yetkili organından isteyebilir.

Güncelleşme sonucunda listeden çıkarılan hisse senetleri, takip eden 3 aylık değerlendirme döneminin sonuna kadar “Geçici Listeler”de yer alacak, söz konusu hisse senetleri bu dönem

boyunca gerçekleştirilecek yeni kredili menkul kıymet işlemleri ve açığa satış işlemlerine konu edilmeyecek ancak kredili işlemelerden doğan hesaplardaki pozisyonlar, krediyi sağlayan banka/aracı kurumun veya müşterinin aksine bir talebi bulunmaması halinde, bu dönemin sonuna kadar korunabilecektir. Söz konusu üç aylık dönemi takip eden yeni değerlendirme döneminde, geçici listedeki hisse senetlerinin yeniden esas listelere alınmaması durumunda, bu hisse senetlerindeki kredili işlemlerden kaynaklanan pozisyonların doğrudan tasfiyesi gerekecektir.

11 Haziran 2001 tarih ve 150 sayılı Genelge ile konu hakkında getirilen düzenleme sonucunda; “Kredili Menkul Kıymet İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymet Listesi” İMKB pazarlarında işlem görme şartlarını sağlayan tüm şirketlerin hisse senetlerinden oluşturulmaktadır.

“Açığa Satış İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymetler Listeleri” 1 Mart 2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere; Gözaltı Pazarı hariç tutularak İMKB Pazarları’nda işlem gören tüm hisse senetlerini ve borsa yatırım fonlarını kapsayacak şekilde yeniden belirlenmiştir.

Kurul gerekli gördüğü hallerde, bazı menkul kıymetlerin listelerden çıkarılmasını, ilgili Borsa'nın yetkili organından isteyebilmektedir.

İşlem sınırları ilgili tebliğ ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Genel ve Özel İşlem Sınırları olmak üzere iki bölüme ayrılarak ele alınmıştır. Buna göre:

10.2.1. Genel İşlem Sınırları:

Aracı kurumların belirli bir anda kullandıkları kredilerin toplam tutarı ile müşterileri ve/veya kendi hesaplarına açığa sattıkları hisse senetlerinin değerinin toplamı her faaliyet için ayrı hesaplanmak üzere içinde bulunulan aydan önceki üç ay için ay sonları itibariyle hesaplanan özsermayelerin ortalamasının iki katını geçemez. Ancak, ortalamaya dahil olan son aya ait özsermaye rakamının ortalamadan düşük olması durumunda, limit hesaplamalarında son üç aylık özsermaye rakamlarının ortalaması yerine son aya ait özsermaye rakamı dikkate alınır.

Kurul'un aracı kurumların sermayelerine ve sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerinde yer alan sermayenin güçlendirilmesine ilişkin özel hükümler saklıdır.

Özel İşlem Sınırı:

Aracı kurumların bir müşteriye açacakları kredi tutarı, tebliğin 7 nci madde çerçevesinde hesaplanan ortalama özsermaye tutarının %10 (yüzde on)'unu aşamaz. Sürdürme teminatının kredili işlem süresince % 50 oranında ve üzerinde uygulanması kaydı ile aracı kurumların bir müşteriye açabilecekleri kredi tutarı iki katına kadar artırılabilir. Ancak bu hüküm Kurulun aracı kurumların sermayelerine ve sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerinde yer alan sermayenin güçlendirilmesine ilişkin özel hükümlerden yararlanan aracı kurumlar için uygulanmaz.

c) Kredi Hesabı

Aracı kurumlar sermaye piyasası araçlarının kredili alımı ve açığa satış işlemlerinde bulunacak gerçek veya tüzel kişiler adına "kredi hesabı" açmak zorundadırlar. Müşterilerin hem sermaye piyasası araçlarının kredili alımı hem de açığa satış işlemlerinin aynı anda olması halinde her iki işlem türü için de ayrı hesap açılır.

1.2.2. Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım İşlemleri

Kredili sermaye piyasası aracı alımı işlemi, ilgili Tebliğde yer alan esaslar çerçevesinde kredi kullanılması suretiyle müşteri tarafından sermaye piyasası aracı alınmasıdır. Müşteri tarafından, alım emrinin kredili sermaye piyasası aracı işlemi olduğunun emrin verilmesi esnasında bildirilmesi zorunludur.

Kredili olmayan bir alım emri nedeni ile müşterinin ödemekle yükümlü olduğu tutarın tamamının veya bir kısmının takas günü itibarıyla tevdi edilmemesi veya söz konusu tutarın takas tarihi itibarıyla müşterinin aracı kurum nezdindeki hesabında bulunmaması durumunda, herhangi bir ilave bildirim ihtiyacı duyulmaksızın işlemin Tebliğin 7 ve 8 inci maddelerdeki limitler açısından kredili işlem olduğu kabul edilir.

a) Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım İşlemlerinde Özkaynak ve Özkaynağın Korunması:

Sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemlerinde özkaynak, işleme konu kıymetlerin Tebliğin 13 üncü maddenin birinci fıkrasındaki esaslara göre belirlenen cari değerleri ile bu kıymetlere ödenen kâr payı, faiz ve benzeri gelirler toplamından verilen kredi tutarının ve günlük olarak tahakkuk etmiş faizlerinin düşülmesi suretiyle hesaplanır.

Müşteri sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işleminde, başlangıçta asgari %50 oranında özkaynak yatırmak zorundadır. Başlangıçta yatırılacak özkaynak, açılan kredi ile satın alınan menkul kıymetlerin cari piyasa değeri kadar nakit veya menkul kıymetin peşin olarak yatırılmasını ifade eder. Kredili sermaye piyasası aracı işlemlerinin devamı süresince özkaynak oranının asgari %35 olması zorunludur.

Özkaynak oranının hesaplanmasında;

[(İşleme konu kıymetlerin cari piyasa değeri-kredi tutarı)/işleme konu kıymetlerin cari piyasa değeri] formülü kullanılır.

b) Özkaynak Tamamlama Bildirimi

Aracı kurumlar müşterilerinin kredi hesabındaki özkaynak tutarını, Tebliğe uygun olarak her iş günü itibarıyla hesaplamak ve raporlamak zorundadırlar.

Sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemi karşılığı yatırılan özkaynak tutarı, işleme konu kıymetlerin cari değerindeki değişimler sonucunda gerekli özkaynak tutarının altına düştüğü takdirde, aracı kurumlar eksikliğin tespit edildiği gün itibarıyla, özkaynak oranını Tebliğin 17 inci maddesinde yer alan başlangıç özkaynak oranına tamamlayacak şekilde nakit ve/veya sermaye piyasası aracı yatırmak üzere müşteriye en seri iletişim aracı ile (faks, telefon, elektronik ortam ve benzeri) ulaşarak özkaynak tamamlama bildiriminde bulunur ve teyit alırlar.

Özkaynağın, tamamlama bildiriminin müşteriye yapıldığı tarihten itibaren iki iş gününü geçmeyecek şekilde sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemi çerçeve sözleşmesinde belirlenen süre içerisinde tamamlanmaması halinde, aracı kurum ayrıca bir ihbarname göndermesine gerek kalmaksızın, kredili olarak alınan ve/veya özkaynak olarak verilen sermaye piyasası araçlarını satarak krediyi kapatma yetkisine sahiptir. Kendisine özkaynak tamamlama bildirimini gönderilmiş müşterinin hiçbir alım emri, bildirim gününden özkaynak tamamlanıncaya kadar geçecek süre boyunca yerine getirilmez.

c) Hesaptan Nakit Çekilmesi ve Yeniden Yatırım

Müşteri, hesabındaki özkaynak tutarının, asgari özkaynak oranını sağlayan tutarın üzerine çıkması halinde, özkaynak fazlasını nakit olarak çekebileceği gibi, aracı kurum tarafından kabul edilmesi halinde yeni sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemlerinde özkaynak olarak kullanılabilir.

d) Menkul Kıymetlerin Sağladığı Hakların Kullanımı

Müşterinin kredili olarak satın aldığı ve/veya özkaynak olarak yatırdığı sermaye piyasası araçlarından doğan, faiz ve temettü gelirleri müşteriye aittir. Bu gelirler, sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemi çerçeve sözleşmesinde aksine hüküm bulunmaması halinde müşteri adına aracı kurum tarafından tahsil edilir.

Hisse senetlerinden doğan oy hakkı müşteriye aittir. Kredi karşılığı alınan ya da özkaynak olarak yatırılan hisse senetlerinin bedelsiz hisse senedi alma ve yeni pay alma hakları müşteri hesabına aracı kurum tarafından kullanılır.

e) Aracı Kurumların Müşterilerine Kullandırmak Amacı İle Kredi Alması:

Aracı kurumlar Tebliğde belirlenen esaslar çerçevesinde yürütülecek sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemlerinde sermaye piyasası aracı teminatı karşılığında müşterilerine kullandırmak üzere bankalar, Takasbank ve Kurul'un uygun gördüğü diğer kurum ve kuruluşlar ile organize ödünç piyasalarından kredi alabilirler. Aracı kurumlar bu krediler karşılığında, müşteri bazında kredinin özkaynağı olarak kredi kuruluşu tarafından talep edilen miktardan

daha fazla sermaye piyasası aracını teminat olarak veremez. Teminat olarak verilen sermaye piyasası araçları, sadece o müşteriye kullanılmak üzere alınan krediye teminat teşkil eder.

Aracı kurumların kredi kullandığı kurum ve kuruluşlar ile piyasalar, kredi karşılığında kendisine verilen sermaye piyasası araçlarını kredinin teminatı olarak alır ve bu sermaye piyasası araçlarını başka bir kişi veya kuruma satamaz, teminat gösteremez ve ödünç veremez. Aracı kurum ile kredi alınan kuruluşlar arasında imzalanan sözleşmelerin kredinin sona ermesi ve geri ödemeye ilişkin hükümleri saklıdır.

f) Kredinin Muacceliyeti:

Kredi borcu aşağıdaki hallerde muaccel hale gelir:

- 1) Aracı kurum tarafından yapılan özkaynak tamamlama bildirimine rağmen müşterinin süresi içerisinde özkaynağı tamamlamaması,
- 2) Sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemi çerçeve sözleşmesi ile belirlenen kredi süresinin sona ermesi,
- 3) Sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemi yapılan sermaye piyasası araçlarının, ilgili listeden çıkarılması,

Muaccel hale gelen kredi karşılığında, sözleşmede hüküm bulunması kaydıyla, özkaynak olarak yatırılan kıymetler nakde dönüştürülmek suretiyle tasfiye edilebileceği gibi, aracı kurumun hesabına da geçirilebilir. Bu durumda söz konusu kıymetler Tebliğin 13 üncü maddesinde yer alan değerlendirme hükümleri çerçevesinde değerlendirilir.

Kredi borcunun muaccel hale gelmesi durumunda Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde sermaye piyasası araçlarının kredili alımı işlemi çerçeve sözleşmesi ve genel hukuk hükümleri uygulanır.

g) Menkul Kıymetlerin Saklanması

Kredili olarak alınan veya özkaynak olarak yatırılan sermaye piyasası araçları aracı kurum adına ve müşteriler itibarıyla, aracı kurumlar tarafından Tebliğin 21 nci maddesinde belirtilen esaslar çerçevesinde kredi kullanılması halinde teminata verilen sermaye piyasası araçları ise ilgili kredi veren kuruluş adına Takasbank'ta saklanır.

Ayrıca, bankalar tarafından müşterilere açılan krediler karşılığında özkaynak olarak alınan sermaye piyasası araçları müşteriler bazında banka kayıtlarında izlenir.

Kredinin özkaynağını teşkil eden hisse senetlerinin rehni taraflar arasında kararlaştırılmış ise, rehin, genel hükümler çerçevesinde ve aracı kurum vasıtasıyla Takasbank nezdinde gerçekleştirilir.

Yapay Piyasa ve Yapay Fiyat

Yapay Piyasa ve Fiyat kapsamına giren fiiller şu şekilde sıralanmıştır;

1. Bir menkul kıymete gerçeğe uygun olmayan ve görüntüde aktif bir piyasa izlenimini yaratmak amacıyla:
 - a. Menkul Kıymetin sahipliğinde gerçek anlamda değişim yaratmayan bir dizi alım satım yapmak,
 - b. Fiyat ve miktar bakımından piyasayı yanlış yönlendirecek mahiyette Borsa emri vermek.
2. Bir menkul kıymette tek başına veya başkaları ile birlikte, diğer üyeleri o menkul kıymeti alıp satmaya yöneltmek amacıyla bir dizi işlem gerçekleştirerek:
 - a. Menkul kıymet için görünürde aktif bir piyasa olduğu izlenimini yaratmak
 - b. Menkul kıymetin fiyatında yapay olarak artış veya düşüşe neden olmak
3. Bir menkul kıymetin fiyatının artması veya azalmasına neden olacak aktif bir piyasanın olduğu veya olacağı şeklinde gerçek dışı bilgi dolaştırarak veya yayarak o menkul kıymetin alım satımını teşvik etmek,
4. Bir menkul kıymetle ilgili olarak, diğer menkul kıymetlerin alım veya satımını teşvik etmek amacıyla, bilerek gerçeğe aykırı veya yanıltıcı bilgi yaymak,

5. Piyasayı yanıltmak maksadıyla bir menkul kıymette fiyatı desteklemek, sabitlemek veya stabilize etmek üzere, dolaylı veya dolaysız olarak, bir veya daha fazla kişi ile anlaşarak bir dizi alım satım yapmak,
6. Piyasayı yanıltmak maksadıyla, yanıltıcı veya yanlış izlenim uyandıracak, gerçeğe aykırı sözlü veya yazılı beyanda, fiil ve davranışlarda bulunmak.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. Maddesinde bu kapsamdaki fiiller sayılarak uygulanacak cezalar şu şekilde sıralanmaktadır:

1. "Yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapan gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler,"
2. "Sermaye Piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren; haber yayan; yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkilileri,"

2 ila 5 sene arasında hapis 10.000 TL'den 25.000 TL'ye kadar ağır para cezası ile cezalandırılır. Suçun işlenmesinde bu bentte yazılı hallerden iki veya daha fazlası birleşirse hapis cezasının asgari haddi 3, azami haddi 6 yıldır.

Ayrıca, verilecek ağır para cezaları üst sınırla bağlı olmaksızın suçun işlenmesi suretiyle temin edilen menfaatin üç katından az olamaz. Fiilin tekrarı halinde, verilen cezalar yarı oranında arttırılarak hüküm olunur. Cezaların arttırılabilmesi için daha önce verilen cezanın infazı şartı aranmaz.

Bu Kanun kapsamındaki ihraççılarla sermaye piyasası kurumlarının yönetim kurulu üyeleri, denetçileri , müdür ve diğer personeli ve yatırım fonu temsilcileri ile sorumlularının ortaklığın, kuruluşun veya fonun paraları ve diğer malları ile sermaye piyasası araçları , defter, evrak, dosya, kayıt ve diğer belgeleri üzerinde işledikleri suçların genel hükümlere göre belirlenen cezaları yarı oranında arttırılarak hükmolunur.

Ayrıca yukarıda yer alan ve SPK uyarınca suç sayılan fiillere doğrudan ya da dolaylı iştirak ettikleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından tesbit edilen gerçek veya tüzel kişilerin, borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda geçici veya sürekli olarak işlem yapmalarının önlenmesini teminen SPK gerekli tedbirleri almaya yetkilidir (4487 sayılı kanun ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa eklenen 46. Madde (i) bendi uyarınca).

10.2.3. Verasete Konu Menkul Kıymetler

Vefat eden kişilerin varislerine bıraktıkları menkul kıymetlerin değer takdiri için defterdarlıklar, mahkemeler veya varislerin kendileri veya avukatları İMKB Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğü'ne yazı ile başvurarak vefat eden kişinin ölüm tarihi itibari ile sahibi bulunduğu menkul kıymetlerin fiyatının bildirilmesini isterler. Bu yazıda vefat edenin adı, ölüm tarihi, menkul kıymetin cinsi (varsa tertibi) bildirilir.

Müdürlüğün gönderdiği cevabi yazıda menkul kıymetin Borsada kote olup olmadığı ve ölüm tarihi itibari ile kapanış fiyatı bildirilir. Borsaca bildirilen bu fiyatlar baz alınarak hesaplanan matrah üzerinden vârislere "veraset ve intikal vergisi" tahakkuk ettirilir.

10.2.4. Bilgi Verme Yükümlülüğü Olan Hisse Senedi Alış ve Satış İşlemleri

Aşağıdaki durumlarda, ilgili kişi veya kurumun Borsa'ya bilgi vermesi gerekir.

1. Bir gerçek veya tüzel kişinin veya bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin, ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip olması veya ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının %10'un altına düşmesi durumunda, en seri haberleşme vasıtasıyla aynı gün Borsaya özel durum açıklaması göndermesi gerekmektedir.
2. Hisse senedi Borsa'da işlem gören ortaklıkların yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortaklarının ortaklık hisse senedi alış veya satışlarının toplamının, sermayenin %1'ine ulaşması durumunda, işlemi yapan kişilerce, izleyen ayın ilk haftası içinde alınan veya satılan hisse senetlerinin miktarı, fiyatı ve işlem tarihleri belirtilerek Borsa'ya yazılı olarak açıklama yapılması zorunludur.

3. Hisse senetleri Borsa’da işlem gören anonim ortaklıkların dolaşımında bulunmayan hisse senetlerinin Borsa’da satılması sonucunu doğuracak işlemlere başlanması veya bu konuda bir aracı kuruluşla anlaşma yapılması durumunda;

a. İlk aşamada, satılacak hisse senedi, nominal tutarı ve satış dönemine ilişkin bilgilerin, satışa başlamadan önce hissedar tarafından Kurul’a ve Borsaya gönderilmesi zorunludur.

b. İkinci aşamada, bildirim yapıldığı gün veya ertesi işgünü “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar” Tebliği’nin 5. maddesi uyarınca, satışa konu hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması talebi ile Kurul’a başvurulması gerekmektedir.

c. Bu düzenleme uyarınca satışlara, en erken, açıklamayı takip eden 5. günde başlanabilir. Kurul, gerektiğinde, bu süreyi kısaltabilir veya uzatabilir.

d. Diğer taraftan satış süresi dolduğunda veya satış tamamlandığında (hangisi önce gelirse), satış sonuçları hakkında Borsa’ya açıklama gönderilmesi önem taşımaktadır.

10.2.5. İMKB’de Sırası Kapatılan Şirket Hisse Senetlerinin Borsa Dışında Alış/Satış’ına İlişkin Esaslar

Yaşanan olağandışı gelişmeler neticesinde Borsa’da işlem gören hisse senetlerinin değerini değiştirebilecek ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek önemde bilgilerin kamuya tam, doğru ve eşit olarak duyurulmaması ve sağlıklı bir piyasa teşekkül etmesini engelleyen belirsizliklerin oluşması nedeniyle işlem sıraları kapatılan hisse senetleri üzerinde, Sermaye Piyasası Kurulu’nun “İMKB’de işlem sırası kapatılan şirket hisse senetlerinin Borsa-dışında alış/satışına ilişkin esaslar” hakkındaki 19 Temmuz 2002 tarihli düzenlemesine göre:

- Sırası kapatılan şirketin durumu 5 işgünü içerisinde İMKB tarafından değerlendirilmekte ve bilgileri yeterli görülmeyen şirketlerden sırasının kapatılma nedenine bağlı olarak “Kamuyu Aydınlatma Bilgi Formu (KABF)” istenebilmektedir.

- İMKB tarafından yeterli görülen KABF’ları kamuya duyurulmakta ve takip eden 5’inci işgünü, şirketlerin hisse senetlerinin işlem sırası, İMKB’ce belirlenecek esaslar çerçevesinde açılmaktadır.

- İMKB tarafından KABF istenmeyen şirketlerin işlem sıralarının kapalılık halinin devam etmesine karar verilmesi durumunda veya KABF istenilen şirketlerin süresi içerisinde bu formu

göndermemeleri sonucunda ise gerekli duyuruların İMKB tarafından yapılmasının ardından sözkonusu şirketler Borsa dışında işlem görmeye başlamaktadır.

İşleyiş Esasları:

Sözkonusu şirketlerin hisse senetleri ile ilgili olarak aracı kuruluşlar müşteri emirlerini kabul etmekte, Borsa dışında eşleştirmekte ve işlemlerin İMKB’de tescilini teminen Borsa’ya bildirmektedirler. Bu işlemlerin uygulanması ile ilgili kurallar aşağıdadır:

- İşlem sırası kapalı hisse senedini bu düzenleme kapsamında almak ya da satmak isteyen yatırımcılar, aracı kuruluşlara müracaat ederek “Beyan” ile “Müşteri Emri” vermek zorundadırlar. Müşteri emrinin ekinde gerçek kişiler için kimlik belgesi örneği, tüzel kişiler için imza sirküleri örneği yer alır. Yazılı müşteri emrinin bir örneğinin yatırımcıya verilmesi şarttır. Bu belgeler olmaksızın işlem gerçekleştirilemez.
- İletilecek müşteri emirlerinde fiyatın serbestçe belirlenmesi ilkesi geçerlidir.
- Bu işlemler sadece aracı kuruluşa gelen emirlerin eşlenmesi suretiyle gerçekleştirilir (aracı kuruluşlar müşterilerinden portföye alış ve satış yapamazlar). Fiyatı uyuşan talepler, zaman önceliği bakımından karşılaştırılır.
- Aracı kuruluşlar bazında alış ve satışta, fiyat ve miktarda ayrı ayrı beklemekte olan ve gerçekleşmemiş en iyi asgari 3 emir ile toplam alım satım emirlerine ilişkin miktar bilgileri Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği’nin anlaşma yaptığı veri dağıtım kanalı aracılığıyla elektronik ortamda yayımlanarak kamuya duyurulur.
- İşlemlerin taraflar arasında takası Borsa’ya tescil işlemi beklenmeksizin aynı gün gerçekleştirilir.
- Borsa dışında yatırımcılar tarafından gerçekleştirilecek işlemlere aracılık faaliyetinde uygulanacak kurtaj mevcut düzenlemeler paralelinde ilgili aracı kuruluş tarafından belirlenir.
- Borsa dışında yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen alış/satış işlemleri, tescil tarihinde Günlük Bülten’de İMKB’ce belirlenecek esaslar çerçevesinde ilan edilerek kamuya açıklanır.
- Bu kapsamda gerçekleştirilen işlemlerin tutarı üzerinden Hisse Senetleri Piyasası’nda uygulanan tarife esas alınarak hesaplanan tutarın % 25’i oranında Borsa payı, ilgili aracı kurumlara mevcut uygulama esasları çerçevesinde tahakkuk ettirilir.

10.2.6. Halka Arz Sonrası İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda İşlem Görmeye Başlayacak Şirketlerin Hisse Senetlerinde Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlere İlişkin Düzenleme:

Halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde uygulanacak emir ve fiyat kurallarına ilişkin olarak Borsamızca belirlenen düzenlemeler şöyledir:

- Tebliğ'in 21/A maddesi uyarınca, halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler ilgili hisse senedinin Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok 30 gün süreyle gerçekleştirilebilir. Bu süre bitiminden önce istikrar sağlayıcı işlemler amacıyla satın alınmış hisse senetleri halka arz fiyatı veya altında bir fiyattan tekrar satılamaz.
- İstikrar işlemlerinden sorumlu aracı kurum yapacağı istikrar işlemlerini diğer portföy işlemlerinden ayrı bir şekilde takip eder ve Borsa'ya bu kapsamda ilettiği emirlerde özel bir hesap numarası kullanır.
- Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik alım işlemleri hisse senedi piyasa fiyatının halka arz fiyatının altına düşmesi halinde yapılabilir.
- Fiyat istikrarını sağlamak üzere işlem yapacak olan aracı kurumun halka arz fiyatı veya altında olmak üzere piyasada gerçekleşen son işlem fiyatı üzerinde vereceği ilk istikrar alım emri sonucunda oluşan fiyat ilk istikrar işlemi fiyatı olarak belirlenir.

İlk istikrar işlemi fiyatı bu şekilde belirlendikten sonra;

- Piyasada ilk istikrar işlemi fiyatının üzerinde bir fiyattan bağımsız üyelerce herhangi bir işlem gerçekleştirilmiyorsa, aracı kurum ilk istikrar fiyatına eşit veya altındaki fiyatlardan istikrar sağlayıcı alım yapabilir. Aracı kurum bağımsız üyelerce işlem gerçekleştirilmediği sürece ilk istikrar fiyatı üzerindeki fiyatlardan istikrar sağlayıcı işlemlerde bulunamaz.

- Piyasada ilk istikrar fiyatının üzerindeki fiyatlarla işlem gerçekleştirildiği takdirde artık yeni azami istikrar işlemi fiyatı bağımsız üyelerce gerçekleştirilen son işlem fiyatı olur. Aracı kurum yeni azami istikrar fiyatı seviyesinden veya daha düşük fiyat seviyelerinden istikrar sağlayıcı alım işlemleri yapabilir. Ancak, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde emir verilemez.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Müşteri ve borsa emirleri ne şekilde gerçekleşmektedir?

Soru 2. Limitli emir türünü açıklayınız?

Soru 3. Açığa satış işlemlerinde kurallar nelerdir?

Soru 4. Lot altı işlemler nasıl yapılmaktadır?

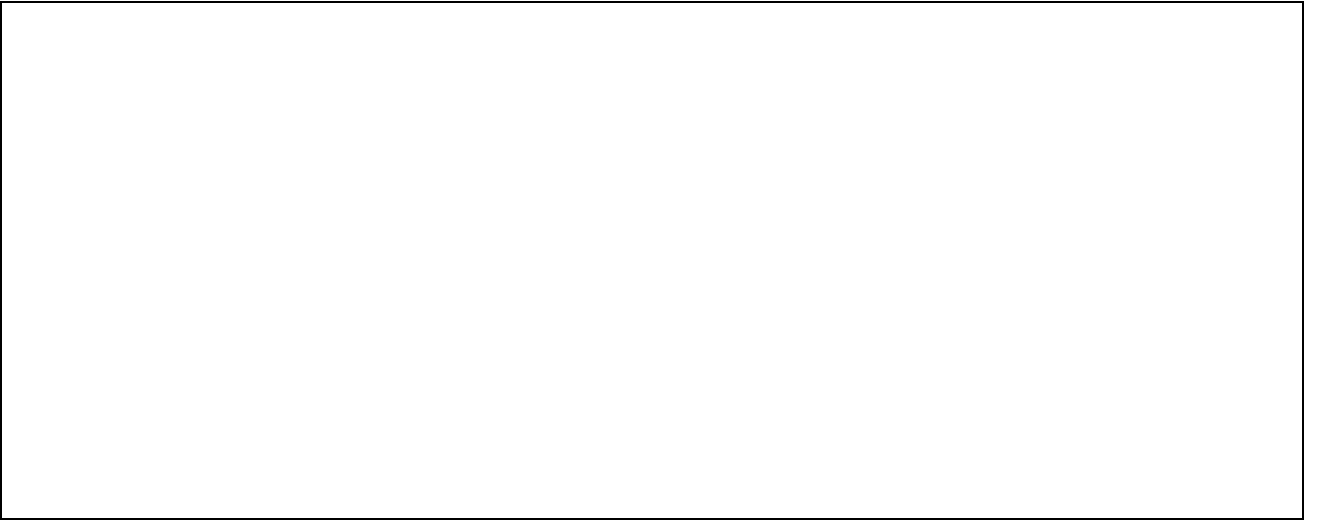
Soru 5. Kişinin ölümü durumunda ona ait menkul kıymetlerin durumu ne olur?

**11. BORSA'DA HİSSE SENETLERİ İŞLEM GÖREN ORTAKLIKLARIN
SERMAYE ARTIRIMLARINDA VE/VEYA TEMETTÜ
ÖDEMELERİNDE KARŞILAŞILAN DURUMLAR VE
BÖLÜNMELEDE FİYAT TESBİTİ**

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 11.1.**
- 11.2.**
- 11.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

1. BORSA'DA HİSSE SENETLERİ İŞLEM GÖREN ORTAKLIKLARIN SERMAYE ARTIRIMLARINDA VE/VEYA TEMETTÜ ÖDEMELERİNDE KARŞILAŞILAN DURUMLAR VE BÖLÜNMELEDE FİYAT TESBİTİ

Borsa'da işlem gören şirketlerin bedelli, bedelsiz sermaye artırımına gitmesi ve/veya temettü ödemesi halinde hisse senetlerinin fiyatı, yapılan sermaye artırımını ve/veya ödenen temettü nedeniyle yeniden hesaplanmakta ve hisse senetlerinin fiyatında bedelli, bedelsiz sermaye artırımını ve/veya temettü oranlarına bağlı olarak azalma olmaktadır. Bu işleme hisse senetlerinin bölünmesi, sonradan oluşan fiyata ise bölünmüş fiyat (En yakın fiyat adımına yuvarlandıktan sonra ise "Baz Fiyat") denilmektedir.

Sermaye artırımlarında hisse senetlerinin baz fiyatları, bir önceki yıla ait kâr paylarının ödenme tarihine ve şirketin kayıtlı sermaye veya esas sermaye sistemine tabi oluşuna göre farklı hesaplanmaktadır.

Sermaye artırımını ve/veya temettü ödemesi yapan şirketlerin hisse senetleri, Borsada artırımın başladığı ve/veya temettünün ödendiği gün rüçhan hakları kullanılmış ve/veya kuponu kesilmiş olarak işlem görmektedir.

Bir sonraki gün sermaye artırımını ve/veya temettü ödemesi işlemleri başlayacak şirketleri gösteren liste, her gün Günlük Bülten'de ilan edilmektedir. Yalnızca bu listede bulunan şirketlerin hisse senetleri, artırımın başladığı ve/veya temettünün ödendiği gün ilgili hakları kullanılmış olarak, söz konusu işlemleri başlamasına rağmen bu listede yer almayan şirketlerin hisse senetleri ise ilgili hakları üzerinde işlem görmektedir.

Formülasyonda Kullanılan Kısaltmalar

F_{baz} = Mevcut ve artan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin ortak baz fiyatı

F_{eski} = Mevcut sermayeyi temsil eden eski hisse senedinin baz fiyatı

F_{yeni} = Sermaye artırımını nedeniyle verilen yeni hisse senedinin baz fiyatı

$F_{\text{bü}}$ = Rüçhan hakkı kullanılmış, bedelsiz hakkı üzerinde hisse senedinin baz fiyatı

F_{kupon} = Yeni pay alma kuponunun referans fiyatı

$F_{\text{ağ}}$ = Sermaye artırımını ve/veya temettü ödemesi öncesi en son seanstaki ağırlıklı ortalama fiyat

n_{bdz} = Bedelsiz hisse alma oranı

n_{bdl} = Rüçhan hakkı kullanma oranı

T = Brüt temettü = 1 TL nominal değerli bir hisse senedine nakit olarak ödenen net temettü ile dağıtım sırasında yapılan gelir vergisi stopaj kesintisi toplamı

R = 1 TL nominal değerli bir hisse senedinin rüçhan hakkı kullanma fiyatı

Baz Fiyat

Bir hisse senedinin bir seans süresince işlem görebileceği en üst ve en alt fiyat limitlerinin belirlenmesinde esas teşkil eden fiyattır. Formüllerde bulunan fiyatın en yakın fiyat adımına yuvarlanması ile elde edilir.

Referans Fiyat

Bir hisse senedinin işlem görebileceği en üst ve en alt fiyat limitlerinin belirlenmesinde esas teşkil etmeyen, fiyat tescili yapılmıncaya kadar üyelerce referans değer olarak kullanılması amaçlanan fiyattır. Sadece Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı'nda işlem görmeye başlayacak yeni pay alma kuponları için hesaplanır.

Eski Hisse Senedi

Sermaye artırımını öncesindeki mevcut sermayeyi temsil eden hisse senetlerini ifade eder.

Yeni Hisse Senedi

Şirketlerin temettü ödemedi önce sermaye artırımını yapmaları durumunda, sermaye artırımını nedeniyle verilen ve mevcut hisse senetlerinden farklı olarak, önceki yıldan temettü alma hakkı olmayan hisse senetlerini ifade eder.

Bedelsizi Üzerinde (BÜ)

Esas sermaye sistemindeki bir şirketin bedelli ve bedelsiz sermaye artırımında, hisse senetleri şirketin artırım sonrası sermayesi tescil edildikten sonra bastırılıp dağıtılacağından, sadece rüçhan haklarının kullanımı karşılığında geçici makbuz verilmekte, bedelsiz hisse senedi alma hakkını sağlayan kuponlar rüçhan hakkı kullanımını sırasında kesilmeyerek, yeni hisse senetleri bastırılıp dağıtılincaya kadar eski hisse senetlerinin üzerinde bırakılmaktadır. Bu nedenle artırım öncesi sermayeyi temsil eden hisse senetleri bedelsiz hakları üzerinde olarak (BÜ) tanımlanmaktadır.

11.1. Temettü Ödemelerinde Baz Fiyat Belirleme Yöntemi

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettü dağıtımını nakit, temettünün sermayeye eklenmesi suretiyle bedelsiz hisse senedi ya da belli oranda nakit belli oranda bedelsiz hisse senedi olarak gerçekleştirilebilir. Bu durumda nakit ödenen kısım nakit temettü ödemesi, hisse senedi biçiminde dağıtılan kısım da bedelsiz sermaye artırımını şeklinde hesaplamalarda dikkate alınmaktadır.

Temettünün tamamının nakit olarak dağıtılması :

a) Temettü ödendiği tarihte, hisse senetlerinin tümü temettü alıyorsa (Tedavülde yeni hisse senedi bulunmuyorsa)

Baz fiyat, en son ağırlıklı ortalama fiyattan brüt temettü bedeli çıkarılarak bulunur.

$$F_{\text{baz}} = F_{\text{ağ}} - T$$

Örnek: AAA Şirketi'nin tüm hisse senetlerine %89 oranında brüt kâr payını 5 Mayıs tarihinden itibaren ödediğini ve hisse senetlerinin 4 Mayıs tarihindeki en son ağırlıklı ortalama fiyatının 72,00 TL olduğunu varsayalım. Bu durumda hisse senetlerinin kâr payı ödemesinin başladığı tarihteki baz fiyatı;

$$F_{\text{baz}} = 72,00 - 0,89 = 71,11$$

olur. Bulunan rakam en yakın fiyat adımına yuvarlanarak 71,00 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

b) Temettü ödendiği tarihte tüm hisse senetleri temettü almayıp bir kısmı (ESKİ) alıyor, bir kısmı (YENİ) almıyorsa (Tedavülde yeni hisse senedi bulunuyorsa)

Baz fiyat hesaplanmayarak hisse senedinin fiyatı serbest bırakılır.

Temettünün tamamının hisse senedi olarak dağıtılması :

Temettünün hisse senedi olarak dağıtılması bedelsiz sermaye artırımını olarak değerlendirilir.

Temettünün kısmen nakit, kısmen hisse senedi olarak dağıtılması :

Temettünün nakit olarak dağıtılan kısmı brüt temettü ödemesi, hisse senedi olarak dağıtılan kısmı da bedelsiz sermaye artırımını olarak dikkate alınır.

11.2. Sermaye Artırımlarında Baz/Referans Fiyat Belirleme Yöntemi

Kayıtlı Sermaye Sisteminde Olan Şirketler

Kayıtlı sermaye sisteminde, hisse senetlerinin, satış işlemlerinin başlamasından önce bastırılarak, rüçhan hakkı kullanımı ve tasarruf sahiplerine satış esnasında alıcılara teslimi zorunludur. Hisse senetlerinin tesliminden itibaren pay sahipliği kazanılır.

Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarca ihraç edilen hisse senetleri, yeni pay alma hakkının kullanımına ilişkin duyurunun (sirkülerin) yayımlandığı hesap dönemi itibariyle kâr payına hak kazanır. Bu hisse senetlerine ilişkin temettü, kısıtelyevm esaslı uygulanmaksızın, hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne ve bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit şekilde dağıtılır.

Bu ortaklıkların nakdi sermaye artırımını nedeniyle çıkaracakları hisse senetlerinin satış süresi içinde, yeni pay alma haklarının kullanımına ilişkin duyurunun (sirkülerin) yayımlandığı hesap dönemi sona ererse, hesap döneminin son gününü takip eden tarihten başlamak üzere, hisse senetlerinin geçmiş hesap dönemine ilişkin kâr payı kuponları iptal edilerek satılır. Aynı esaslar, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların satışında verilecek hisse senetleri için de geçerlidir. (Seri IV, Tebliğ No.27, Md. 4)

Tebliğle gelen bu uygulama sonucu, yeni pay alma hakkının kullanımı ile ilgili süre, hesap döneminden sonraki döneme sarkmışsa, yeni hesap döneminde alınacak senetlerin geçmiş hesap dönemine ilişkin kâr payı kuponu iptal edilecek, aynı tertip için kuponlu-kuponsuz hisse senedi ortaya çıkacaktır. Bu durumda "eski", "yeni" hisse senetleri ortaya çıkacak, kuponlu hisse senetleri "eski", kuponsuz hisse senetleri "yeni" kabul edilecektir.

Ayrıca şirketler, hesap dönemi sona erdikten sonra ancak temettü ödemediği önce sermaye arttırımı yaparlarsa, önceki sermayeyi temsil eden hisse senetleri önceki yıl kârından tam temettü alacağından, söz konusu sermaye arttırımı nedeniyle verilen senetler ise almayacağından, "eski"- "yeni" hisse senedi uygulaması gündeme gelecektir.

Şirket yönetim kurulunun genel kurula teklif edeceği kâr payı dağıtımını yapıp yapılmamasına ve yapılacaksa kâr payı dağıtım oranına ilişkin önerisi, yeni pay alma sirkülerinin ilan edilmesinden önce, Borsa Günlük Bülteni aracılığıyla Seri: VIII, No: 39 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğindeki esaslar çerçevesinde kamuya duyurulur. (Seri IV, Tebliğ No.27, Md. 5)

Aşağıdaki örneklerde bedelli hakların (rüçhan haklarının) 1 TL nominal değerli bir hisse senedi için 1 TL'den kullanıldığı düşünülmüştür. Primli rüçhan hakkı kullanımı sözkonusu olması durumunda, ilgili tutarın, rüçhan hakkı bedeli (R) olarak dikkate alınması gerekmektedir.

Ortakların Rüçhan Haklarını Tamamen veya Kısmen Kullanması Halinde

Rüçhan haklarının kısmen kullanılması halinde; rüçhan hakları, 1 TL nominal değerli bir hisse için 1 TL'den kullandırıldığı halde, rüçhan hakları kısıtlanan kısım piyasa fiyatından halka arz edildiğinden, hesaplamalarda sadece rüçhan hakkı kullanılan kısım dikkate alınmalıdır.

a) Bedelsiz ve/veya nakit sermaye arttırım işlemlerinin başladığı gün, mevcut hisse senetlerinin brüt temettüleri daha önceki bir tarihte ödenmiş ise

$$F_{\text{baz}} = \frac{F_{\text{ağ}} + n_{\text{bdl}} \times R}{1 + n_{\text{bdz}} + n_{\text{bdl}}}$$

$$F_{\text{kupon}} = (F_{\text{baz}} - R) \times n_{\text{bdl}}$$

Örnek: AAA Şirketi'nin çıkarılmış sermayesinin 25 milyar TL (%25) mevcut ortaklara rüçhan hakkı kullanılarak, 15 milyar TL ortakların rüçhan hakkı kullanımını kısıtlanıp hisse senetleri Borsa Birincil Piyasa'da halka arz edilerek toplam 40 milyar TL bedelli, 25 milyar TL (%25) bedelsiz olarak 100 milyar TL'den 165 milyar TL'ye yükseltilmesi ile ilgili rüçhan hakkı kullanım ve bedelsiz hisse senedi dağıtım işlemlerinin 14 Nisan tarihinden itibaren gerçekleştirilmeye başlandığını ve brüt kâr paylarının 4 Nisan tarihinden itibaren ödendiğini varsayalım. Şirketin hisse senetlerinin 13 Nisan tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı 3,56 TL ise hisse senetlerinin sermaye artırımını sonrası baz ve yeni pay alma kuponlarının referans fiyatlarını hesaplayınız.

$$F_{\text{baz}} = \left[\frac{3,56 + (0,25 \times 1)}{1 + 0,25 + 0,25} \right]$$

$$F_{\text{baz}} = 2,54 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına isabet ettiğinden 2,54 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

$$F_{\text{kupon}} = \left[\frac{3,56 + (0,25 \times 1)}{1 + 0,25 + 0,25} - 1 \right] \times 0,25$$

$$F_{\text{kupon}} = 0,39 \text{ YTL}$$

b) Bedelsiz ve/veya nakit sermaye artırımı işlemlerinin başladığı gün, mevcut hisse senetlerinin brüt temettüleri de ödeniyor ise

$$F_{\text{baz}} = \frac{F_{\text{ağ}} + n_{\text{bdl}} \times R - T}{1 + n_{\text{bdz}} + n_{\text{bdl}}}$$

$$F_{\text{kupon}} = (F_{\text{baz}} - R) \times n_{\text{bdl}}$$

Örnek: AAA Şirketi'nin çıkarılmış sermayesinin 25 milyar TL (%25) mevcut ortaklara rüçhan hakkı kullanılarak, 15 milyar TL ortakların rüçhan hakkı kullanımı kısıtlanıp hisse senetleri Borsa Birincil Piyasa'da halka arz edilerek toplam 40 milyar TL bedelli, 25 milyar TL (%25) bedelsiz olarak 100 milyar TL'den 165 milyar TL'ye yükseltilmesi ile ilgili rüçhan hakkı kullanım, bedelsiz hisse senedi dağıtım işlemleri ile %75 oranındaki brüt kâr payı ödemelerinin 14 Nisan tarihinden itibaren gerçekleştirilmeye başlandığını varsayalım. Şirketin hisse senetlerinin 13 Nisan tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı 3,56 TL ise hisse senetlerinin sermaye artırım sonrası baz ve yeni pay alma kuponlarının referans fiyatlarını hesaplayınız.

$$F_{\text{baz}} = \left[\frac{3,56 + (0,25 \times 1) - 0,75}{1 + 0,25 + 0,25} \right]$$

$$F_{\text{baz}} = 2,04 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına isabet ettiğinden 2,04 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

$$F_{\text{kupon}} = \left[\frac{3,56 + (0,25 \times 1) - 0,75}{1 + 0,25 + 0,25} - 1 \right] \times 0,25$$

$$F_{\text{kupon}} = (2,04 - 1) \times 0,25 = 0,26 \text{ YTL}$$

c) Bedelsiz ve/veya nakit sermaye artırımı işlemlerinin başladığı gün, mevcut hisse senetlerinin brüt temettü oranı belli ve ileri bir tarihte ödenecekse

Yeni hisse senetleri için ayrı pazar açılır.

$$F_{\text{eski}} = \frac{F_{\text{ağ}} + n_{\text{bdl}} \times R - T}{1 + n_{\text{bdz}} + n_{\text{bdl}}} + T$$

$$F_{\text{yeni}} = F_{\text{eski}} - T$$

$$F_{\text{kupon}} = (F_{\text{yeni}} - R) \times n_{\text{bdl}}$$

Örnek: AAA Şirketi'nin çıkarılmış sermayesinin 25 milyar TL (%25) mevcut ortaklara rüçhan hakkı kullanılarak, 15 milyar TL ortakların rüçhan hakkı kullanımı kısıtlanıp hisse senetleri Borsa Birincil Piyasa'da halka arz edilerek toplam 40 milyar TL bedelli, 25 milyar TL (%25) bedelsiz olarak 100 milyar TL'dan 165 milyar TL'na yükseltilmesi ile ilgili rüçhan hakkı kullanım, bedelsiz hisse senedi dağıtım işlemlerinin 14 Nisan tarihinden itibaren gerçekleştirilmeye başlandığını ve %75 oranındaki brüt kâr paylarının 15 Mayıs tarihinden itibaren ödeneceğini varsayalım. Şirketin hisse senetlerinin 13 Nisan tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı 3,56 TL ise eski ve yeni hisse senetlerinin sermaye artırımı sonrası baz ve yeni pay alma kuponlarının referans fiyatlarını hesaplayınız.

$$F_{\text{eski}} = \left[\frac{3,56 + (0,25 \times 1) - 0,75}{1 + 0,25 + 0,25} \right] + 0,75$$

$$F_{\text{eski}} = 2,79 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına yuvarlanarak 2,80 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

$$F_{\text{yeni}} = 2,79 - 0,75$$

$$F_{\text{yeni}} = 2,04 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına isabet ettiğinden 2,04 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

$$F_{\text{kupon}} = (2,04 - 1) \times 0,25$$

$$F_{\text{kupon}} = 0,26 \text{ YTL}$$

d) Bedelsiz ve/veya nakit sermaye artırım işlemlerinin başladığı gün, mevcut hisse senetlerinin brüt temettü oranı belli değil ve ileri bir tarihte ödenecekse

Yeni hisse senetleri için ayrı pazar açılır.

Eski, yeni hisse senetleri ve yeni pay alma kuponlarının fiyatı, fiyat oluşuncaya kadar serbest bırakılır.

e) Hisse senedinin "Brüt temettü, bedelli ve bedelsiz hakları üzerinde" fiyatı rüçhan hakkı kullanma fiyatının altındaysa veya temettü kuponu kesilmiş ve bedelsiz hakkı kullanılmış olarak hesaplandığında rüçhan hakkı kullanma fiyatının altına düşüyorsa

Bu durumda, baz fiyatın tespitinde, rüçhan hakkı kullanma oranı ve değeri hesaba katılmaz ve yukarıdaki formüllerde $n_{bd1} = 0$ yazılarak **baz fiyatlar** buna göre belirlenir.

Bedelli Sermaye Artırımlarında Ortakların, Rüçhan Haklarının Tamamen Kısıtlanarak Piyasa Fiyatından Birincil Piyasada Halka Arz Edilmesi Durumunda

a) Rüçhan haklarının tamamen kısıtlanarak Borsa'da halka arzına başlandığı gün mevcut hisse senetlerinin en son ağırlıklı ortalama fiyatı o günün ikincil piyasa işlemlerinde baz fiyat olarak alınır.

b) Rüçhan hakları tamamen kısıtlanarak bedelli artırım ile birlikte bedelsiz artırım ve/veya temettü ödemesi de yapılıyorsa, ikincil piyasada baz fiyat, Ortakların Rüçhan Haklarını Tamamen veya Kısmen Kullanması durumundaki a, b, c, d şıklarında yer alan formüllere göre sadece bedelsiz oranı dikkate alınarak hesaplanır.

11.3.Esas Sermaye Sisteminde Olan Şirketlerde

Şirket esas sermaye sistemine tabi olduğunda, rüçhan haklarının kullanımı karşılığında ortaklara muvakkat makbuz verilmekte, bedelsiz haklar yeni hisse senetleri bastırılıp dağıtılmaya kadar eski hisse senetleri üzerinde bırakılmaktadır.

Esas sermaye sistemine tabi ortaklıklarca ihraç edilen hisse senetleri, sermaye artırımının tescil edildiği hesap dönemi itibariyle kâr payına hak kazanır. Bu hisse senetlerine ilişkin temettü, kıstelyevm esası uygulanmaksızın, hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne ve bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit şekilde dağıtılır.

Şirket yönetim kurulunun genel kurula teklif edeceği kâr payı dağıtımını yapıp yapılmamasına ve yapılacaksa kâr payı dağıtım oranına ilişkin önerisi, yeni pay alma sirkülerinin ilan edilmesinden önce, Borsa Günlük Bülteni aracılığıyla Seri: VIII, No: 39 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğindeki esaslar çerçevesinde kamuya duyurulur.

Aşağıdaki örneklerde bedelli hakların (rüçhan haklarının) 1 TL nominal değerli bir hisse senedi için 1 TL'den kullanıldığı düşünülmüştür. Primli rüçhan hakkı kullanımı sözkonusu olması durumunda, bu tutarın, rüçhan hakkı bedeli (R) olarak dikkate alınması gerekmektedir.

Bedelli Sermaye Artırımlarında Ortakların Rüçhan Haklarını Tamamen veya Kısmen Kullanması Halinde

Rüçhan haklarının kısmen kullanılması halinde; rüçhan hakları, 1 TL nominal değerli bir hisse için 1 TL'den kullandırıldığı halde, rüçhan hakları kısıtlanan kısım piyasa fiyatından halka arzedildiğinden, hesaplamalarda sadece rüçhan hakkı kullanılan kısım dikkate alınmalıdır.

a) Rüçhan hakkı kullanımının başladığı gün, mevcut hisse senetlerinin brüt temettüleri daha önceki bir tarihte ödenmişse

Rüçhan hakkı kuponu karşılığında verilen muvakkat makbuzlar borsada işlem görmez. Eski hisse senetleri bedelsiz üzerinde olarak işlem görür. Mevcut hisse senedinin “bedelsiz hakları üzerinde” baz fiyatı;

$$F_{b\ddot{u}} = \left[\frac{F_{a\ddot{g}} + n_{bdl} \times R}{1 + n_{bdz} + n_{bdl}} \right] \times (1 + n_{bdz})$$

Yeni pay alma kuponunun referans fiyatı,

$$F_{kupon} = \left[\frac{F_{a\ddot{g}} + n_{bdl} \times R}{1 + n_{bdz} + n_{bdl}} - R \right] \times n_{bdl}$$

Örnek: BBB Şirketi'nin ödenmiş sermayesinin 35 milyar TL (%50) mevcut ortaklara rüçhan hakkı kullandırılmak, 15 milyar TL ortakların rüçhan hakkı kullanımı kısıtlanarak hisse senetleri Borsa Birincil Piyasa'da halka arzedilmek suretiyle toplam 50 milyar TL bedelli, 105 milyar TL (%150) bedelsiz olarak 70 milyar TL'den 225 milyar TL'ye yükseltilmesi ile ilgili rüçhan haklarını 11 Nisan tarihinde kullandırmaya başladığını ve %75 oranındaki brüt kâr paylarının da 4 Nisan tarihinden itibaren ödenmeye başladığını varsayalım.

Şirketin hisse senetlerinin 10 Nisan tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı 22,57 TL ise hisse senetlerinin sermaye artırımını sonrası bedelsiz hisse alma hakları üzerinde baz fiyatı ile yeni pay alma kuponlarının referans fiyatını hesaplayınız.

$$F_{b\ddot{u}} = \left[\frac{22,57 + (0,5 \times 1)}{1 + 0,5 + 1,5} \right] \times (1 + 1,5)$$

$$F_{b\ddot{u}} = 19,23 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına yuvarlanarak 19,20 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

$$F_{kupon} = \left[\frac{22,57 + (0,5 \times 1)}{1 + 0,5 + 1,5} - 1 \right] \times 0,5$$

$$F_{kupon} = 3,35 \text{ YTL}$$

b) Rüşhan hakkı kullanımının başladığı gün, mevcut hisse senetlerinin brüt temettüleri de ödeniyorsa

Mevcut hisse senedinin “bedelsiz hakları üzerinde” baz fiyatı ;

$$F_{b\ddot{u}} = \left[\frac{F_{a\ddot{g}} + n_{bdl} \times R - T}{1 + n_{bdz} + n_{bdl}} \right] \times (1 + n_{bdz})$$

Yeni pay alma kuponunun referans fiyatı,

$$F_{\text{kupon}} = \left[\frac{F_{\text{ağ}} + n_{\text{bdl}} \times R - T}{1 + n_{\text{bdz}} + n_{\text{bdl}}} - R \right] \times n_{\text{bdl}}$$

Örnek: BBB Şirketi'nin ödenmiş sermayesinin 35 milyar TL (%50) mevcut ortaklara rüçhan hakkı kullanılmak, 15 milyar TL ortakların rüçhan hakkı kullanımını kısıtlanarak hisse senetleri Borsa Birincil Piyasa'da halka arzedilmek suretiyle toplam 50 milyar TL bedelli, 105 milyar TL (%150) bedelsiz olarak 70 milyar TL'den 225 milyar TL'ye yükseltilmesi ile ilgili rüçhan haklarını 11 Nisan tarihinde kullanılmaya başladığını ve %75 oranındaki brüt kâr paylarını da 11 Nisan tarihinden itibaren ödemeye başladığını varsayalım. Şirketin hisse senetlerinin 10 Nisan tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı 22,57 TL ise hisse senetlerinin sermaye artırımını sonrası bedelsiz hisse alma hakları üzerinde baz fiyatı ile yeni pay alma kuponlarının referans fiyatını hesaplayınız.

$$F_{\text{bü}} = \left[\frac{22,57 + (0,5 \times 1) - 0,75}{1 + 0,5 + 1,5} \right] \times (1 + 1,5)$$

$$F_{\text{bü}} = 18,60 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına isabet ettiğinden 18,60 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

$$F_{\text{kupon}} = \left[\frac{22,57 + (0,5 \times 1) - 0,75}{1 + 0,5 + 1,5} - 1 \right] \times 0,5$$

$$F_{\text{kupon}} = 3,22 \text{ YTL}$$

c) Rüçhan hakkı kullanımının başladığı gün mevcut hisse senetlerine ödenecek brüt temettü miktarı belli, ancak, sermaye artırımından sonra ödeneceği durumda

Mevcut hisse senedinin "Bedelsiz hakları üzerinde" baz fiyatı :

$$F_{b\ddot{u}} = \left[\frac{F_{a\ddot{g}} + n_{bdl} \times R - T}{1 + n_{bdz} + n_{bdl}} \right] \times (1 + n_{bdz}) + T$$

$$F_{kupon} = \left[\frac{F_{a\ddot{g}} + n_{bdl} \times R - T}{1 + n_{bdz} + n_{bdl}} - R \right] \times n_{bdl}$$

Örnek: BBB Şirketi'nin ödenmiş sermayesinin 35 milyar TL (%50) mevcut ortaklara rüçhan hakkı kullanılmak, 15 milyar TL ortakların rüçhan hakkı kullanımını kısıtlanarak hisse senetleri Borsa Birincil Piyasa'da halka arzedilmek suretiyle toplam 50 milyar TL bedelli, 105 milyar TL (%150) bedelsiz olarak 70 milyar TL'den 225 milyar TL'ye yükseltilmesi ile ilgili rüçhan haklarını 11 Nisan tarihinde kullanılmaya başladığını ve %75 oranındaki brüt kâr paylarının da 16 Mayıs tarihinden itibaren ödenmeye başlanacağını varsayalım. Şirketin hisse senetlerinin 10 Nisan tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı 22,57 TL ise hisse senetlerinin sermaye artırımını sonrası bedelsiz hisse alma hakları üzerinde baz fiyatı ile yeni pay alma kuponlarının referans fiyatını hesaplayalım.

$$F_{b\ddot{u}} = \left[\frac{22,57 + (0,5 \times 1) - 0,75}{1 + 0,5 + 1,5} \right] \times (1 + 1,5) + 0,75$$

$$F_{b\ddot{u}} = 19,35 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına yuvarlanarak 19,40 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

$$F_{kupon} = \left[\frac{22,57 + (0,5 \times 1) - 0,75}{1 + 0,5 + 1,5} - 1 \right] \times 0,5$$

$$F_{\text{kupon}} = 3,22 \text{ YTL}$$

d) Rüşhan hakkı kullanımının başladığı gün mevcut hisse senetlerine ödenecek brüt temettü oranı belli değil ve ileri bir tarihte ödenecekse

Mevcut hisse senedinin “bedelsiz hakları üzerinde” fiyatı ve yeni pay alma kuponlarının fiyatı, fiyat oluşuncaya kadar serbest bırakılır.

e) Sermaye artırımını nedeniyle bastırılan hisse senetlerinin dağıtılmasına başlandığı gün, mevcut hisse senetlerinin brüt temettüleri daha önceki bir tarihte ödenmiş ve artan sermayenin tescili aynı yıl içinde yapılmışsa

Eski ve yeni hisse senetleri için tek bir baz fiyat belirlenir ve işlemler tek bir pazarda gerçekleşir.

$$F_{\text{baz}} = \frac{F_{\text{bü}}}{1 + n_{\text{bdz}}}$$

Örnek: BBB Şirketi'nin ödenmiş sermayesinin 35 milyar TL (%50) mevcut ortaklara rüşhan hakkı kullanılmak, 15 milyar TL ortakların rüşhan hakkı kullanımı kısıtlanarak hisse senetleri Borsa Birincil Piyasa'da halka arzedilmek suretiyle toplam 50 milyar TL bedelli, 105 milyar TL (%150) bedelsiz olarak 70 milyar TL'den 225 milyar TL'ye yükseltilmesi nedeniyle bastırıldığı hisse senetlerini 25 Mayıs tarihinden itibaren dağıtmaya başladığını ve mevcut hisse senetlerinin brüt kâr paylarının da daha önceki bir tarihte ödenmiş olduğunu varsayalım. Bedelsiz hakları üzerinde olarak işlem gören hisse senedinin 24 Mayıs tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı 18,55 TL ise, hisse senedi dağıtımının başladığı günkü baz fiyatını hesaplayınız.

$$F_{\text{baz}} = \frac{18,55}{1 + 1,5}$$

$$F_{\text{baz}} = 7,42 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına yuvarlanarak 7,40 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

f) Sermaye artırımını nedeniyle bastırılan hisse senetlerinin dağıtılmasına başlandığı gün, mevcut hisse senetlerine ödenecek brüt temettü miktarı belli, ancak hisse senetlerinin dağıtımından sonra ödenecekse

Eski ve yeni hisse senetleri ayrı olarak işlem görür.

$$F_{\text{eski}} = \frac{F_{\text{bü}} - T}{1 + n_{\text{bdz}}} + T$$

$$F_{\text{yeni}} = F_{\text{eski}} - T$$

Örnek: BBB Şirketi'nin ödenmiş sermayesinin 35 milyar TL (%50) mevcut ortaklara rüçhan hakkı kullandırılmak, 15 milyar TL ortakların rüçhan hakkı kullanımını kısıtlanarak hisse senetleri Borsa Birincil Piyasa'da halka arzedilmek suretiyle toplam 50 milyar TL bedelli, 105 milyar TL (%150) bedelsiz olarak 70 milyar TL'den 225 milyar TL'ye yükseltilmesi nedeniyle bastırıldığı hisse senetlerini 25 Nisan tarihinden itibaren dağıtmaya başladığını ve mevcut hisse senetlerine %75 oranındaki brüt kâr paylarını da 21 Mayıs tarihinden itibaren ödeyeceğini varsayalım. Bedelsiz hakları üzerinde olarak işlem gören hisse senedinin 24 Nisan tarihindeki ağırlıklı ortalama fiyatı 18,55 TL ise, hisse senedi dağıtımının başladığı gün eski ve yeni hisse senetlerinin baz fiyatlarını hesaplayınız.

$$F_{\text{eski}} = \frac{18,55 - 0,75}{1 + 1,5} + 0,75$$

$$F_{\text{eski}} = 7,87 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına yuvarlanarak 7,85 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

$$F_{\text{yeni}} = 7,87 - 0,75$$

$$F_{\text{yeni}} = 7,12 \text{ YTL}$$

Bulunan rakam en yakın fiyat adımına yuvarlanarak 7,10 TL kullanılacak baz fiyat olarak belirlenir.

g) Sermaye artırımını nedeniyle bastırılan hisse senetlerinin dağıtılmasına başlandığı gün mevcut hisse senetlerine ödenecek brüt temettü miktarı belli değilse ve daha sonraki bir tarihte ödenecekse

Yeni hisse senetleri için ayrı pazar açılır. Eski ve yeni hisse senetlerinin fiyatları, fiyat oluşuncaya kadar serbest bırakılır.

h) Hisse senedinin “Brüt temettü, bedelli ve bedelsiz hakları üzerinde” fiyatı rüçhan hakkı kullanma fiyatının altındaysa veya temettü kuponu kesilmiş ve bedelsiz hakkı kullanılmış olarak hesaplandığında rüçhan hakkı kullanma fiyatının altına düşüyorsa

Bu durumda, baz fiyatın tespitinde rüçhan hakkı kullanma oranı ve değeri hesaba katılmaz ve yukarıdaki formüllerde $n_{\text{bdl}} = 0$ yazılarak **baz fiyatlar** buna göre belirlenir.

Bedelli Sermaye Artırımlarında Ortakların Rüçhan Haklarının Tamamen Kısıtlanarak Piyasa Fiyatından Birincil Piyasada Halka Arz Edilmesi Durumunda

a) Rüçhan haklarının tamamen kısıtlanarak halka arzına başlandığı gün mevcut hisse senetlerinin en son ağırlıklı ortalama fiyatı o günün ikincil piyasa işlemlerinde baz fiyat olarak alınır.

b) Rüçhan hakları tamamen kısıtlanarak yapılan bedelli bir sermaye artırımını ile birlikte bedelsiz bir sermaye artırımını da yapıyorsa

Birincil piyasa işlemlerinin başladığı gün, mevcut hisse senetlerinin en son ağırlıklı ortalama fiyatı ikincil piyasada baz fiyat olarak alınır. Bastırılan hisse senetlerinin dağıtılmasına başlandığında; bedelsiz sermaye artırımını temsil eden hisse senetlerinin temettü haklarının olup olmadığı ve temettü ödeme tarihine göre, baz fiyat 15.2.2.1. e,f,g şıklarına göre sadece bedelsiz oranı dikkate alınarak hesaplanır.

şirketlerin birleşme, bölünme, devir alma/alınma ve benzeri durumlarında, hisse senetlerinin baz /referans fiyatları Borsa Başkanlığı tarafından belirlenir ve duyurulur.

Devralma/Devrolma Suretiyle Birleşme İşlemlerinde Baz/Referans Fiyat Belirleme Yöntemi

Hisse Senetleri Borsa'da İşlem Gören Bir şirketin, Hisse Senetleri Borsa'da İşlem Gören Bir şirketi/şirketleri Devralması Durumunda;

Devralma nedeniyle artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin dağıtımına başlandığı gün, hisse senetleri serbest marjla işlem görür. Referans fiyat, birbirlerine olan iştirak payları hariç, devralan şirket ile devrolan şirketin/şirketlerin hisse senetlerinin en son ağırlıklı ortalama fiyatlarına göre hesaplanan piyasa değerleri toplamının, devralan şirketin devralma işlemi sonrasındaki sermayesini temsil eden pay sayısına bölünmesi suretiyle hesaplanır.

Hisse Senetleri Borsa'da İşlem Gören Bir şirketin, Hisse Senetleri Borsa'da İşlem Görmeyen Bir şirketi/şirketleri Devralması Durumunda;

Devralma nedeniyle artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin dağıtımına başlandığı gün, devralan şirketin hisse senetlerinin en son ağırlıklı ortalama fiyatı baz fiyat olarak alınır.

Hisse Senetleri Borsa'da İşlem Gören Bir şirketin, Hisse Senetleri Borsa'da İşlem Görmeyen Bir Başka şirkete Devrolması ve Devir Sonrası Devralan şirket Hisse Senetlerinin Borsa'da İşlem Görmeye Başlayacak Olması Durumunda

Devrolma nedeniyle artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin devrolan şirket ortaklarına dağıtılmasına başlandığı gün, devralan şirketin hisse senetleri serbest marjla işlem görür. Referans fiyat, devrolan şirket hisse senetlerinin en son ağırlıklı ortalama fiyatının 1 TL nominal değerli 1 adet devrolan şirket hisse senedi karşılığında verilen 1 TL nominal değerli devralan şirketin hisse senedi adedine bölünmesi suretiyle hesaplanır.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Sermaye Arttırım işlemi nedir?

Soru 2. Temettü ödemesi ne şekilde yapılır?

Soru 3. Sermaye arttırımı ve temettü ödemeleridne baz fiyat neşekilde belirlenir

Soru 4. Bedelli Arttırım İşleminde zaman aşımı ne kadardır?

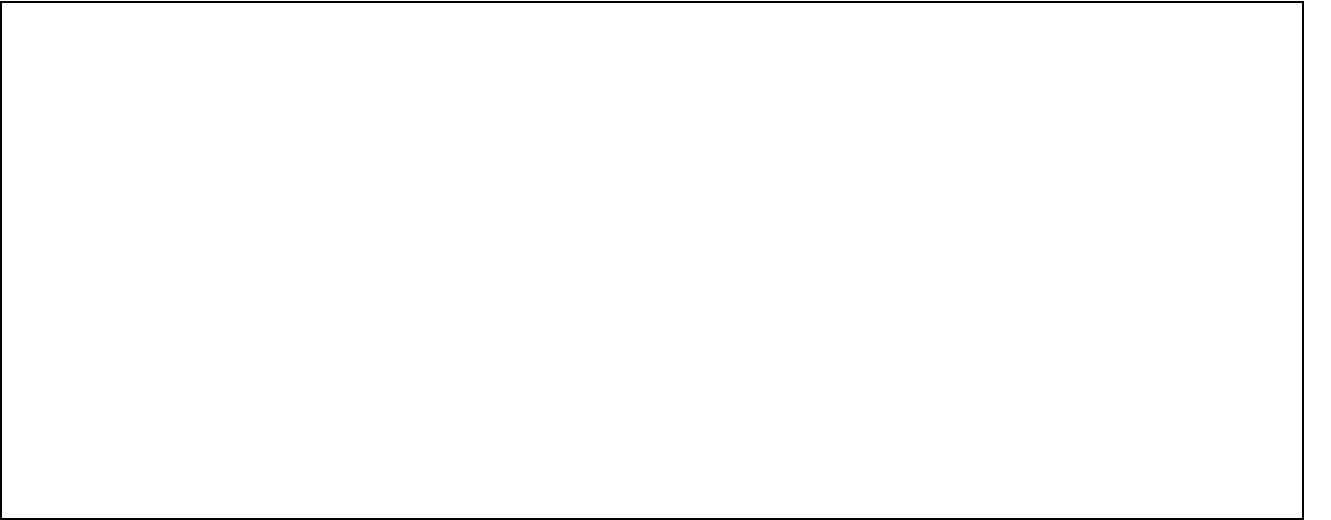
Soru 5. Bedelsiz arttırım işlemi nasıl yapılır?

12. HİSSE SENEDİ İŞLEMLERİNDE TAKAS VE SAKLAMA

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 12.1.**
- 12.2.**
- 12.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

12.HİSSE SENEDİ İŞLEMLERİNDE TAKAS VE SAKLAMA

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

Gelişmiş piyasalarda takas hizmeti borsadan bağımsız çalışan kuruluşlarca yerine getirilir. Londra'da TALISMAN, Paris'te SICOVAM, Güney Kore'de Korea Securities Settlement Corporation gibi.

En basit şekliyle takas hizmeti, borsa üyelerinin sattıkları menkul kıymetleri takas merkezine teslim etmeleri, aldıkları menkul kıymetleri de takas merkezinden almaları, ödemelerini ve tahsilatlarını da burada gerçekleştirmelerini kapsar.

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

Örneğin bir borsa üyesi aynı seansta müşterileri AA, BB ve CC için toplam 1200 adet XYZ hissesi satın almış, buna karşılık DD ve EE adlı müşterileri ile kendi portföyü için 1500 adet XYZ satmışsa, takas merkezine sadece 300 adet XYZ hisse senedi teslim edecek ve sattığı ile aldığı bedeli arasındaki farkı alacaktır.

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

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

12.1. Takas ve Saklama İşlemlerini Düzenleyen Mevzuat

Borsa'da gerçekleşen işlemlerin takasına dair kuralları belirlemeye Borsa Genel Kurulu ve Genel Kurul'un verdiği yetkiye istinaden Borsa Yönetim Kurulu ve/veya Borsa Başkanı yetkilidir.

Konu hakkındaki temel mevzuat İ.M.K.B. Yönetmeliği'nin 35. maddesi, Borsa'da gerçekleşen işlemlerin takasının Takas Merkezinde sonuçlandırılmasına amirdir. Yine İ.M.K.B. Yönetmeliği'nin 35. maddesi ile birlikte İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği'nin 32,33,34 ve 35. maddeleri ve İ.M.K.B. Takas ve Saklama Merkezleri Yönetmeliği'nin 3,4,5,6 ve 7. maddeleri, takasın süresini, temerrüt halini, teslim ve ödeme şekli ile teslim edilecek menkul kıymetlerin niteliklerini tarif etmiştir. Ayrıca, bu üç yönetmeliğin verdiği yetkiye dayanarak Borsa Yönetim Kurulu ve Borsa Başkanı'nca takasa dair alınan kararlar veya genelgeler Borsa Bültenleri aracılığı ile ilgililere duyurulmaktadır.

12.2. İ.M.K.B. Takas ve Saklama Bankası A.Ş.

01.01.1992 tarihinde İ.M.K.B. Takas ve Saklama A.Ş. ünvanı ile faaliyete geçen Banka anonim şirket statüsünde 28.07.1995 tarihine kadar faaliyetlerini sürdürmüştür. 23 Mart 1995 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 95/6551 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ünvanlı yatırım bankası kurulması izni verilmesi ile 28.07.1995 tarihinde yapılan Şirket Genel Kurulu'nda alınan karar neticesinde sermayesini 750.000.000.000 TL'ya çıkararak İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) ünvanını almıştır. Takasbank, bankacılık faaliyetlerine 01.01.1996 tarihinden itibaren başlamıştır. Bankanın sermayesi 60.000.000.TL. dir.

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

Takasbank öncelikle sermaye piyasasında faaliyet gösteren banka ve aracı kurumlara "Takas Hizmeti" vermektedir.

Takasbank, ayrıca İMKB'de işlem gören hisse senetleri için bir kodlama sistemi (ISIN) geliştirmiştir. Aynı zamanda, Takasbank ANNA (Uluslararası Menkul Kıymet Kodlama Birliği) üyesidir.

Menkul kıymet takasını kolaylaştırmak ve hızlandırmak amacıyla menkul kıymet borç alıp verme teşvik edilmelidir. SPK “ Kredili İşlemler, Açığa Satış ve Menkul Kıymet Ödünç Verme İşlemleri “ ile ilgili Tebliğ’inde konu ile ilgili yasal düzenlemeleri yapmıştır. Takasbank 23 Eylül 1997 tarihi itibarıyla Kredi ve Ödünç işlemlerine başlamıştır.

12.3. Takas Prensipleri, Üye Hesaplarının Açılması

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

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

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

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

Ancak, burada akla hemen şu sorular gelmektedir. Alıcı bedeli ne zaman ödeyecek, satıcı kıymeti ne zaman teslim edecek; teslimat ya da ödemeyi kim daha önce yapacak; ödeme ya da teslimat yapılmazsa ne olacak; ödenen para ya da teslim edilen kıymetin sorunlu olduğu sonradan anlaşılırsa mağdur taraf hakkını nasıl arayacak; vs.

İşte bu sorular, takasın önceden konulmuş ve herkesce bilinen kurallar çerçevesinde; belli bir kuruluşun gözetim ve denetiminde yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Çünkü alışverişin Borsa’da yapılıyor olmasının, taraflara, fiyatın daha gerçekçi belirleniyor olmasının yanısıra, diğer bazı avantajlar daha sağlaması gerekir ki bunlardan en önemlisi satıcıların paralarını, alıcıların ise hisse senetlerini öngörülen süre içerisinde alacaklarını bilmeleridir.

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

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

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

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

28.11.2005 tarihinde Kaydi sisteme geçilmesiyle Takasbank nezdinde bulunan aracı kuruluş saklama hesapları Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.(MKK) nezdinde açılan saklama hesaplarına aktarılmıştır.

Hisse Senedi Piyasası'nda sadece kaydileşmiş hisse senetleri işlem görebildiğinden takas işlemleri aracı kuruluşların MKK nezdindeki saklama hesapları üzerinden sonuçlandırılmaktadır. Aracı kuruluşların MKK nezdindeki hesapları altında takas işlemlerinin sonuçlandırılmasında kullanılan takas hesapları açılmıştır. (AK Takas Havuz Hes., AK Temerrüt Havuz Hes., Saklamacı Kurum Netleştirme Havuz Hs., AK Hata Portföy Hesabı v.s.)

Alım satım işlemlerinin takası, temerrüt, şartlı virman işlemleri, yatırım fon/ortaklık virman işlemleri Takasbank ve MKK arasındaki entegre sistem aracılığıyla gerçekleştirilir.

12.4. Hisse Senedi Takasında Uygulanan Temel Prensipler

Takasbank tarafından gerçekleştirilen takas hizmetleri Borsaların birbirleriyle uyumlu bir şekilde daha etkin çalışmalarını sağlayarak riski ve maliyeti azaltmayı amaçlayan “Otuzlar Grubu” nun önerileriyle paralellik göstermektedir.

Otuzlar Grubu'nun Londra'da düzenlediği sempozyum sonrasında, alış ve satış işlemlerinin gerçekleşmesinden takas işlemlerine kadar geçen süre içinde her ülkede farklı şekilde uygulanan işlemlere bazı standartlar önerilmiştir. Otuzlar Grubunun önerilerini ve Takasbank'ın verdiği takas ve saklama hizmetleri ile paralellik gösteren prensipleri şu şekilde sıralayabiliriz:

12.5. Netleştirme (Net Bakiye) Prensibi

Aracı kuruluşların, iki seans süresince gerçekleştirilen işlemlerinde, hisse bazında ve toplam TL. olarak netleştirme yapılır. Aynı tarihli iki seans süresince, bir hisse senedinden hem satış hem de alış işlemi yapan aracı kuruluş, satış toplamı alış toplamına mahsup edilerek çıkan net bakiyeye göre söz konusu hisse senedinden takasa borçlandırılır veya alacaklandırılır. Tüm hisse senetlerindeki alış veya satışlarının bedelleri ise genel olarak netleştirilir ve aracı

kuruluşun alış tutarları fazla ise takasa borçlu, satış tutarları fazla ise takastan alacaklı olur. Günlük netleştirme uygulanır. Günler arasında yükümlülük ve alacak geçişi mümkün değildir.

12.6. Teslim Karşılığı Ödeme Prensibi

Aracı kuruluşlar takas merkezine olan borçlarını kapatmadıkça, takastan olan alacakları kendilerine ödenmez. Borcun kısmen kapatılması halinde alacak, kapatılan borca orantılı olarak ödenir. Aracı kuruluşların takas borçları karşılığında alacaklarına bloke konması en likit hisse senedinden en az likit hisse senedine doğru, borçların kapatılması durumunda blokelerin kaldırılması da en az likitten en likide doğru gerçekleştirilir. Hisse senetleri için uygulanan likidite sırası; Ulusal Pazar (İMKB 100 Endeksi), Ulusal Pazar (Endeks dışı), İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı ve Gözaltı Pazarı şeklindedir.

12.7. Kaydi Takas Prensibi

Takasa olan para borçları ile takastan olan para alacakları hesaben ödenir. Takasa olan kıymet borçları aracı kuruluşlarca saklama hesaplarından virman (borç kapatma) suretiyle kapatılır. Aracı kuruluşların takastan olan alacakları ise saklama hesaplarına virman (alacak aktarımı) suretiyle aktarılır. Takas hesaplarına fiziken kıymet tevdiatı veya takas hesaplarından fiziken kıymet teslimi mümkün değildir.

12.8. Merkezi Takas Prensibi

Borsa Yönetim Kurulu'nca kapsam dışında tutulanlar hariç, bütün Borsa pazar ve piyasalarında gerçekleşen işlemlerin takasının Takas Merkezi'nde yapılması zorunludur.

Sadece, Toptan Satışlar Pazarı'nda gerçekleşen işlemlerin takası, alıcı ve satıcının talebi, Borsa Başkanlığı'nın uygun görmesi durumunda, Borsa dışında üyelerin kendi aralarında gerçekleştirilebilir.

12.9. Ödemelerde Aynı Gün Valörlü Ödeme

Prensip olarak takas gününde takas borcunu kapatan aracı kuruluşlar, aynı gün içinde takas alacaklarını alırlar.

12.10. Üye Hesaplarının Açılması

Borsa üyeleri, Borsa'da gerçekleştirdikleri işlemler sonucu Takas Merkezi'ne karşı borçlu ya da alacaklı olurlar. Borsa'da işlem yapmak isteyen aracı kuruluşlar, Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda kıymet saklama hesapları, nakit takası işlemleri içinse Takasbank'ta üye cari hesapları açarlar.

Takas İşlemleri

Hisse Senedi Piyasası'nda, işlem gününde (T) gerçekleşen işlemlerin takası, işlem gününü izleyen ikinci iş günü (T + 2) gerçekleştirilir.

T	İMKB'de işlem günü
T GÜNÜ	<ul style="list-style-type: none">▪ İMKB'de gerçekleşen alım-satım işlemlerine ilişkin sözleşme bilgilerinin Takasbank'a transferi▪ Üye bazında ve müşteri detaylı netleştirme▪ Müşteri detayında oluşturulan net borç/alacak bilgilerinin MKK sistemine transferi▪ MKK sisteminde, Takas amaçlı virman blokaj işlemleri
T+1	<ul style="list-style-type: none">▪ İMKB sözleşme düzeltme işlemleri▪ Üyeler için borçları karşılığında alacaklarına bloke koyma işlemleri (DVP-Teslim Karşılığı Ödeme)
T+2	Takas

T Günü İşlemleri (İşlem günü)

İMKB'den işlem gününde online olarak alınan sözleşme bilgileri ile üye bazında ve müşteri detaylı netleştirme Takasbank sisteminde yapılarak müşteri detayında oluşturulan net borç/alacak bilgileri, T günü akşamında Takasbank sisteminden MKK sistemine transfer edilir.

MKK'ya gönderilen müşteri detayında borç alacak bilgileri, MKK sisteminde müşteri hesap kontrolleri yapıldıktan sonra, hata kodları ile birlikte Takasbank sistemine aktarılır. MKK'dan gelen bu bilgilere göre, üye ve müşteri alt hesabı detayında oluşturulan netleştirme sonuçları T günü, Takasbank üye ekranlarına yansıtılır. Aracı Kurumlar, söz konusu bilgileri işlem günü (T) takas ekranlarından izleyebilir ve herhangi bir yanlışlık tespit etmeleri halinde düzeltme işlemlerini T+1 günü Borsa'ya bildirirler. MKK sisteminde, Aracı Kurum onayına bağlı olarak Yatırımcı Bazında Netleştirme bilgileri doğrultusunda; satış yapmış olan ve bu nedenle T+2 günü kıymet teslim yükümlülüğü bulunan yatırımcı hesaplarında yer alan kıymetlere, net borç miktarı kadar Takas amaçlı virman blokaj talimatları oluşturularak mevcut bakiyeler için blokaj işlemi yapılır. Yeterli bakiye olmayan borçlu hesaplar için de hesaba kıymet geldikçe, takas borcu miktarına ulaşıncaya kadar blokaj işlemi otomatik gerçekleştirilir. Aynı şekilde, alacaklı yatırımcı bilgileri doğrultusunda aracı kurum takas havuzlarından yatırımcı hesapları yönünde T+2 valörlü alacak talimatları oluşturulur. Alım satım netleşmiş işlem bilgileri Takasbank ve MKK ekranlarından üyelerce raporlanabilir.

T+1 Günü İşlemleri

T günü netleştirilmiş ve MKK tarafından müşteri hesap durumları kontrol edilmiş kayıtlar, Takasbank üye ekranlarına yansıtılır ve aracı kurumlar işlem bilgilerini söz konusu kayıtlar üzerinden kontrol ederler.

Üyeler, herhangi bir hata tespit etmeleri durumunda T+1 saat 17:00'ye kadar hatalı sözleşme ile ilgili düzeltme taleplerini İMKB'ye bildirirler. T+1 günü İMKB'ye iletilen düzeltme taleplerinin Takasbank'a transfer edilmesi ile Takasbank sisteminde yeniden müşteri detaylı netleştirme yapılır. T gününde yapılan netleştirme sonuçları ile düzeltmelerden sonra yapılan netleştirme sonuçlarının karşılaştırması ile elde edilen farklar, MKK'ya bildirilir.

MKK sisteminde, Takasbank tarafından gönderilen fark dosyasına istinaden, T gününde gerçekleştirilen takas amaçlı virman blokaj işlemleri ile talimat işlemlerinde gerekli güncelleme yapılır. T gününde yapılan kontroller tekrar yapılarak Takasbank sistemine gönderilir. MKK'dan gelen bu bilgilere göre, üye ve müşteri alt hesabı detayında oluşturulan netleştirme sonuçları, Takasbank üye ekranlarına yansıtılır.

T+2 Günü (Takas) İşlemleri

Hisse Senedi Borcunun Kapatılması

Takasa hisse senedi borcu olan aracı kuruluşlar borçlarını;

- a) Fiziki Teslim
- b) Müşteri hesabından virman
- c) Başka bir aracı kuruluş hesabından virman

yollarından birini veya birkaçını seçerek kapatırlar. Ancak hangi şekilde olursa olsun yükümlülüklerin takas günü saat 16:00'a kadar yerine getirilmesi gerekir.

a) Fiziki Teslim:

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem gören hisse senetlerinin kaydileşmiş olma zorunluluğu vardır. Bu nedenle, fiziki hisse senetleri ile takas yükümlülüğünün yerine getirilebilmesi için, söz konusu hisse senetlerini en geç takas gününe kadar kaydileştirmek gerekmektedir.

Fiziki hisse senetlerinin kaydileştirilmesi talebi aracı kuruluş tarafından MKK'ya yapılarak hisse senetleri Takasbank'a teslim edilir. Aracı kurumdan teslim alınan hisse senetleri kaydileştirilme amacıyla MKK sistemine bildirilir ve hisse senetleri MKK adına saklamaya alınır.

MKK tarafından kaydileştirilen hisse senetleri, ilgili müşteri hesabına aktarıldıktan sonra, müşteri hesabından virman seçeneğinde anlatılan işleyişe göre takas borcunun kapatılmasında kullanılır.

b) Müşteri Hesabından Virman

T+2 sabahı, MKK sisteminde satış yapmış müşteri hesaplarından satışı yapılan kıymetler takas amaçlı virman blokağı hesaplarından aracı kurumun takas havuz hesabına aktarılır. Aracı kurum takas havuzuna aktarılan kıymetler ile, aracı kurumun takas borcunun kapanması amacı ile Takasbank Takas Havuzu'na aktarım işlemleri ve kurum içi takas amaçlı alacaklı müşteri

hesaplarına virman işlemleri aracı kurumun onayı ile MKK sistemi tarafından otomatik olarak yapılır.

Takas işlemleri, MKK nezdinde açılan Takasbank Takas Havuz Hesabı üzerinden yapılır. MKK, Takasbank'a MKK nezdindeki Takas Havuz Hesabı hareketlerini eş zamanlı olarak iletir. Takasbank, MKK'dan gönderilen, üye havuz hesabından Takasbank Takas Havuz hesabına aktarılan kıymet ve adet bilgilerine göre borç kapatma işlemini gerçekleştirir.

c) Başka bir aracı kuruluş hesabından virman

Virman işlemi, hisse senetlerinin bir aracı kuruluşun müşteri hesabından diğer bir aracı kuruluşun müşteri hesabına aktarımını ifade eder.

Aracı kurum takas yükümlülüğünün, başka bir kurumdan virman yoluyla gelecek kıymetler ile yerine getirilecek olması durumunda, müşteri hesabına virmanlanan hisse senetleri, borçlu müşteri hesabından Takasbank Takas Havuz Hesabına aktarılarak, aktarıma ilişkin bilgiler MKK sisteminden Takasbank'a gönderilir ve aracı kurumun takas borcu kapatılır.

Aracı kuruluşlar arası virman işlemleri, serbest ve şartlı virman olarak yapılabilir.

i) Serbest Virman işlemleri:

Üyelerarası Serbest Virman İşlemleri işleyişi, virmana taraf olan kurumlara göre farklılık gösterir. Bu çerçevede;

Aracı Kuruluştan – Aracı Kuruluş'a olan virmanlar; Aracı kuruluşların kaydi saklama hesapları MKK nezdinde olduğundan, MKK sisteminde gerçekleşir.

Aracı Kuruluştan – Fon/Yatırım Ortaklığı'na ve Fon/Yatırım Ortaklığından – Aracı Kuruluş'a olan virmanlar; Takasbank'ın Yatırım Fon/Ortaklıklarının saklama kurumu olması nedeniyle MKK sistemi ile Takasbank sistemi arasında ortak gerçekleşir.

Fon/Ortaklıklar adına açılan hesaplar, MKK sisteminde Takasbank üyesi altında (Fon/Ortaklık saklama hesap sınıfı detayında) müşteri hesabı niteliğindedir ve Takasbank nezdinde bulunan Fon/Ortaklık saklama hesapları bu hesaplarda izlenmektedir. Bu nedenle, aracı kuruluşlar Yatırım Fon/Ortaklıklarına serbest virman yapmak istediklerinde karşı kurum olarak TVS üyesini ve ilgili müşteri olarak da Fon/Ortaklık kodunu belirtmektedirler. MKK nezdindeki TVS üyesi altında bulunan fon/ortaklık hesaplarına gelen virman bilgisi MKK tarafından Takasbank'a bildirilir. Söz konusu bilgilere göre Takasbank sisteminde de Fon hesabına giriş yapılır.

Fon/Ortaklık hesabından yapılacak virman işlemi, fon/ortaklıklar tarafından Takas ekranları kullanılarak gerçekleştirilebildiği gibi Takasbank'a yazılı talimat verilerek de gerçekleştirilebilir.

Yazılı talimat ile virman işleminin gerçekleştirilmesi ve virmanlanan kıymetler ile takas borcunun kapatılmak istenmesi durumunda yazılı talimatın takas günü en geç saat 14:45'e kadar Takasbank'a gönderilmesi gerekmektedir.

ii) Şartlı Virman İşlemleri:

Şartlı Virman Sistemi, aracı kuruluşlar müşteri hesapları arasında eş-anlı kıymet ve nakit transfer imkanı sağlayan bir sistem olmasının yanında Borsa işleminin yapıldığı gün ile transfer işleminin gerçekleştirilmesine kadar olan zaman içinde üyeler arasında yapılan teyidleşme işlemlerinin elektronik ortamda yapılmasına da olanak sağlayan bir sistemdir. Virman işleminin sistem üzerinden gerçekleştirilebilmesi için, öncelikle işleme konu transfer talimatının sisteme tanımlanması zorunludur.

Şartlı virman işleminin sisteme tanımlanması, işleme taraf olan her iki aracı kuruluşun ayrı ayrı talimat tanımlaması şeklinde olabileceği gibi, taraflardan birinin sisteme tanımladığı talimatın diğer aracı kuruluş tarafından onaylaması şeklinde de olabilir. Talimatlar sistem tarafından otomatik olarak eşleştirilerek zorunlu alanlar aynı ise işlem teyit edilir. İşlemin tarafları (üye/karşı üye), talimat tipi (kıymet/nakit), valör tarihi, menkul tanımı, adet, TL tutarı bilgileri tutarlı olmalıdır.

Şartlı virmana, hisse senedi, rüçhan ve makbuz konu olabilmekte ve nakit yükümlülükleri TL olarak yerine getirilmektedir.

İleri valörlü girilen talimatlar; girildikleri tarihte eşleştirme prosesine tabî olurlar ancak valör tarihi güncel tarihe eşit olduğunda işleme konu olurlar.

Takasbank sisteminde eşleşen talimatlar, talimat türü ve sözleşme numaraları ile birlikte MKK'ya iletilecektir. MKK sisteminde talimatlarda bildirilen hesaplara ilişkin kontroller (hesabın uygunluğu gibi) yapılarak cevap mesajı Takasbank'a gönderilir.

12.11. Şartlı Virman Borç Kapatma

Şartlı virman işlemine ilişkin nakit işlemleri Takasbank sisteminde, kıymet işlemleri ise MKK sisteminde sonuçlandırılır.

Üyenin Takasbank'a ilettiği talimatlarda belirtmiş olduğu valör tarihinde, şartlı virmana konu kıymetleri, MKK sisteminde yatırımcı alt hesabı detayında oluşturulan Şartlı Virman Blokaj Hesabına otomatik olarak aktarılır. Şartlı Virman Blokaj Hesabına aktarılan kıymetler, MKK tarafından mesaj ile Takasbank'a bildirilir

Nakit yükümlülüğü olan aracı kuruluş da talimattaki tutarı Takasbank sisteminde serbest cari hesabından ilgili bloke hesaba aktararak nakit borcunu kapatır.

12.12. Şartlı Virman İşleminin Gerçekleşmesi

İşleme taraf olan üyelerin borçlarını kapatmalarını takiben şartlı virman işlemi sistem tarafından otomatik olarak gerçekleştirilir. Takasbank, şartlı virman gerçekleştirme mesajını MKK'ya iletir. MKK sisteminde kıymet virmanı gerçekleştirilir. Ardından MKK tarafından Takasbank Şartlı Virman Nakit Gerçekleştirme prosesi çalıştırılır ve TVS sisteminde sözleşmeye ait hareket kayıtları yaratılır, bakiyeler güncellenir ve işlemlerin doğru olarak gerçekleştiğine dair

“İşlem Gerçekleşti” mesajı MKK’dan Takasbank’a iletilir. İki kurum tarafından gerçekleştirilen şartlı virman işlemi eşanlı olarak yapılır.

Şartlı virman işlemleri; normal şartlı virman, zincir işlemleri ve takas tanımlı şartlı virman olmak üzere üç gruba ayrılmıştır;

Normal Şartlı Virman: Üyelerarası nakit ve kıymet transfer işlemlerinde, her iki tarafın da yükümlülüğünü yerine getirmesi şartıyla transfer işlemlerinin eş zamanlı olarak gerçekleştirilmesini sağlar.

Zincir İşlemleri: Diğer üye veya üyelere karşı yükümlü olunan kıymet veya nakdin başka bir üye veya üyelere olan alacaklardan karşılanması isteniyorsa, bu işlemlere ilişkin şartlı virman talimatları ilişkilendirilerek zincir oluşturulabilir. Böylece, üyeler borçlu ve alacaklı oldukları talimatlar için net bakiye üzerinden yükümlülüklerini yerine getirerek işlemlerin tamamlanmasını sağlarlar.

Takas tanımlı Şartlı Virman: Takas Tanımlı Şartlı virman işleminde ise aracı kuruluşların takas sisteminden olan alacağı şartlı virman işlemine dahil edilmekte ve böylece DVP’nin iki kez uygulanmasından kaynaklanan kilitlenmenin ortadan kaldırılması amaçlanmıştır.

Talimatı Takas Tanımlı yapmak isteyen üye, bunu talimat girişinde belirtebileceği gibi, eşleşme sonrasında da Takas Tanımlı hale getirebilir. Takas Tanımlı Şartlı Virman talimatlarının eşleştirilmesinde, normal talimat eşleştirmeye ek olarak takas borç/alacak kontrolü yapılır. Talimat konusu kıymet/nakitten takas borcu veya takas alacağı olmayan üye, şartlı virman talimatını takasa tanımlayamaz.

Hisse Senedi Alacaklarının Dağıtımı

Kapatılan takas borçları karşılığında teslim karşılığı ödeme ilkesi (DVP) çerçevesinde, borç-bloke dengesi korunarak, takas alacakları serbestleştirilir ve takas havuz hesaplarının bakiye durumuna bağlı olarak, menkul kıymet alacak dağıtımını için MKK sistemine gerçek zamanlı elektronik alacak dağıtım mesajı gönderilir. MKK sisteminde alacaklar öncelikle

Takasbank Takas Havuz Hesabından aracı kurum takas havuz hesabına, buradan da alacaklı müşteri hesaplarına aktarılır. Alacaklar, MKK sisteminde T günü akşamı oluşturulmuş ve T+1 günü akşamı güncellenmiş alacak talimatları dikkate alınarak müşteri hesaplarına aktarılır.

Borç kapatma işlemi sonucunda serbestleşen alacak karşılığının Takasbank Havuz Hesabında bulunmaması durumunda, kıymet bazında alacak sırası oluşturulur. Alacak sırasının oluşturulmasında, ilgili alacağın serbestleşmesini sağlayan borç kapatma işleminin Takasbank sisteminde yapıldığı saat dikkate alınır.

Aracı Kurumların kıymet ve nakit takas alacaklarını alabilmeleri için,

- Takas alacaklarının serbestleşmiş olması,
 - Takas Havuz hesabında bakiye bulunması,
- şarttır.

Hisse Senedi Borç Kapatma Süreleri

Takasa karşı borçlu olan aracı kuruluşlar, borçlarını yukarıda açıklanan yöntemlerle kapatabilirler. Ancak takas yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilmiş sayılabilmesi için mutlaka saat 16:00'a kadar borç kapatma işleminin yapılmış olması gerekir.

12.13. Nakit Takası

Nakit Borçlarının Kapatılması

Aracı kuruluşlar hisse senedi işlemlerinden doğan nakit yükümlülüklerini aşağıda belirtilen yollardan birini veya birkaçını kullanarak yerine getirebilirler.

- MBS menüsünde bulunan nakit borç kapatma ekranından, borç kapatma işlemi ile
- Hisse senedi takas borcu (22-1 nolu) hesabına üyelerarası virman yapılarak
- Hisse senedi takas borcu (22-1 nolu) hesabına EFT gönderilerek

- T.İş Bankası A.Ş. Borsa Şubesi nezdindeki 7002 nolu hesaba nakit yatırılarak. (Söz konusu hesaba yatırılan nakitlerin Takasbank sisteminde işleme alınması için T.İş Bankası tarafından 7002 nolu hesaptan Takasbank nezdindeki hisse senedi borç hesabına EFT ile gönderilmesi gerekir. T.İş Bankası A.Ş. tarafından gönderilen EFT lerin 22-1 nolu hesaba girişi gerçekleştikten sonra üyenin borcu kapanmış olur ve bloke tutulan alacakların blokajlarının kaldırılmasında ve alacak dağıtım sırası oluşturulmasında bu saat dikkate alınır.

Aracı kuruluşlar nakit yükümlülüklerini nakden yerine getirmek istediklerinde en geç saat 14:30'a kadar ilgili hesaplara yatırmak zorundadırlar.

Takasbank nezdindeki hisse senedi borç hesabına üyeler;

-Nakden (22)

-Başka Bir Bankadan EFT

-Takasbank Nezdindeki Başka Bir Hesaptan Virman

-Diğer Piyasalardan Olan Alacaklarının Mahsubu yollarından birini yada birkaçını kullanarak borçlarını yatırılabirler.

a) Nakden: Nakit borçlarının takas süresi içerisinde kapatılabilmesi için nakden yatırma işleminin saat 14:30'a kadar yapılması gerekir.

b) Başka Bir Bankadan EFT: Takas merkezine karşı borçlu olan aracı kuruluşların bu yolla takas süresi içerisinde borçlarını kapatabilmeleri için en geç saat 16:00'a kadar işlemin gerçekleşmesi gerekir. Hisse senedi borç hesabına EFT ile gönderilen işlemlerde, TCMB nezdindeki Takasbank hesabına geçiş saati dikkate alınır.

c) Takasbank Nezdindeki Başka Bir Hesaptan Virman: Aracı kuruluşların, gerek kendi hesaplarından, gerekse başka aracı kuruluşların hesaplarından yapılan virman yoluyla borçlarını kapatabilmeleri için virman talimatlarının en geç saat 16:00'a kadar Takasbank'a verilmesi ve hesap bakiyelerinin de virman yapılacak miktar için yeterli olması gerekir.

d) Diğer Piyasalardan Olan Alacakların Mahsubu: Aracı kuruluşların, İMKB Hisse Senedi Piyasası işlemlerinden doğan borçlarını, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası, Borsa Para Piyasası

işlemlerinden doğan alacaklarından kapatabilmeleri için ise mahsup talimatlarını Tahvil Piyasası için en geç saat 14:30'a kadar, Borsa Para Piyasası için ise saat 15:45'e kadar Takasbank sistemine girmek zorundadırlar. Mahsup talimatlarının belirtilen sürelerden sonra verilmesi durumunda, işlem gerçekleştirilmez ve temerrüt hükümleri uygulanır. Mahsup talimatı sisteme tanımlandıktan sonra ilgili üyenin hesabına dağıtılacak takas alacakları, borçlu piyasaya mahsup edilir.

Mahsup talimatları talimatın verildiği gün EFT kapanış saatine kadar geçerli olup EFT kapanış saatine kadar gerçekleştirilemeyen talimatlar geçerliliğini yitirir. Mahsup talimatı verilmesine rağmen alacaklı olunan piyasadan alacağın aynı gün içinde alınamaması halinde borçlu üye borçlu olduğu piyasaya borcunu aynı gün içinde ödemekle yükümlüdür.

Nakit Alacaklarının Ödenmesi

Yukarıda belirtilen yollardan biriyle hisse senedi borç hesabına gelen nakitler için geliş sırasına göre otomatik borç kapatma işlemi yapılır ve borç kapatma işlemi ile takas havuzuna aktarılan her tutar için, otomatik olarak alacak aktarımı programı çalışarak, nakit alacakları serbestleşen üyeler için, serbestleşme sırasına göre takas alacakları serbest cari hesaplarına aktarılır.

Serbestleşme sırası için yukarıda belirtilen yollardan hepsinde nakitin 22 hesaba geliş saati dikkate alınır.

Garanti Fonu: İMKB tarafından, nakit takası işlemlerini hızlandırabilmek amacıyla Garanti Fonu oluşturulmuştur. Söz konusu Fon, İMKB'nin kuruluşta aktarmış olduğu tutara nakit temerrüt cezalarının aktarılmasından ve nemasından oluşmaktadır. Garanti Fonu her takas gününde nakit takası işlemleri için takas havuz hesabına alınır ve gün sonunda tüm nakit borçları kapatıldıktan sonra Fon hesabına iade edilir.

Takasa olan nakit yükümlülüğünü yerine getirmeyen bir ya da birden fazla aracı kuruluş olduğunda ve bu tutarın Garanti Fon'dan karşılanamayan kısmı kadar alacaklı olan aracı

kuruluşlara ödeme yapılamayacağından, mağduriyetlerinin önlenmesi için Takasbank'ın yükümlülüğünü yerine getirmeyen aracı kuruluşlardan tahsil ettiği temerrüt cezasından karşı üyelere mağduriyet ödemesi yapılır.

Aracı kuruluşların nakit alacakları, Takasbank nezdindeki serbest cari hesaplarına alacak kaydedilir. Aracı kuruluşlar, serbest cari hesaplarına alacak olarak geçen tutarları

-Nakden

-EFT ile başka bir bankaya

-Takasbank nezdindeki başka bir hesaba aktarabilirler veya

-Diğer piyasalardan olan borçlarına mahsup edebilirler.

a) Nakden: Aracı kuruluşlar serbest cari hesaplarına aktarılan takas alacaklarını Takasbank'tan fiziki olarak çekebilirler. Ancak bu taleplerini belirten talimatlarını en geç saat 13:30'a kadar Takasbank'a iletmek zorundadırlar.

b) EFT ile Başka Bir Bankaya Aktarım: TETS üyesi olmayan (Talimatlı EFT sistemini kullanan) aracı kuruluşlar, EFT talimatlarını en geç saat 16:00'a kadar kendi modemlerinden girebilirler. Doğrulama son saati ise 16:45'dir. TETS'e (Takasbank Elektronik Transfer Sistemi) üye olan aracı kuruluşların ise EFT işlemlerini en geç saat 16:45'e kadar girmeleri ve doğrulamaları gerekir.16:45 ile 16:55 arasında girmiş oldukları EFT talimatları ise ancak gecikme bedelinin ödenmesi şartıyla gerçekleştirilir.

c) Takasbank Nezdindeki Başka Bir Hesaba Aktarım: Aracı kuruluşlar, Takasbank'ta bulunan başka bir hesabına ya da başka bir aracı kuruluş hesabına aktarım yapmak için talimatlarını en geç saat 17:00'ye kadar Takasbank Operasyon Merkezi'ne iletmek zorundadırlar. Bu işlemleri kendi ofislerindeki takas terminalerinden de yapabilirler.

d) Diğer Piyasalara Olan Borçlarına Mahsup: İMKB Hisse Senedi Piyasası'ndan doğan alacaklarını İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'ndan ya da Borsa Para Piyasası'ndan doğan borçlarına mahsup etmek isteyen aracı kuruluşlar, mahsup talimatlarını İMKB Tahvil ve Bono

Piyasası için en geç 14:30, Borsa Para Piyasası için ise 15:45'e kadar Takasbank sistemine girmek zorundadırlar.

Nakit Borç Kapatma Süreleri

Borç Kapatma	T+2	16:00
Nakden Yatırma	T+2	14:30
Eft İle Takas Borç Hesabına Aktarım	T+2	16:00
Tahvil Piyasası Mahsup Talimatı	T+2	14:30
Borsa Para Piyasası Mahsup Talimatı	T+2	15:45

Temerrüt işlemleri

Aracı kuruluşların, İMKB Hisse Senedi Piyasası işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerini T+2 günü saat 16:00'a kadar yerine getirmeleri gerekmektedir. T+2 günü saat 16:00'a kadar kapatmayan aracı kuruluşlar, herhangi bir bildirim gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılırlar.

Bu durumda üyenin temerrüde düştüğü tarihten itibaren taahhüdünü yerine getirdiği tarihe kadar, tesliminde temerrüde düşülen menkul kıymetlerin işlem günündeki 2.seans ağırlıklı ortalama fiyatlarından hesaplanan toplam Borsa değerleri veya nakit borcu esas alınarak İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda veya TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanın aşağıda belirtilen katları üzerinden hesaplanan tutar kadar temerrüt faizi tahsil edilir.

- Takas süresi sonu itibari ile yükümlülüklerini yerine getirmeyerek temerrüde düşen üyeye, aynı gün içinde EFT kapanış saatine kadar yükümlülüğünü yerine getirirse, İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda veya TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı

ortalama faiz oranlarından en yüksek olanı (x 1) esas alınarak hesaplanan tutar kadar temerrüt faizi uygulanır.

- Yükümlülüğünü takas gününde EFT kapanış saatinden sonar ve izleyen günlerde yerine getiren üyelere İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda veya TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanın üç katı (x 3) esas alınarak hesaplanan tutar kadar günlük temerrüt faizi uygulanır.

Temerrüt faizi, temerrüde düşülen tarih ile yükümlülüklerin yerine getirildiği tarih arasındaki takvim günleri esas alınarak hesaplanır.

Aracı kuruluşların, T günü yaptığı alım veya satımların neticesinde oluşan nakit veya hisse senedi alacakları, Takasbank'ın takas işlemlerine taraf olmaması ve bu işlemlerin takaslarının temerrüt neticesinde tamamlanamama olasılığı nedeniyle, takas gününde üye hesaplarına aktarılamayabilir. Bu nedenle, T+1 günü aracı kuruluşlarca henüz takası tamamlanmamış olan (T günü alınan) hisse senetlerinin satılması durumunda ilgili takas gününde (T+3 günü) temerrüt söz konusu olabilir. Sürekli netleştirme yapılmadığından, T günü yapılan alış işlemlerinin T +3 gününden önce satışının yapılması teorik olarak temerrüt riski taşımaktadır.

Üye temerrüt durumundan kaynaklanan yükümlülüklerinin gerektirdiği ödemeleri yapmazsa ödenmesi gereken para üyenin Borsaya yatırmış olduğu teminattan Borsaca re'sen karşılanır. Taahüdünü yerine getirmeyip temerrüde düşen üyenin bu durumundan dolayı kendisine teslimat veya ödeme yapılamayan üyeye, gecikilen günler karşılığı olarak temerrüde düşen üyeden tahsil olunan **temerrüt faizinin 2/3'ü ödenir.**

Alacaklı üyeye aynı gün içinde ödeme yapılması durumunda mağduriyet ödemesi söz konusu olmayacaktır.

Mağduriyet ödemesinin yapılabilmesi için, aynı gün yapılamayan teslim ya da ödemenin İMKB, Takasbank A.Ş. ve T.C. Merkez Bankası'nın sisteminde meydana gelen sorunlardan

kaynaklanmaması, nakit veya menkul kıymet alacaklı üyenin nakit veya menkul kıymet yükümlülüğünü zamanında yerine getirmesi, nakit veya menkul kıymet temerrüdüne düşen üyenin yazılı itirazının geçersiz kabul edilerek temerrüt faizinin tahsil edilmesi gerekmektedir.

T+2 günü saat 16:00 itibariyle T günü işlemlerinin takasını kısmen veya tamamen sonuçlandıramamış, yani temerrüde düşmüş üyelerin ve temerrüde konu işlemlerin bildirimini Takasbank tarafından T+3 günü 9:15 itibariyle Borsa Başkanlığı'na yapılacak ve ilgili piyasa müdürlüğü tarafından T+3 günü ilk seansta "**aynı gün valörlü**" alım veya satımlarla temerrüt kapatma işlemleri yaptırılacaktır.

Temerrüt Esasları

- a) Menkul kıymet işlemleri için borç kapatma saati olarak; aracı kuruluşların, MKK nezdindeki saklama hesaplarından Takasbank Takas Havuz Hesabı'na aktarım saati dikkate alınır.
- b) MBS ekranlarından nakit borç kapatma yapılarak 22 hesaba aktarılan nakitler ile başka bir üye hesabından virman yoluyla gelen nakitler için 22 hesaba giriş saati dikkate alınır.
- c) Nakit takas borçlarını kapatmak üzere Takasbank takas borcu hesaplarına EFT sistemini kullanarak yapılacak ödemelerde, paranın TCMB nezdindeki Takasbank EFT (TIC-Turkish Interbank Clearing) hesabına geçiş saati dikkate alınır.
- d) T.İş Bankası A.Ş. Borsa Şubesi 7002 nolu hesaba yatırılan paralar için ise 7002 nolu hesaba teslim saati dikkate alınır.
- e) Temerrüt cezası hesaplamasında İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda veya TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanı esas alınır.

Matrah * Faiz Oranı

Temerrüt Cezası = ----- * Gün

360

formülü ile hesaplanır. Nakit temerrüt işlemlerinde matrah, gecikmeli olarak kapatılan nakit yükümlülüğü tutarı, kıymet temerrütlerinde ise gecikmeli olarak kapatılan kıymet adedi ile işlem günündeki ikinci seans ağırlıklı ortalama fiyatın çarpılması ile bulunan tutardır.

f) Temerrüt faizi, temerrüde düşülen tarih ile yükümlülüklerin yerine getirildiği tarih arasındaki takvim günleri esas alınarak hesaplanır.

g) T+2 günü saat 16:00'a kadar yerine getirilmeyen yükümlülükler EFT kapanış saatine kadar yerine getirilirse, İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda veya TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanı (x 1) esas alınarak hesaplanan tutar kadar temerrüt faizi uygulanır.

Yükümlülüğünü takas gününde EFT kapanış saatinden sonra izleyen günlerde yerine getiren üyelere İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda veya TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanın üç katı (x 3) esas alınarak hesaplanan tutar kadar günlük temerrüt faizi uygulanır.

h) T+3 günü saat 9:15'e kadar hisse senedi veya nakit borcunu kapatmayan aracı kuruluşlar adına, Borsa tarafından İMKB'de **aynı gün valörlü** alış veya satışlar yaptırılarak re'sen borç kapatma yoluna gidilir.

ı) Gerçekleştirilen temerrüt işlemleri sonucu temerrüt tutarı ile işlemler arasında olumsuz bir fark oluşması durumunda, bu farkın temerrüde düşen aracı kuruluşlar tarafından Takasbank hesabına aynı gün yatırılması gerekir. Belirtilen tutarın aynı gün yatırılmaması durumunda, ertesi iş günü, farklar, temerrüt faizleri ve alım satım giderleri ile temerrüt borcunun karşılanmayan kısmı temerrüde düşen üyelerin Borsa teminatından kesilir ve teminatını tamamlamayan üyelerin Borsa'da işlem yapmasına izin verilmez.

j) Temerrüde düşen üye temerrüt cezasını, tahakkuk tarihinden itibaren 3 iş günü içinde Takas Merkezi'nde ilgili hesaplara yatırır. Belirtilen süre içinde yatırılmayan temerrüt cezaları üyelerin Takas Merkezi'nde bulunan serbest cari hesaplarından re'sen tahsil edilir. Üye hesaplarından tahsil edilme imkanının olmaması durumunda İMKB'de bulunan teminatlarına başvurulur.

k) Asgari temerrüt matrahı 50 TL, asgari temerrüt faizi ise 5 TL'dir. Hem kıymet hem de para temerrüdünde Borsa Yönetim Kurulu'nca belirlenmiş asgari 50 TL. ve altındaki tutarlar bir gün için temerrüt cezasından müstesna tutulur.

l) Takas günü (T+2) kıymet ve nakit yükümlülüklerinin yerine getirilememesinden dolayı ertesi gün ve/veya daha sonra kapatılan temerrütlerden matrahı 10.000 TL ve üzerinde olanlar İMKB'ye bildirilir. İMKB tarafından, üçer aylık dönemler içinde günlük toplam 10.000 TL ve üzerinde gerçekleşen nakit ve kıymet temerrütlerinin toplam tutarı her dönem sonunda Munzam Teminat hasaplaması için temerrüt matrahı olarak dikkate alınır ve üyelerden söz konusu temerrüt matrahının %10'unu Munzam Teminat olarak yatırması istenir.

m) Menkul kıymet ve nakit yükümlülüğünün takas süresi içinde yerine getirilememesi, Borsa, Takas Merkezi veya Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasından veya üyenin kendi iradesi dışında ortaya çıkan teknik veya benzer diğer nedenlerden kaynaklandığı takdirde, bu hususların geçerli bilgi ve belgeler ile tespit edilmesi halinde üyeden temerrüt faizi alınmayacağı gibi ilave teminat yatırması da istenmez.

12.14. Birincil Piyasa İşlemlerinin Takası

Birincil Piyasa işlemlerinde takas, ikincil piyasa işlemleri ile aynı esas ve süreler dahilinde yapılır.

Birincil Piyasa'da gerçekleştirilen işlemlerin menkul kıymet grup bilgisi İMKB'den B olarak gönderilir. Takasbank sisteminde Birincil Piyasada satılan kıymetlerin hisse senedi ya da makbuz olmasına göre borç ve alacak kayıtları dönüştürülerek MKK sistemine gönderilir. Birincil piyasada hisse senetlerinin satışı gerçekleştirilecek ihraççı şirket kayıtlı sermaye sistemine dahil ise borç ve alacak bilgileri hisse senedine dönüştürüldüğünden netleştirmeye dahil olur. Birincil piyasada hisse senetlerinin satışı gerçekleştirilecek ihraççı şirket esas sermaye sistemine dahil ise, borç ve alacaklar makbuza dönüştürülür.

MKK sisteminde, ihraççı şirket hesabından İMKB’de işlemlere aracılık eden kurum hesabına aktarım yapılarak ve buradanda otomatik Takasbank Takas Havuz Hesabına aktarım yapılarak hisse borcunun kapatılması sağlanır.

Rüçhan Hakkı Kuponu İşlemlerinin Takası

Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı’nda gerçekleştirilen işlemlerin takası, hisse senetleri için uygulanan takas kuralları çerçevesinde gerçekleştirilir.

Toptan Satışlar Pazarı İşlemlerinin Takası

Toptan Satışlar Pazarı’nda yapılacak işlemlerde, nakit ve kıymet takası esas olarak Takasbank aracılığıyla gerçekleştirilir. Ancak alıcı ve satıcının yazılı talebini, Borsa Başkanlığı’nın uygun görmesi durumunda, takas işlemleri Borsa dışında üyelerin kendi aralarında gerçekleştirilebilir.

Toptan Satışlar Pazarı’nda gerçekleşen işlemler İMKB tarafından eski hisse senetleri için “LE”, yeni senetler için ise “LY” grup koduyla gönderilmektedir. İşlem gören hisse senetlerinin tedavülü arttırıcı olması durumunda hisse senetlerinin grup dönüşümü yapılarak MKK’ya halka açık açıklamasıyla sözleşmeler gönderilir. Tedavülü arttırıcı olmayan hisse senetlerinde ise grup dönüşümü yapılır ve halka kapalı açıklaması ile MKK’ya gönderilir.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Takas ne demektir?

Soru 2. Hisse senedi işlemlerin takas ve saklama işlemleri ne şekilde yapılmaktadır?

Soru 3. Takas üyelerinin hesaplarından virman ve hisse senedi teslimleri ne şekilde yapılmaktadır.

Soru 4. Hisse senedi borç kapatma süreleri ne kadardır?

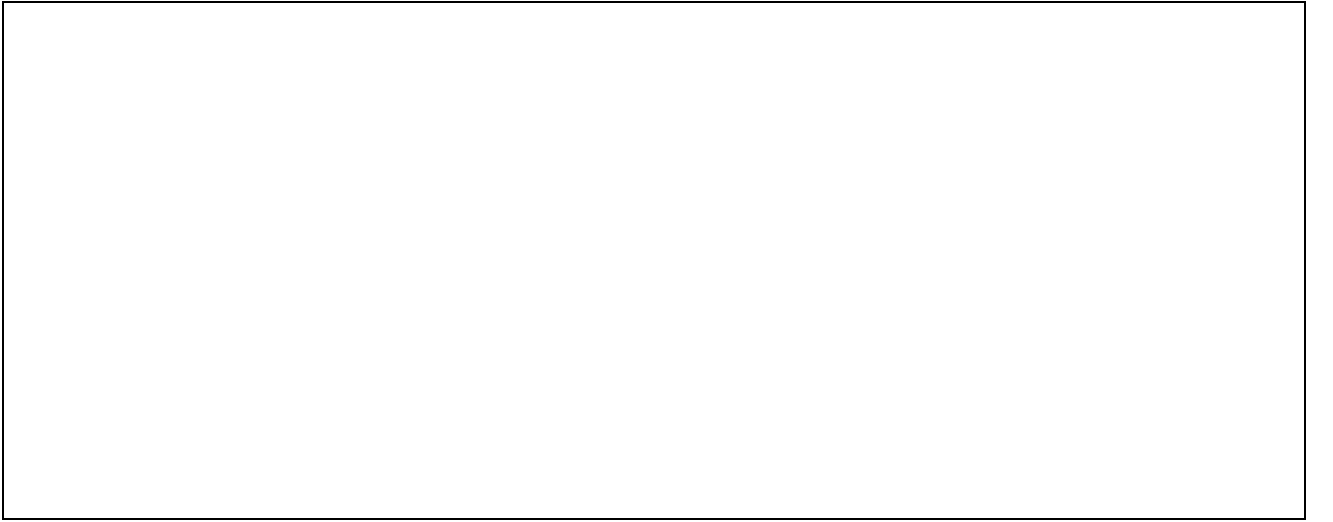
Soru 5. Birincil piyasa işlemlerinin takası ne şekilde yapılmaktadır?

13. ENDEKSLER

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 13.1.**
- 13.2.**
- 13.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

13.1. Genel Tanım

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

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

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

13.2. Bir Endeksin Oluşturulmasında Önemli Kriterler

- Öncelikle endeksin amacı, yani tam olarak temsil etmesi hedeflenen değişkenler iyi tanımlanmalıdır.
- Endekslerden (Özellikle Hisse senedi fiyat endeksleri) zaman içinde süreklilik imkanı sağlanması beklendiğinden, hesaplamada kullanılacak verilerin sürekliliği ve karşılaştırılabilirliğine özen gösterilmelidir.
- Kapsama alınacak örnekler, endeksin amacıyla uyumlu olacak ve değişkenleri hedeflenen şekilde temsil edecek örnekler olmalıdır.
- Endeksler serideki değerlerden birini baz alıp, diğerlerinin bu baza göre değişim oranını gösterdiğini için baz dönemin tespiti önemlidir.

- Endeksi oluşturan değerlere verilmesi gereken ağırlıkların seçimi ve zaman içinde değiştirilmesi veya sabitliği de önemlidir.
- Endeksin hesaplanma yöntemi, serideki değişimleri doğru göstermesi bakımından endeksin başarısını etkiler.

13.3. Hisse Senedi Endeksleri

Hisse senedi piyasasının genel bir göstergesi olan hisse senedi endeksleri, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak "piyasa performansı" hakkında genel bir bilgi verir. Hisse senedi endeksleri, genellikle piyasanın anlık durumunu yansıtır. Dünyada 1884 yılından beri kullanılmakta olan hisse senedi endeksleri (stock indexes and averages) genellikle üç ayrı şekilde hesaplanmaktadır;

a) Aritmetik ortalama formülü ile: Aritmetik ortalama formülü ile hesaplanan endekslerde, hisse senedi fiyatlarının ya da herbiri için hesaplanan basit endekslerin aritmetik ortalaması alınır. Bu tür endekslerde eğer hisse senedi fiyatlarının ortalaması alınıyorsa, endekste ki hisse senetlerine fiyatları oranında ağırlık verilmiş olur. Böylece fiyatlarında aynı oranda değişim olan iki hisse senedinden fiyatı daha yüksek olanı endeksi daha fazla etkiler. Diğer yöntemde de bütün hisse senetlerine eşit ağırlık verilmiş olur.

Aritmetik ortalamaların kullanıldığı endekslere örnek olarak Dow Jones ve Nikkei verilebilir. Dow Jones Industrial Average (DJIA), New York Borsasında işlem gören, piyasa değeri yüksek 30 sanayi şirketinin hisse senetleri kullanılarak hesaplanmaktadır. DJIA değeri, hisse senedi fiyatlarının toplanıp, hisse senedi bölünmesi (stock split) gibi bazı özel durumlarda değiştirilen bölene oranlanması sonucu bulunur. Dow Jones & Company, DJIA dışında, Dow Jones Transportation Average'ı (DJTA)⁹ ve Dow Jones Utility Average'ı (DJUA)¹⁰ (sırasıyla "ulaştırma" ve "hizmetler"¹¹ ortalamalarını) hesaplayıp yayınlamaktadır. Dow Jones Composite

⁹ DJTA 20 hisse senedini içerir.

¹⁰ DJUA 15 hisse senedini içerir.

¹¹ Kamuya ait bölgesel gaz ve elektrik kuruluşları.

(Bileşik) ise DJIA, DJTA ve DJUA ortalamalarındaki hisse senetlerinin tümünü içerdiği için "65 Stock Average" olarak adlandırılır.

Nikkei ortalaması ise Tokyo Borsası'nda 16 Mayıs 1949'dan beri işlem gören 225 şirketi içerir. Dow Jones endeksi gibi Nikkei de endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatlarının toplamının, ilk hesap gününde endeksteeki şirket sayısı olan ancak, sermaye artırımını, bölünme veya birleşme gibi durumlar nedeniyle endeksin sürekliliğini sağlamak ve fiyatlardaki değişiklikler dışındaki etkileri gidermek amacıyla değişikliğe uğrayan bir "bölen"e bölünmesiyle hesaplanır. Bu ortalama, Tokyo Borsası tarafından 1 Temmuz 1969'a kadar hesaplanmıştır. Borsa bu tarihten sonra piyasa değeri ağırlıklı olan TOPIX endeksini hesaplamasının daha iyi olacağını düşünmüş ve Nikkei'yi hesaplamayı bırakmıştır. Nikkei endeksi bu tarihten beri "Nihon Keizai Shimbun-Sha" adlı Japon yayın firması tarafından hesaplanmakta ve günümüzde "Nikkei Average" olarak adlandırılmaktadır.

b) Geometrik ortalama formülü ile: Bu yöntemde endekse dahil herbir hisse senedinin fiyatı bir önceki günlük fiyatına bölünür, bulunan rakamlar birbiriyle çarpıldıktan sonra hisse senedi sayısı kadar kökü alınır ve bir gün önceki endeks değeriyle çarpılır. Örnek olarak Value Line Composite Index verilebilir. Value Line Composite Index, NYSE, AMEX ve tezgahüstü piyasada işlem gören 1695 hisse senedini içermekte ve geometrik ortalama formülü ile hesaplanmaktadır.¹²

c) Şirketlerin piyasa değerlerinin (market capitalization) kullanıldığı formüllerle: Bu tür endekslerde, piyasayı temsil etmesi için oluşturulan endeks portföyünün değerindeki artış veya azalışlar endeksteeki artış veya azalışları verir. Endeks, toplam piyasa değeri, piyasa değerinin bir kısmı (halka açık kısım, alım satıma konu olabilecek kısım, endeksin hesaplandığı borsa kotunda bulunan kısım vb...) veya eşit ağırlıklı olarak hesaplanabilmektedir.

Piyasa değeri ağırlıklı endekslere örnek olarak S&P 500, Topix, Financial Times (FT 100), NYSE Composite ve İMKB Endeksleri verilebilir. Bunlardan İMKB Endeksleri şirketlerin toplam piyasa değeri değil, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) kaydında bulunan ve alım-satıma konu olabilecek hisse senetlerinin piyasa değeri ağırlıklı olarak hesaplanmaktadır. NYSE

¹² Buna göre, endeks kapsamındaki her hisse senedinin fiyatı, bir önceki işlem günündeki fiyata bölünür. Bulunan rakamlar birbiriyle çarpıldıktan sonra, sonucun 1695. kökü alınır. Bu rakamın bir önceki endeks değeri ile çarpımı endeksi verir.

Composite endeksi ise New York Borsası'nda işlem gören, alım satıma konu olabilecek hisse senetlerinin piyasa değeri ağırlıklıdır. Hesaplamalara ADR'ları işlem gören yabancı şirketlerin de toplam piyasa değeri değil, New York Borsası'nda ADR olarak işlem gören kısmının piyasa değeri dahil edilir.

Standard & Poor's 500 endeksi, NYSE, AMEX ve NASDAQ'da işlem gören 500 şirketin hisse senetlerini içerir ve toplam piyasa değeri ağırlıklıdır.

Japonya'da ise TOPIX endeksi Tokyo Borsası'nın 1. pazarında işlem gören yaklaşık 1500 şirketi kapsar. Piyasa değeri ağırlıklı olan bu endeks, her 60 saniyede bir hesaplanıp duyurulmaktadır. TOPIX endeksinin 33 endüstri grubu için ayrı ayrı hesaplanan alt endeksleri (sub-indices) dışında, şirketlerin çıkardıkları toplam hisse miktarlarına göre gruplama yapılması sonucu elde edilen 3 endeks ile Tokyo Borsası'nın 2. pazarında işlem gören hisse senetlerini kapsayan bir endeks de hesaplanmaktadır.

İngiltere'de ise Financial Times endeksleri hesaplanıp yayınlanmaktadır. Bunların en önemlisi olan "FT-SE 100 Share Index" piyasa değeri ağırlıklıdır ve 100 hisse senedini içerir.

Eşit Piyasa Değeri Ağırlıklı Endekslerde, endekse dahil her bir hisse senedine eşit piyasa değeri ve hisse senedinin gerçekleşen son fiyatına göre o piyasa değerini verecek hisse adedi belirlenir. Örneğin endekste her bir hisse senedi için belirlenen piyasa değeri 10.000 TL ve A hisse senedinin en son fiyatı 20 TL ise, endeks portföyüne A hisse senedinden 500 adet alınacaktır. Bu yöntemle tüm hisse senetlerine endekste eşit ağırlık verilmiş olur. AMEX Retail endeksi ile Morgan Stanley Consumer endeksi bu yöntemle hesaplanan endekslerdendir.

13.4. İMKB Hisse Senetleri Endeksleri

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

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

Getiri endeksleri, endeksin hesaplanmasında ödenen temettüyü de dikkate alan, sürekliliğinin sağlanmasında ödenen temettülere göre de düzeltme yapılan endekslerdir. Bu tür endekslerde hisse senedinin değer kazanmasından doğan kazancın yanında temettüden dolayı elde edilen kazanç da endekse yansımaktadır.

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

İMKB Ulusal-100 Endeksi Ulusal Pazar için temel endeks olarak kullanılmaktadır. Tüm endeksler tamsayıdan sonra iki haneli olarak gösterilir ve ilan edilir. Tamsayıdan sonraki üçüncü hane 5'ten küçük ise atılır, 5 ve 5'ten büyük ise ikinci hane yukarıya yuvarlanır.

- **İMKB Ulusal-100 Endeksi:** 1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayarak zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan Bileşik Endeks'in devamı niteliğindedir. Ulusal Pazar'da işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç, 17.4.1 ve 17.4.2' de belirtilen şartlara göre seçilmiş hisse senetlerinden oluşmakta olup, İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-50 hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

- **İMKB Ulusal-50 Endeksi:** Menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerden 17.4.1 ve 17.4.2'de belirtilen şartlara göre seçilen 50 hisse senedinden oluşmakta olup, İMKB Ulusal-30 hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

- **İMKB Ulusal-30 Endeksi:** Vadeli İşlemler Piyasası'nda kullanılmak üzere, menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerden 17.4.1 ve 17.4.2' de belirtilen şartlara göre seçilen 30 hisse senedinden oluşmaktadır.
- **İMKB Ulusal - Tüm Endeksi:** Menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.
- **Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri:** Menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.
- **İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi:** İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır. 03.03.2003 tarihinden itibaren geçerli olan yeni pazar yapılanmasına bağlı olarak İMKB Bölgesel, YŞP Endeksi'nin adı İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi olarak değiştirilmiştir.
- **İMKB Yeni Ekonomi Pazarı Endeksi:** Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.
- **İMKB Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi:** Ulusal Pazar'da işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşmaktadır.

13.4.1. İMKB-30, İMKB 50 ve İMKB-100 Endekslerinde Yer Alacak Hisse Senetlerinin Seçimi

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

a) Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin İMKB Ulusal-30, İMKB Ulusal-50 veya İMKB Ulusal-100 endeksine alınabilmesi için; değerlendirme dönemleri (Kasım, Şubat, Mayıs ve

Ağustos) sonu itibarıyla Borsa'da en az 60 gün süreyle işlem görmesi şarttır. İlk defa halka arz edilen kısmının piyasa değeri, halka arz tarihleri itibarıyla Ulusal Pazar şirketlerinin MKK kaydında bulunan ve alım satıma konu olabilecek kısmının ortalama piyasa değerinin %2'si veya üzerinde olan hisse senetlerinin değerlendirme dönemleri sonu itibarıyla Borsa'da işlem görmüş olması yeterli olup, bu hisse senetleri için Borsa'da en az 60 gün süreyle işlem görme şartı aranmaz.

b) İMKB Ulusal-30, İMKB Ulusal-50 ve İMKB Ulusal-100 endekslerine, birden fazla grup (örneğin A,B,C) hisse senedi bulunan şirketin, sadece bir grup hisse senedi dahil edilir.

c) İMKB Ulusal-30, İMKB Ulusal-50 ve İMKB Ulusal-100 Endeksleri'nde yer alacak hisse senetlerinin seçimi aşağıda gösterildiği şekilde yapılır:

i) MKK kaydında bulunan ve alım satıma konu olabilecek hisse senetleri, değerlendirme dönemi sonu itibarıyla piyasa değerlerine (hisse sayısı * kapanış fiyatı) göre büyükten küçüğe doğru sıralanır. Piyasa değerlerinin hesaplanmasında MKK kaydında bulunan ve alım satıma konu olabilecek hisse senetlerinin değerlendirme dönemindeki günlük ortalama sayısı esas alınır.

ii) Hisse senetleri birincil piyasa, toptan satış, özel emir işlemleri ve değerlendirme dönemi içinde işlem görmeye başlayanların ilk 20 günlük verileri hariç günlük ortalama işlem hacimlerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanır. Değerlendirme dönemi içinde ilk defa halka arz edilerek işlem görmeye başlayan ve halka arz edilen kısmının piyasa değeri, halka arz tarihleri itibarıyla Ulusal Pazar şirketlerinin MKK kaydında bulunan ve alım satıma konu olabilecek kısmının ortalama piyasa değerinin %2'si veya üzerinde olan hisse senetlerinin günlük ortalama işlem hacimleri, işlem gördüğü günlerin tamamı hesaba katılarak belirlenir.

iii) Hisse senetleri 17.4.1.c.i. ve 17.4.1.c.ii. maddelerine göre iki ayrı liste halinde sıralandıktan sonra aşağıda gösterildiği şekilde nihai olarak sıralama yapılır:

Her iki listede; birinci sırada yer alan hisse varsa nihai listede ilk sıraya konur. Her iki listede; birinci sırada yer alan hisse yoksa, ilk iki sıra içinde yer alan hisse olup olmadığına bakılır. Nihai listede ilk sırada yer alacak hisse senedi belirleninceye kadar bu işlemler tekrarlanır. Nihai listede ilk sıraya konulacak hisse senedinin belirlenmesinden sonra yukarıdaki işlem takip eden sıralar için tekrar edilir. Her iki listede ilk n sıra içinde olma şartını sağlayan iki hisse senedinin bulunması halinde piyasa değeri büyük olan nihai listede daha üst sıraya konur.

Endekslerin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılır:

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

E_t	=	Endeksin t zamandaki değeri
n	=	Endekse dahil olan hisse (şirket) sayısı
F_{it}	=	“i” nci hisse senedinin t zamandaki fiyatı
N_{it}	=	“i” nci hisse senedinin t zamandaki toplam sayısı (Ödenmiş veya Çıkarılmış sermaye)
H_{it}	=	“i” nci hisse senedinin t zamandaki MKK kaydında bulunan ve alım satıma konu olabilecek miktarının sermayeye göre tamsayıya yuvarlanmış oranı
B_t	=	Bölenin (Düzeltilmiş baz piyasa değeri) t zamandaki değeri

Endeks hesaplamasında her sektör için bölen değeri farklı olduğu gibi, fiyat endekslerinin bölen değeri, getiri endekslerinin bölen değerinden farklıdır.

13.4.2. İMKB Endekslerinin Tarihçesi

Borsanın açılışından 1989 yılı sonuna kadar İMKB Endeksi, endekste yer alan şirketlerin her birinin kendisine ait basit endeks değerlerinin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Bu yöntemden, endeks hesaplamasında endeks kapsamındaki tüm şirketlere eşit ağırlık vermesi nedeniyle vazgeçilmiş, 1990 yılı başında endekste ki hisse senetlerine toplam piyasa değerleri oranında ağırlık veren yeni hesaplama yöntemine geçilmiştir.

İMKB Endeksleri, 1991 yılının başından itibaren de, şirketlerin halka arz edilmiş kısımlarının piyasa değerleri dikkate alınarak hesaplanmaya başlanmıştır.

İMKB'nin hisse senedi piyasasında hesaplanan endekslerin hepsi aynı geçmişe sahip değildir. En eski endeks, kapanış fiyatları kullanılarak hesaplanan bileşik endeks (İMKB-100) tir. Bu endeksin "baz değer"i Ocak 1986 tarihi itibariyle 1'dir. Bu endeks 26 Ekim 1987'den itibaren günlük olarak hesaplanmaktadır. Bu tarihten önce ise haftalık hesaplama yapılmıştır.

1991 yılı başından 1996 yılı sonuna kadar her işlem günü, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın hisse senedi piyasasında belli şartları sağlayarak tescil edilen ve endeks kapsamında olan hisse senetlerinin fiyatları kullanılarak altı ayrı endeks hesaplanmıştır. Bunlar; kapanış fiyatları ve ağırlıklı ortalama fiyatlarla hesaplanan bileşik endeks, mali sektör ve sınai sektör endeksleridir. 1997 yılı başından itibaren ağırlıklı ortalama fiyatlara göre endeks hesaplamasından vazgeçilerek, Ulusal Pazar'da işlem gören tüm hisse senetlerinin yer aldığı İMKB Ulusal-Tüm, Bölgesel ve Yeni Şirketler Pazarı'nda işlem gören hisse senetlerinin yer aldığı İMKB Bölgesel-YŞP, Ulusal Pazar'da işlem gören yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin yer aldığı İMKB Yatırım Ortaklıkları endeksi, Vadeli İşlemler Piyasası'nda kullanılacak İMKB Ulusal-30 ve sınai sektör içinde yer alan hizmetler sektörü şirketleri için ayrı bir İMKB Ulusal-Hizmetler endeksi ve alt sektör endeksleri hesaplanmaya başlanmıştır.

Ayrıca 1996 yılı sonuna kadar sadece fiyat endeksleri hesaplanmakta iken 1997 yılı başından itibaren hem fiyat hem de getiri endeksleri hesaplanmaya başlanmıştır.

1996 yılı sonunda yapılan önemli değişikliklerden biri de 1986-1996 tarihleri arasında hesaplanmış olan İMKB Endekslerinin rakamsal ifadesinin kolaylaştırılabilmesi için daha önce hesaplanmış olan değerlerin 100'e bölünmesi suretiyle **1986 Ocak = 100** olan İMKB-100 Endeksinin başlangıç değerinin **1986 Ocak = 1** olacak şekilde revize edilmesi ve 1997 yılından itibaren bu şekilde hesaplanarak ilan edilmeye başlanması ve endeks değerlerinin tam sayı olarak ifade edilmesidir.

1998 yılı başından itibaren ise tüm endeksler, tamsayıdan sonra iki haneli olarak gösterilmeye ve aynen saklamada bulunanlar hariç, Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerinin piyasa değeri ağırlıklı olarak hesaplanmaya başlanmıştır.

2000 yılı başından itibaren Ulusal-30 ve Ulusal-100 endeksleri kriterlerine göre İMKB Ulusal-50 endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları için "Gayrimenkul Y.O." adıyla ayrı bir endeks oluşturulmuş, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Ulusal-Mali ve Ulusal-Tüm endekslerine dahil edilmesi, kriterlerini sağlaması durumunda Ulusal-30, Ulusal-50 ve Ulusal-100 endekslerine de dahil edilebilmesi kararlaştırılmıştır. Mevcut Yatırım Ortaklığı Endeksi, daha önce dahil olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları hariç tutularak "Menkul Kıymet Y.O." adıyla hesaplanmaya devam edilmiştir.

01.07.2000 tarihinden itibaren, İMKB Ulusal-Teknoloji ana sektör endeksi ile Bilişim ve Savunma olmak üzere 2 alt sektör endeksinin hesaplanmasına başlanmıştır.

25.07.2000 tarihinden itibaren, İMKB Ulusal-Hizmetler ana sektör endeksinin alt sektör endeksi olarak İletişim endeksi hesaplanmaya başlanmıştır.

03.03.2003 tarihinden itibaren geçerli olan yeni pazar yapılanmasına bağlı olarak İMKB Bölgesel, YŞP Endeksi'nin adı İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi olarak değiştirilmiş, Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşması öngörülen Yeni Ekonomi Pazarı

Endeksinin Pazar'da işlem görecek ilk hisse senedinin 11'inci işlem gününden itibaren hesaplanması kararlaştırılmıştır.

01.04.2004 tarihinden itibaren, İMKB Ulusal-Hizmetler ana sektör endeksinin alt sektör endeksi olarak Spor endeksi hesaplanmaya başlanmıştır.

03.09.2004 tarihinden itibaren ise Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem gören şirketlerden oluşan Yeni Ekonomi endeksi hesaplanmaya başlanmıştır.

13.4.3. Endekslerin Diğer Kullanım Alanları

Sermaye piyasalarında hisse senedi fiyat endekslerinden yararlanma

- 1- Pazardaki değişim ile ekonomik göstergelerdeki değişimler arasındaki karşılaştırmalarda,
- 2- Kurumsal ve bireysel yatırımcıların portföy getirileri ile piyasanın genel performansının karşılaştırılmasında,
- 3- Portföy analiz modelleri ile ilgili analizlerde temel girdiler olarak kullanımında,
- 4- Opsiyon ve vadeli işlemlerde,
- 5- Endeks fonlarda yararlanılmaktadır.

Sektörel bazda endekslerin hesaplanması, özelleştirilecek veya halka açılacak şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlandırılması aşamasında da ek bilgi sağlar. Bunun dışında, endeksler için değişim veya getiri hesaplanarak, endeksle aynı veya farklı sektördeki hisse senetlerinin ve/veya portföylerin getirileri karşılaştırılabilir.

Endeksler, opsiyon (option) ile vadeli işlemler (futures) piyasalarında önemli bir yere sahiptir. Diğer ülkelerde bir hayli hareketli olan bu iki piyasada, "vadeli işlem veya opsiyon sözleşmelerine konu olan endeksin" ilerideki bir tarihte alacağı değer önemlidir. Bu yatırım

araçları İngilizce'de "index options" ve "index futures" olarak adlandırılır.¹³ Bu yatırım araçlarının işlem gördüğü piyasalar, hisse senedi piyasası gibi "beklenti" üzerine kurulmuştur.

Endekslerle endeks kapsamındaki menkul kıymetlere, "endeks içerikli fon" (indexed fund) oluştururken ayrı bir önem verilir. Bu çeşit portföylerde amaç, söz konusu endeks kapsamında olan hisse senetlerine endeksteği ağırlığı aynen koruyarak yatırım yapılması sonucu, piyasa ile aynı getirinin elde edilmesini kesinleştirmektir. Bu fonların yönetim giderleri, diğerleri ile kıyaslandığında azdır. Son yıllarda bu tür fonlara olan yatırımcı ilgisi, borsalarda işlem görmeye başlamalarıyla (Exchange Traded Funds – Borsa Yatırım Fonları) birlikte hızla artmıştır.

Teknik analizciler ise, hisse senedi piyasası hakkında genel bir bilgi edinip, alım-satım kararı verebilmek amacıyla endeksleri sürekli olarak izlerler. Bunun dışında Amerika'daki "The Wall Street Week" (W\$W) endeksinde olduğu gibi sadece teknik analizcilere özgü endeksler de hesaplanmaktadır.

¹³ Her iki yatırım aracı, İngilizce'de tek kelime ile "index derivatives" olarak ifade edilir. Bu yatırım araçlarına kısa dönemli spekülasyon yapmak veya riskten korunmak (hedging) amacıyla yönelir.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

Soru 1. Borsa endeks ne demektir?

Soru 2. İMKB’de kullanılan endeks türleri hangileridir?

Soru 3. İMKB 100 endeksi neleri kapsamaktadır?

Soru 4. İMKB’de kullanılan ilk endeks hangisidir?

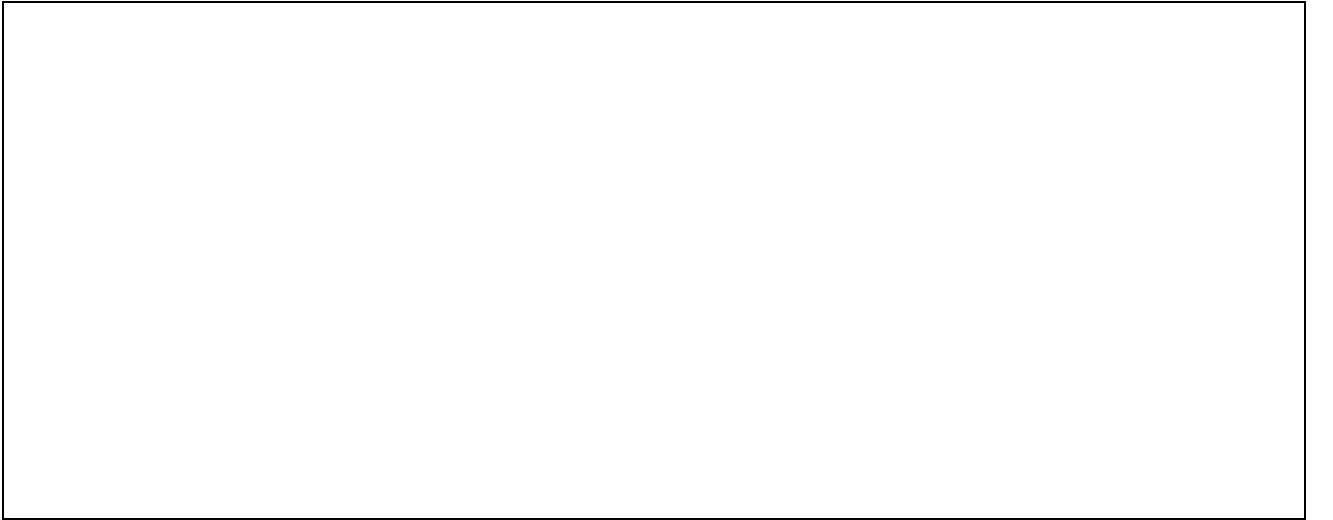
Soru 5. Endekslerin kullanım alanları nelerdir?

14. VADELİ İŞLEMLER PİYASALARI (TÜREV PİYASALAR)

Bu Bölümde Neler Öğreneceğiz?

- 14.1.**
- 14.2.**
- 14.3.**

Bölüm Hakkında İlgi Oluşturan Sorular



Bölümde Hedeflenen Kazanımlar ve Kazanım Yöntemleri

Konu	Kazanım	Kazanımın nasıl elde edileceği veya geliştirileceği

Anahtar Kavramlar

--

Giriş

1.VADELİ İŞLEMLER PİYASALARI (TÜREV PİYASALAR)

Finansal piyasalar, gerçekleştirilen alım-satım işlemi sonucunda el değiştiren kıymetlerin vadesine bağlı olarak spot ve türev piyasalar olmak üzere ikiye ayrılır.

- Spot piyasalar, belli miktarda bir mal veya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın işlemin ardından takas günü el değiştirdiği piyasalardır. İMKB bünyesinde faaliyet gösteren Hisse Senetleri Piyasası ve Tahvil ve Bono Piyasası ile Bankalararası Döviz Piyasası spot piyasalara örnek olarak verilebilir.

- Türev piyasalar, ilerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Vadeli piyasalarda işlem gören sözleşmeler spot piyasa işlemlerine göre daha karmaşık ve bu nedenle profesyonel yatırımcıya daha fazla hitap eden ürünlerdir. Özellikle küçük yatırımcıların türev ürünler hakkında yeterince bilgilendirilmeden işlem yapmaya başlamamaları daha sonra karşılaşılabilecek olumsuz sonuçların önlenmesi açısından yararlıdır.

- Türev piyasaların tanımı forward, swap, futures ve opsiyon işlemlerinin tamamını içermektedir. Esas itibarıyla, vadeli piyasalar kavramı türev piyasaları, vadeli işlem sözleşmesi kavramı “futures” sözleşmelerini, opsiyon kavramı da “options” sözleşmelerini ifade etmektedir. Daha çok tezgahüstü piyasada yapılmakta olan ve İngilizce adı forward olan sözleşmeler ise Türkiye’deki finansal piyasalar tarafından da “forward” olarak adlandırılmaktadır. Diğer taraftan, vadeli işlem sözleşmeleri (futures) ve opsiyon sözleşmeleri çoğunlukla organize borsalarda işlem görmekte, bunun doğal bir sonucu olarak da, vade, sözleşme büyüklüğü, teminat oranları, fiyat adımları gibi işlem kriterleri ilgili borsalar tarafından belirlenmektedir. Organize borsalarda işlem gören vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin standartlaştırılmasının en önemli nedeni piyasanın likit olmasını sağlamaktır.

- Vadeli işlem sözleşmesi, sözleşmenin taraflarına bugünden, belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti veya finansal göstergiyi alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmedir. Diğer taraftan, vadeli işlem sözleşmesine benzer özellikler taşıyan forward işlemlerin en temel özelliği, organize

borsalarda yapılmaması, dolayısıyla fiyat, miktar ve vade gibi unsurların standart olmayıp, tarafların karşılıklı anlaşmasıyla belirlenmesidir. Forward işlemlerde, doğal olarak, takas garantisi de bulunmamakta ve taraflar kredi riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Forward sözleşmelerin en temel avantajı ise alıcı ve satıcı taraflara ihtiyaçlarına göre vade, büyüklük vb. unsurları serbestçe belirleyebilme imkanını sağlamasıdır.

- Opsiyon sözleşmesi ise, opsiyon primi olarak tanımlanan bir meblağın alıcı tarafından satıcıya ödendiği ve alıcı tarafa işlemin yapıldığı tarih itibarı ile, belirlenen ileri bir tarihte veya opsiyonun tipine bağlı olarak söz konusu tarih öncesinde, üzerinde anlaşılan bir fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti veya finansal göstergesi opsiyonun tipine göre alma veya satma hakkını veren, buna karşılık satıcıya yükümlülük getiren sözleşmedir. Vadeli işlem sözleşmeleri kadar yaygın olmamakla birlikte, opsiyon sözleşmeleri de organize borsalar bünyesinde işlem görmekte, ancak tezgahüstü piyasada işlem gören opsiyon sözleşmelerinde de işlem hacmi yüksek seviyede gerçekleşmektedir.

14.1.Vadeli İşlem Piyasalarının Tarihçesi

14.1.1. Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Opsiyonlar

Bugünkü anlamda, organize borsalarda işlem gören vadeli işlem sözleşmelerine (futures) benzer ilk uygulama, 1697 yılında Japonya’da ortaya çıkmıştır. Japon feodal sisteminde toprak sahipleri, pirinç üretimlerini teminat göstererek, ekonomide para gibi kabul gören alındı-sertifikalari (certificates of receipt) çıkarmışlardır. Pirinç fiyatlarındaki oynamalara göre sertifikaların değerlerinin değiştiği gözlenince, spekülâtörler ile birlikte ilk vadeli işlem piyasası “Dojima Pirinç Piyasası” adı altında oluşmuştur. Ancak bu sertifikalar, fiziki pirinç teslimatına izin vermediğinden, zamanla pirinç spot piyasasında oluşan fiyatlarla vadeli piyasada oluşan fiyatların ilişkisi kopmuş ve aşırı spekülâtif hale gelmiştir. Bunun sonucu olarak 18. yüzyılda bir süre için Japon hükümetince yasaklanan vadeli işlemler, daha sonra fiziki teslimata izin verilen ve günümüz uygulamalarına benzer kurallar içeren daha sıkı düzenlemeler getirilerek tekrar başlatılmıştır.

Diğer taraftan, ABD’de 19. yüzyılda, gelişen sanayinin de etkisiyle çiftçilerin üretim kapasitelerinin artması ve ulaştırma-iletişim olanaklarının gelişmesi, yerel pazarlardan uluslararası pazarlara doğru genişlemeye yol açmıştı. Bu dönemde taşımacılık ve ticaretin merkezi Chicago şehriydi. Çiftçiler ve sanayiciler, ürünlerini ülke içi ve dışına pazarlamak için Chicago’daki piyasalara getirmekteydiler. 1830’larda henüz tren yollarının inşa edilmediği ve altyapının (buğday siloları gibi) yetersiz kaldığı bir ortamda, hasat zamanı ürünlerini aynı anda Chicago’ya getirmek zorunda kalan çiftçiler arz fazlası sorunuyla karşılaşıyorlardı. Bu durumdan kaçınmak isteyen daha kurumsallaşmış çiftçiler, ürünlerini önceden satmaya başladılar. Böylece çiftçinin fiyat riski, alıcıya transfer edilmekteydi. Gelecekte ürün teslimatını garantiye almaktan çok, fiyat değişimlerinden yararlanmak isteyen spekülâtörlerin de ortaya çıkmasıyla, çiftçinin fiyat riskini taşıyacak bir grup daha devreye girmiş oldu. Forward işlem olarak nitelendirilebilecek bu sözleşmelerin her iki tarafa da planlama kolaylıkları getirmesine karşın, taraflardan birinin taahhüdünü yerine getirmeme riski her zaman söz konusuydu. Ayrıca, ürünün kalitesi standart olmadığı için bir belirsizlik doğmaktaydı. Bu riskleri ortadan kaldırmak ve karşılaşılan sorunları çözmek amacıyla, 1848 yılında, tahıl üreticileri biraraya gelerek organize bir borsada vadeli işlemleri gerçekleştirmek için, Chicago Ticaret Kurulu’nu (Chicago Board of Trade-CBOT) kurdular. Bu gelişmenin ardından, 1851 yılında CBOT’deki ilk vadeli işlem sözleşmesi kayıtlara geçti. 1865 yılına kadar da futures işlemlerinin standartlaştırılmasına yönelik çalışmalar tamamlanarak tarımsal emtia vadeli işlem sözleşmelerinin kuralları belirlendi.

Modern anlamda opsiyon sözleşmeleri, ilk olarak 19. yüzyılda tezgah-üstü piyasalarda hisse senetleri üzerine alım ve satım hakkı sağlamak üzere düzenlenmiştir. Bununla beraber, 20. yüzyıla kadar opsiyon işlemleri ile ilgili fazla bilgi yoktur. 1900’lerin başında bir grup broker ve dealer biraraya gelerek, Satım ve Alım Opsiyonu Broker ve Dealerları Derneği’ni¹⁴ kurmuş ve bir opsiyon piyasası oluşturmuşlardır. Bu piyasada opsiyon alıcısı ve satıcısı söz konusu araçlar tarafından karşılaştırılıyor, eğer satıcı bulunamazsa opsiyon, bu araçlar tarafından satılıyordu. Araçlar arası bu tezgahüstü opsiyon piyasası, likidite eksikliğinin yanısıra araçların iflası durumunda yükümlülüklerin karşılanamaması riskini taşımaktaydı. Sonunda, mal üzerine vadeli işlem sözleşmelerinde dünyanın en eski ve en büyük borsası durumundaki

¹⁴ Put and Call Brokers and Dealers Association

Chicago Ticaret Kurulu¹⁵, hisse senetleri üzerine opsiyon sözleşmelerini işleme sunmak istemesine rağmen SEC'den (Securities Exchange Commission) izin alamayınca, hisse senedi opsiyonlarının işlem göreceği ilk organize opsiyon borsasını 1973 yılında, Chicago Opsiyon Borsası Kurulu¹⁶ (CBOE) ismi altında kurdu. Bu borsada işlemler, 26 Nisan 1973 tarihinde, 16 hisse senedi için düzenlenmiş alım (put) opsiyonları ile başladı. Satım (put) opsiyonları ise, 1977 Haziran ayında işleme sunuldu.

Ülkemizde henüz opsiyon sözleşmelerinin işlem gördüğü bir organize piyasa bulunmamaktadır.

14.1.2. Finansal Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Ortaya Çıkışı

Bretton-Woods anlaşmasının fiilen sona ermesini takip eden kur ve faiz dalgalanmalarının getirdiği riskten korunma ihtiyaçlarını karşılamak üzere, 1972 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde, yedi yabancı para birimi için düzenlenen vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği bir piyasa (IMM-Uluslararası Para Piyasası), Chicago Ticaret Borsası (CME-Chicago Mercantile Exchange) tarafından kuruldu. Böylece ilk finansal vadeli işlemler başlamış oldu.

Bu gelişmeyi takiben mali kesimde giderek artan ihtiyaçları karşılamak üzere Chicago Ticaret Kurulu (CBOT), faiz oranlarına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri hazırladı. Faiz oranına dayalı ilk sözleşme, 20 Ekim 1975 tarihinde, %8 faizli ve doğrudan-geçişli (pass-through) GNMA¹⁷ sertifikaları üzerine yazılarak, CBOT'da açılan pazarda işleme sunuldu. Diğer taraftan hisse senetleri endeksine bağlı vadeli işlem sözleşmeleri, büyük hisse senedi portföyleri taşıyan kişi ve kurumların hisse senedi fiyat riskinden korunma gereksinimlerini karşılamak amacıyla, ilk olarak 1982 yılında Kansas City Board of Trade tarafından, Value Line Bileşik Endeksi temel alınarak hazırlanıp işleme sunuldu. Aynı yıl CME, S&P 500 Endeksi'ne bağlı vadeli işlem sözleşmesini piyasaya sürerken, New York Futures Exchange tarafından hazırlanan NYSE

¹⁵ Chicago Board of Trade (CBOT)

¹⁶ Chicago Board Options Exchange (CBOE)

¹⁷ "Ginnie Mae Pass-Through" olarak da isimlendirilen bu menkul kıymetler, ABD'de Devlet Ulusal İpotek Birliği (GNMA) garantisinde çıkarılan ve ipotek senetlerinin oluşturduğu bir portföyü teminat gösteren kıymetlerdir. İpotek karşılığı kredili ev alanların, bankalarına yaptıkları ödemeler, ufak bir tutar komisyon dışında, doğrudan GNMA pass-through senedi yatırımcısına aktarılmaktadır. Bu anlamda, GNMA senetleri ülkemizde son yıllarda yaygın olarak yapılmaya başlanan menkul kıymetleştirme uygulamalarına benzemektedir.

Endeksi'ne dayalı vadeli işlem sözleşmesinin pazarı açıldı. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin içinde, günümüzde işlem hacmi en fazla olanları S&P 100 ve S&P 500 endeksleri üzerine yazılan vadeli işlem sözleşmeleridir.

Finansal vadeli işlem piyasalarının kurulması ABD'de gündeme geldiğinde, futures işlemlerini düzenlemekle görevli kamu kurumu olan CFTC'den (Commodities Futures Trading Commission) izin almak için öne sürülen ekonomik anlamda kullanım nedenleri aşağıdaki şekilde sunulmuştur:

- 1- Tahvil portföylerinin, faiz oranlarında oluşabilecek dalgalanmalara karşı korunması,
- 2- Gelecekte alınması planlanan borcun, güncel faiz oranına bağlanması,
- 3- Finansal piyasalarda faiz oranı riskinden korunma (hedging),
- 4- Kambiyo işlemleri riskinden korunma,
- 5- Faiz oranı dalgalanmalarına karşı sigorta sağlanması.

Bu nedenler bir bütün olarak incelendiğinde, bu piyasaların esas itibarıyla riskten korunma (hedging) amacı taşıdığı görülecektir.

Ülkemizde, çeşitli mal borsaları yanında para piyasalarında da yıllardır uygulanan forward işlemler, 1990 yılından itibaren peşin tahsil edilmeye başlanan stopaj ve kambiyo vergileri nedeniyle oldukça azalmış, yapılan işlemlerin büyük çoğunluğu kıyı bankacılığı merkezlerine (off-shore banking centres) kaymıştır. 1994 krizi sonrasında TCMB tarafından açılan döviz forward piyasası ise, daha çok kambiyo piyasasında kontrolü yeniden sağlamak amacıyla kullanılmıştır. İthal veya ihraç edilen ürünlerde (altın, pamuk vs.) karşılaşılabilecek risklerden korunmak maksadıyla yurtdışı vadeli işlem borsalarında yapılan işlemler ile vergiye tabi olmadan gerçekleştirilen forward işlemler dışında, ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon uygulaması konusunda ilk düzenleme 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" ile yapılmıştır. Bu düzenlemeyi müteakiben, 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete'de çıkarılan "İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği" ile İstanbul Altın Borsası'nda altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım-satımına ilişkin esaslar belirlenmiş, 29.01.1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete'de çıkarılan "İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyelikine İlişkin

Yönetmelik” ve “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik” ile de hisse senedi, faiz getirili menkul kıymetler, endeks ve diğer finansal göstergeler üzerine vadeli ve opsiyonlu işlemlerin yapılmasına ve takasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. İMKB Vadeli İşlemler Piyasası işlem ve takas esaslarını ve üyeliklerini düzenleyen söz konusu yönetmelikler 23.02.2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete yayımlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik”in 56. Maddesi ile yürürlükten kaldırılmış, daha sonra yeni yönetmelikler 19.07.2001 tarih ve 24467 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Mal üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ise, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından çıkarılan “Ticaret Borsaları Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği” çerçevesinde düzenlenmiştir.

Ülkemizde, organize türev piyasalarının kurulma çalışmaları çerçevesinde, 1994 yılında, İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü oluşturulmuştur. Organize bir finansal vadeli işlem ve opsiyon piyasasının oluşturulması ve bu piyasada çeşitli sermaye piyasası araçları ile finansal göstergelere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin düzenlenmesi amacıyla yapılan çalışmalar sonucunda 15 Ağustos 2001 tarihinde döviz (Amerikan Doları) üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır. 30 Aralık 2003 tarihinden itibaren de Euro üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır.

14.1.3. Vadeli Piyasalar Yatırımcılara Neler Sağlar?

- Vadeli piyasalar, sözleşmeye konu olan spot piyasalarda gelecekte ortaya çıkabilecek olumsuz fiyat değişimlerine karşı korunma imkanı sağlar.
- Finansal piyasalarda genel olarak fiyat oluşum mekanizmasının daha etkin çalışmasını sağlar. Vadeli piyasalar, alternatif yatırım imkanı demektir, bu nedenle mevcut piyasalara vadeli piyasaların da eklenmesi durumunda hem paranın piyasalardaki dolaşım hızı artar, hem de gelen bilgiler fiyatlara daha hızlı yansır.
- Vadeli piyasalarda alım satım komisyonları spot piyasalara göre genelde daha düşüktür, dolayısıyla yatırımcıların maliyetlerini azaltır.

- Vadeli piyasalar, genel olarak spot piyasaların daha likit olmasını sağlar. Olumsuz fiyat hareketlerine karşı korunma imkanı olan piyasalarda, spot piyasada işlem gören mal veya kıymetlere olan yatırımcı ilgisi de doğal olarak artar.
- Piyasa bilgisi olan, ancak sermayesi az olduğu için yeterince pozisyon alamayan veya kredili alım satım yapmak zorunda kalan yatırımcılara da küçük miktarda paralarla büyük pozisyonlar alma ve kaldıraç etkisi yardımıyla yüksek kazanç elde etme imkanı verir.
- Vadeli piyasalar portföy yöneticilerine, portföy çeşitlendirmesi ve dolayısıyla da riskin yayılması açısından değişik seçenekler sunar.
- Vadeli piyasalarda işlem gören ürünler kullanılarak spot piyasalarda işlem gören ürünlerinkine benzer getiri grafiği olan sentetik pozisyonlar oluşturulabilir. Bu özelliği nedeniyle vadeli piyasalar, piyasalarda etkinliğin artırılması ve spot piyasadaki fiyat dalgalanmalarının (volatilite) azaltılmasına yardımcı olur.

14.1.4. Borsalar Bünyesinde Kurulan Vadeli Piyasaların Takas İşlemleri

- Organize bir borsa bünyesinde işleyen ve standartlaştırılmış türev sözleşmelerin işlem gördüğü vadeli piyasaların takası, bütün alıcılara karşı satıcı, bütün satıcılara karşı ise alıcı gibi davranan merkezi bir takas kurumu tarafından yapılır. Böylece, bir vadeli işlem veya opsiyon sözleşmesine taraf olan herkes, sözleşme hak ve/veya yükümlülüklerini takas üyesi aracı kuruluşlar vasıtasıyla Takas Merkezi'ne karşı yerine getirirken, sözleşmenin sağladığı hakları da yine aracı kuruluşları yoluyla Takas Merkezi'nden talep edebilir. Bu açıdan, organize borsalarda gerçekleştirilen her vadeli işlem, Takas Merkezi'nin ve takas üyelerinin güvencesi altındadır.

Vadeli piyasalar netleştirme, takas, nakit uzlaşma ve teslimat açısından spot piyasalardan farklı özelliğe sahiptirler.

Takas Merkezi, günlük olarak uyguladığı hesap ayarlamalarında üyelerin ödeyememe riskine karşı, belirli bir oranda teminat hesabı açmalarını ister. Vadeli sözleşme ve opsiyon sözleşmesi alım satımlarında yükümlülük altına giren kişi teminat yatırır. Vadeli sözleşmede (futures) her

iki tarafın da yükümlülük altına girmesi nedeniyle her ikisinden de teminat alınırken, opsiyon işlemlerinde yalnızca opsiyon satıcısından teminat alınır. Teminat, yükümlülük yerine getirildiğinde veya pozisyon kapatıldığında geri alınabilir. Bu noktada opsiyon alıcısının sözleşmeyi kullanmama hakkı karşılığında opsiyon satıcısına verdiği para, teminat değil bir tür sigorta primidir. Opsiyon alıcısı sözleşmeyi kullanmak istemezse, verdiği primi geri alamaz. Vadeli işlemler piyasasında, takas kurumlarının kullandığı teminatlama sistemlerinde üç tane önemli teminat kavramı vardır. Bunlar aşağıda açıklanmıştır.

- **Başlangıç Teminatı (Initial Margin)**

Vadeli işlem piyasalarında işlem yapıldığında (alım ve satım emirlerinin karşılanması), söz konusu işlemin tescili için takas merkezi hesabına yatırılması zorunlu olan ilk teminata, başlangıç teminatı denir. Başlangıç teminatı genel olarak kolay paraya çevrilebilir menkul kıymet ve nakitten oluşur. Vadeli işlemlerde, işleme taraf olan üyenin pozisyonu kâr ettikçe elde ettiği kar, takas merkezi tarafından hesabına yatırılır. Başlangıç teminatının üzerine çıkan tutar, hesap sahibi tarafından çekilerek kullanılabilir. Vadeli piyasalarda pozisyon alan ve başlangıç teminatını yatıran taraf, bir süre sonra pozisyonunu kapatırsa teminatı serbest kalır ve takas merkezinden istediği zaman teminatı geri çekebilir.

Bazı uygulamalarda, vadeli işleme konu varlığın (genellikle finansal ürünler) Borsa veya Takas hesabına bloke edilmesi şartıyla, bu varlığın fiyat riskinden korunmak amacıyla gerçekleştirilen vadeli işlemlerden başlangıç teminatı alınmamaktadır. Bu durumda teminat, korunma işlemi yapılan mal veya kıymetin kendisi olmaktadır.

- **Sürdürme Teminatı (Asgari Teminat - Maintenance Margin)**

Vadeli piyasalarda pozisyon alan ve risk taşıyan üyelerin takas merkezi nezdinde yatırmış oldukları teminatlar takas merkezi tarafından sürekli izlenir ve piyasa fiyatlarına göre değerlendirilir. Piyasalardaki fiyat hareketleri alıcının lehine geliyorsa, alıcının teminat hesabı başlangıç teminatından elde edilen kâr kadar artırılırken, satıcının teminat

hesabı başlangıç teminatından uğranılan zarar kadar azaltılır. Eğer fiyat hareketi satıcı lehine geliyorsa bu durumda, yukarıdaki hesaplamanın tersi yapılır. Her seans sonrası yapılan güncelleştirme sonucu, sözleşme taraflarının başlangıç teminatlarının belirli bir seviyeye kadar

gerilemesine izin verilebilir. Bu düzeyin aşılmasıyla, zarar eden pozisyon sahibine başlangıç teminatını eski düzeyine çıkarması için teminat tamamlama çağrısı yapılır (margin call). Söz konusu güvenlik seviyesine, sürdürme teminatı veya asgari teminat denir.

- **c) Değişim Teminatı (Variation Margin)**

Sürdürme teminatı düzeyine gerileyen başlangıç teminatının, yeniden eski seviyesine çıkarılması için vadeli piyasalarda, zarar eden taraftan istenen tutara değişim teminat (variation margin) denir. Teminat tamamlama çağrısı yapılan tarafın bu çağrıya olumlu cevap verememesi, yani gerekli teminatı yatıramaması durumunda önceden belirlenmiş ve duyurulmuş kurallara göre söz konusu sözleşmelerin tasfiyesi sürecine başlanır. Böylece, herhangi bir ödeyememezlik durumu, vade sonu beklenmeden takas merkezi tarafından tespit edilerek, sistemin bütünlüğünün riske edilmesi engellenir.

Borsalar ve takas merkezleri arasındaki tarihsel ilişki incelendiğinde, vadeli işlem borsalarının özellikleri gereği, mevcut taahhütlerin yerine getirilmeme riskinin nakit piyasalara göre daha fazla olduğu, bu nedenle etkin takas sistemlerinin kurulduğu anlaşılmaktadır. Dünya uygulamaları incelediğinde iki çeşit takas sisteminin var olduğu görülür.

- i) Bağımlı (mutual) Takas Merkezleri :**

Yalnızca bir tek borsaya hizmet veren ve bu borsa bünyesinde veya bir anonim şirket şeklinde kurulan takas merkezleridir

- ii) Bağımsız (independent) Takas Merkezleri :**

Herhangi bir borsaya bağlı olmayan, özerk bir yapı halinde kurulan, ve birden fazla borsaya takas hizmeti veren kurumlardır (İngiltere’de London Clearing House, Amerika Birleşik Devletleri’nde Option Clearing Corporation).

Piyasalarda risklerin iyi takip edilmesi ve güçlü takas kurumları yaratılması amacıyla, günümüzde ikinci tip takas merkezlerinin daha önem kazandığı gözlemlenmektedir.

Bir vadeli işlemler piyasasında, işlem yapmaya yetkili borsa üyelerinin hepsi takas üyesi olmayabilir. Takas üyesi olmak için ayrıca bazı özellikler aranabilir. Takas üyeleri, takas merkezi nezdinde açtıkları hesaplarla, işlem sonuçlarını ve teminatlarını izlerler. Diğer yandan, özellikle ABD’de, takas üyelerinin, yükümlülüklerini yerine getiremeyen diğer takas üyelerinin neden olabileceği zararlara karşı da ortak garantileri bulunmaktadır.

Piyasada işlem yapan üyeler, eğer takas üyesi değilse, takas üyesi nezdinde açtıkları kurum hesapları vasıtasıyla takas hizmetinden yararlanırlar. Borsa üyesinin müşterileri ise, borsa üyesi nezdinde açtırdıkları hesaplarla işlemlerini sürdürürler. Böylece iletişim, tabandan tavana doğru, Müşteri - Borsa Üyesi - Takas Üyesi - Takas Merkezi şeklinde sağlanmaktadır. Bazı borsalarda müşteri, doğrudan takas üyesi ile de işlem yapabilmekte, bilgisayar teknolojisindeki gelişmelerin sağladığı olanaklar sayesinde işlemler, takas merkezlerinde müşteri bazında açılan hesaplarla da izlenebilmektedir.

14.1.4.1.Vadeli İşlem Sözleşmesinin (Futures) Özellikleri

- Vadeli işlem sözleşmesi, herhangi bir ürün (pamuk, pirinç, buğday gibi), finansal gösterge (hisse senetleri endeksi gibi), menkul kıymet (hisse senedi, tahvil, bono gibi), yabancı para (dolar, euro gibi) veya kıymetli maden (altın, bakır, platin gibi) üzerine düzenlenebilir.
- Vade sonunda standartlaştırılmış şartlar çerçevesinde taraflar nakit uzlaşma veya fiziki teslimat yoluyla yükümlülüklerini yerine getirirler. Düzenleyici otoriteler, vadeli işlem sözleşmelerinin asgari unsurlarını belirler. Vadeli işlem sözleşmesinin standart unsurları aşağıda belirtilmiştir.

Sözleşmeye Konu Ürün/Menkul Kıymet/Finansal Gösterge: Vadeli işlem sözleşmesinin üzerine düzenlendiği pamuk/hisse senedi/endeks gibi ürünler.

Sözleşmenin Vadesi: Sözleşmeye konu ürünün nakit uzlaşmasının veya fiziki takasının yapılacağı zamandır. Genellikle standart vadeler; Ocak, Şubat ve Mart döngüleri olarak belirlenmekle birlikte, bu konuda farklı ülkelerde farklı uygulamalar olabilmektedir.

a. Ocak Döngüsü: Ocak, Nisan, Temmuz, Ekim

b. Şubat Döngüsü: Şubat, Mayıs, Ağustos, Kasım

c. Mart Döngüsü: Mart, Haziran, Eylül, Aralık

Sözleşme Büyüklüğü: Sözleşmeye konu ürünün standartlaştırılmış minimum işlem miktarıdır.

Teslim Şekli: Vade sonunda teslimatın fiziki teslim veya nakit uzlaşma yöntemlerinden hangisi yoluyla yapılacağını ifade eder.

Uzlaşma Fiyatı: Sözleşme türü bazında belirlenen ve hesap bazında günlük kar/zarar ve teminat yükümlülüklerinin hesaplanmasında kullanılan fiyattır.

Son İşlem Günü: Vadeli işlem sözleşmesinin vade bitiminden önce işlem yapılabilen son işgünüdür.

Teminat Oranları: Vadeli işlem sözleşmesinde pozisyon alanların, işlemin başlangıcında ve pozisyon tutulurken hesaplarında bulundurmaları gereken başlangıç ve sürdürme teminat oranlarıdır.

Fiyat Adımları: Vadeli işlem sözleşmesinde, sözleşme fiyatında gerçekleşebilecek en küçük fiyat hareketidir.

Günlük Fiyat Hareket Limitleri: Vadeli işlem sözleşme fiyatının bir gün içinde aşağı veya yukarı doğru hareket edeceği fiyat bandıdır.

Pozisyon Limitleri: Vadeli işlem sözleşmesinde bir firmanın veya hesabın sahip olacağı maksimum pozisyon sayısıdır.

- Vadeli işlem sözleşmesinde alıcı, Borsa tarafından önceden belirlenmiş bulunan standart sözleşme şartlarına uygun olarak, sözleşmede belirtilen miktarda bir kıymeti sözleşme vadesinde alma yükümlülüğüne girer.
- Vadeli işlem sözleşmesinde satıcı, Borsa tarafından önceden belirlenmiş bulunan standart sözleşme şartlarına uygun olarak, sözleşmede belirtilen özellik ve miktarda bir kıymeti sözleşme vadesinde satma yükümlülüğüne girer.
- Vadeli işlem sözleşmesinin yapıldığı tarihten itibaren, vade sonuna veya pozisyonun kapatıldığı tarihe kadar her gün taraflar arasında tesis edilen teminat oranları çerçevesinde nakit transferi gerçekleşir. Alıcı ve satıcının piyasada anlaştığı fiyat, sözleşme vadesinde alıcının satıcıya vadeli sözleşme başına ödeyeceği tutardır.
- Vadeli işlem sözleşmesinde taraflar birbirine karşı değil, Takas Kurumu'na karşı sorumludur. Bu nedenle, taraflar açısından kredi riski yoktur.
- Vadeli işlemler piyasasında tek başına uzun veya kısa pozisyon alınabileceği gibi “yayılma pozisyonu” olarak tanımlanan bir kombinasyon da oluşturulabilir. Yayılma pozisyonları temelde ikiye ayrılır.
- “Takvim Yayılma (Calendar Spread)” pozisyonu, aynı anda, yakın vadeli sözleşmenin satılması ve daha uzak vadeli sözleşmenin satın alınması suretiyle veya aynı anda, yakın vadeli sözleşmenin satın alınması ve daha uzak vadeli sözleşmenin satılması suretiyle alınır. “Ürünlerarası Yayılma Pozisyonu (Intercommodity Spread)” ise, fiyatları birbirleri ile paralel hareket eden ürünlerden birinde uzun diğerinde kısa pozisyon alınması demektir.
- Örneğin, bir yatırımcı, farklı vadelerde iki ayrı vadeli işlem sözleşmesi arasındaki fiyat farklılıklarında bir değişim olacağını düşündüğü zaman “takvim yayılma pozisyonu”na girer. Bu nedenle yatırımcı açısından karar verme kriteri, fiyat hareketinin yönü değil, söz konusu iki sözleşme arasındaki fiyat farklılığının düşük veya yüksek olup olmayacağı hususudur.

14.1.5. Vadeli İşlem Sözleşmesinin Fiyatını Etkileyen Temel Faktörler

- Vadeli işlem sözleşmesinin fiyatı genel olarak; ilgili ürünün veya kıymetin spot piyasa fiyatı, geleceğe ilişkin beklentiler, faiz oranı, vadeye kalan gün sayısı, elde edilen nakit akımları (temettü, faiz vb.) ve depolama maliyetleri gibi çeşitli unsurların etkisi altındadır. Aşağıda sırasıyla endeks vadeli işlem sözleşmesi ile döviz vadeli işlem sözleşmesinin fiyatını etkileyen faktörler gösterilmektedir.

14.1.6. Vadeli İşlem Sözleşmelerinde İşlem Yapan Yatırımcı Tipleri

- Vadeli piyasalarda işlem yapan yatırımcılar üç ana grup altında toplanabilir. Bunlar;
 - a. Riskten korunmak isteyenler
 - b. Spekülatörler
 - c. Arbitrajcılar
- Riskten korunmak isteyen yatırımcılar, bir sermaye piyasası aracı, döviz, kıymetli zrbitrajcılar devreye girerek ucuz olan piyasada alış, pahalı olan piyasada satış yaparak piyasaları dengelerler. Bu faaliyetler piyasaların birbirleriyle uyumlu ve dengeli hareket etmesini ve gerçekçi fiyat oluşumunu sağlar. Etkin piyasalarda arbitraj işlemleri ile risksiz kâr elde etme imkanı genel olarak mümkün değildir.

14.1.6.1. Çapraz Korunma

Fiyatındaki olumsuz değişimlerden korunmak istenen ürünü en iyi koruyacak vadeli işlem sözleşmesi aranırken uygulanan bir yöntem de, eldeki spot portföy ile en yüksek fiyat korelasyonuna sahip vadeli işlem sözleşmesinin seçilmesi ve kullanılmasıdır. Eğer en iyi fiyat korelasyonunu veren vadeli işlem sözleşmesi korunacak varlığı baz almamış ve başka bir varlık için yazılmışsa, bu vadeli işlem sözleşmesinin riskten korunmada kullanılması işlemine “Çapraz Korunma” denir. Vadeli işlem pazarı bulunmayan bir varlığın, vadeli işlem pazarı bulunan benzer bir varlığa ait vadeli işlem sözleşmeleriyle çapraz korunma işlemleri de yapılmakta olup, yurtdışı uygulamalarında çok yaygındır. Örneğin, arpa üreten bir çiftçi ürettiği mahsulün fiyatının gelecekte düşeceğinden korkuyorsa ve satış fiyatını şimdiden belirlemek istiyorsa arpa üzerine düzenlenen vadeli sözleşme satmalıdır. Ancak, eğer piyasada arpa üzerine vadeli sözleşme alınıp satılmıyor, buğday üzerine sözleşmeler işlem görüyorsa, aralarındaki korelasyonun yüksek olması koşuluyla, çiftçi, arpa yerine buğday vadeli sözleşmesi satarak çapraz korunma sağlayabilir. Çapraz korunma işlemi yapılırken, eldeki spot portföye karşılık vadeli piyasada ne kadarlık bir pozisyon alınacağına hesaplanmasında, korunan ve koruyucu araçların arasındaki korelasyon dikkate alınır.

14.1.7. Vadeli İşlem Piyasalarında Spekülasyon

14.1.7.1. Düz Pozisyon Spekülasyonu

- Vadeli işlem sözleşmesinin değerine göre düşük olan başlangıç teminatı miktarı, sözleşmeye konu menkul kıymetin değerinde meydana gelen değişikliklerin etkisini şiddetlendirir ve güçlü bir kaldıraç etkisi yaratır. Bu kaldıraç etkisi spekülâtörler için piyasayı cazip kılar.

14.1.8. Opsiyon Sözleşmesi Nedir?

Opsiyon sözleşmesi, alan tarafa, üzerine opsiyon yazılan mal veya kıymeti gelecekte belirli bir tarihte veya tarihe kadar, belli bir fiyattan, belirlenen miktarda alma veya satma hakkını sağlayan sözleşmedir. Dolayısıyla opsiyon sözleşmesi, alıcı taraf açısından bir hak sağlamakta, buna karşılık satıcı tarafı bu hakkı satan taraf olarak yükümlülük altına sokmaktadır. Alıcı taraf, opsiyon sözleşmesiyle tanınan hakkı satın alırken bunun için bir para öder, bu paraya opsiyon primi denir. Bu primi alan taraf ise satıcı taraftır. Opsiyon sözleşmeleri sigorta primi ödenmesi işlemine çok benzer. Evin yanması veya hırsızlık gibi risklerin getirebileceği zararlara karşı, evler ve içindeki eşyalar sigorta şirketlerine belirli bir süre boyunca sigorta ettirilerek, bunun karşılığında sigorta primi ödenir. Eğer ev yanar veya hırsızlığa uğrarsa, sigorta şirketi primi ödeyen sigortalının zararını tazmin eder. Bir portföy yöneticisinin, spot piyasada meydana gelebilecek olumsuz gelişmelere veya fiyat düşüşlerine karşın, portföyü üzerinden gerçekleştirilecek zararı en aza indirmek veya belli bir seviyede sabitlemek amacıyla opsiyon sözleşmesi (satım opsiyonu **-put option-**) satın alması ve bunun karşılığında prim ödemesi işlemi, temelde yukarıda anlatılan ev sigortalama işlemine oldukça benzemektedir. Opsiyon sözleşmesi satın alan portföy yöneticisinin yaptığı işlem de finans literatüründe “portföy sigortalama” (Portfolio Insurance) olarak adlandırılmaktadır.

14.1.9. Opsiyon Terimleri

Avrupa Tipi Opsiyonlar: Opsiyonu alan tarafın, sözleşmeye konu mal veya kıymeti satın alma veya satma hakkını sadece vade sonunda kullanmasını sağlayan opsiyonlardır.

Amerikan Tipi Opsiyonlar: Vade sonu da dahil olmak üzere opsiyon alıcısına istediği zaman hakkını kullanma imkanını sağlayan opsiyonlardır.

Opsiyonlara kullanım sürelerine göre Amerikan tipi veya Avrupa tipi denmesinin sebebi bu opsiyonların Avrupa veya Amerika’da alınıp satıldığını göstermemektedir. Günümüzde gerek Amerika Birleşik Devletleri’ndeki, gerekse Avrupa’daki vadeli piyasalarda her iki tip opsiyon da işlem görmektedir.

Alım Opsiyonları: (Call Options) Opsiyonu alan tarafa, sözleşmeye konu mal veya kıymeti önceden belirlenmiş bir fiyattan (kullanım fiyatı), satın alma hakkını sağlayan opsiyonlardır.

Satım Opsiyonları: (Put Options) Opsiyonu alan tarafa, sözleşmeye konu mal veya kıymeti, önceden belirlenmiş bir fiyattan (kullanım fiyatı) satma hakkını veren opsiyonlardır.

Kullanım Fiyatı: (Exercise Price, Strike Price) Sözleşmeye konu mal veya kıymetin, opsiyon kullanıldığında, alınıp satılacağı fiyattır.

Kullanım: Opsiyonu alan (Uzun) tarafın kendisine ait olan hakkı kullanması işlemidir.

Vade Sonu: Opsiyonu kullanma hakkının son günüdür.

14.1.10 .Opsiyon Piyasası İşlemleri

Opsiyon sözleşmesi satın alan tarafın vade sonuna kadar üç alternatifi vardır:

- Almış olduğu opsiyonu satabilir.
- Opsiyonu kullanabilir
- Kullanım süresi dolana kadar bekler ve kullanmaz, dolayısıyla verdiği opsiyon primi kadar zarar eder.

Opsiyonu satan (yazan) tarafın da üç alternatifi vardır.

- Satmış olduğu opsiyon sözleşmesini satın alabilir, böylelikle pozisyonunu kapatmış olur.
- Opsiyonu sattığı taraf hakkını kullanmak isterse yükümlülüğünü yerine getirir.
- Kullanım süresi dolana kadar opsiyonu alan taraf hakkını kullanmazsa aldığı opsiyon primini kâr olarak kayıtlarına geçirir.

14.1.11. Opsiyon Fiyatının (Opsiyon Primi) Belirlenmesi:

Opsiyon fiyatlama yöntemleri, oldukça matematiksel ve karmaşıktır. Opsiyon fiyatlarının belirlenmesinde temel olarak Black & Scholes ve Cox, Ross & Rubinstein modelleri olmak üzere iki temel hesaplama yöntemi kullanılmaktadır. Genel olarak Avrupa tipi opsiyonların fiyatlamasında Black & Scholes formülü, Amerikan tipi opsiyonların fiyatlamasında ise Cox, Ross & Rubinstein formülü kullanılmaktadır. Her iki formülde de dikkate alınan ve opsiyon fiyatının hesaplanmasında kullanılan kriterler şunlardır.

- Opsiyon sözleşmesine konu mal veya kıymetin spot fiyatı
- Kullanım fiyatı
- Vade sonuna kadar kalan zaman
- Risksiz faiz oranı
- Yıllık standart sapma (Volatilite)

Opsiyon fiyatlama yöntemleri değerlendirilirken dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, yukarıdaki kriterler kullanılarak elde edilen opsiyon fiyatlarının teorik fiyatlar olduğu gerçeğidir. Pratikte piyasa dinamiklerinin teorik kalıplara uymadığı tüm piyasalarda gözlemlenmektedir. Bu durum, opsiyon fiyatlarında da kendini göstermekte ve opsiyon piyasasında gerçekleşen fiyatlar teorik fiyatlardan sapmalar gösterebilmektedir.

14.1.12. Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerine Konu Ürünlerde Aranan Temel Özellikler

Borsalar, vadeli işlem sözleşmeleri ile bu sözleşmelerin işlem göreceği pazarları oluştururken, vadeli işlemin temel alacağı ürünün belli özelliklere sahip olmasını beklerler. Vadeli işlem sözleşmelerinin piyasa tarafından aranan ürünler olması için, üzerine vadeli işlem sözleşmesi düzenlenen ürünlerin aşağıdaki şartları sağlaması gerekmektedir:

- 1- Etkin ve derin bir nakit piyasanın varlığı (Zaman zaman derin bir spot piyasası olmayan ürünlerin üzerine de türev işlemler yapılmaktadır.)

- 2- Değişken fiyatlar (volatility)
- 3- Nakit piyasa fiyat düzeyine ilişkin etkin bilgi akışının olması
- 4- Üyelerden güçlü destek ve talep
- 5- Teslimat tarihi geldiğinde, teslimata yetecek kadar ürünün bulunabilmesi
- 6- Engelleyici kuralların olmaması
- 7- Nakit (spot) ürünün homojen olması
- 8- Spot piyasada oluşan bir ihtiyacın karşılanması.

14.1.13. Vadeli İşlem Sözleşmelerine Konu Teşkil Eden Ürünler

Vadeli işlem sözleşmelerinin temel aldığı ürünler (veya varlıklar), genel bir sınıflamayla iki gruba ayrılabilir.

a- Finansal varlıklara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri

- i- Uzun Dönem Devlet Tahvilleri
- ii- Orta Vadeli Devlet Tahvilleri
- iii- Kısa Dönem Faiz Oranına bağlı varlıklar
- iv- Döviz Kurları (Currencies)
- v- Tek tek hisse senetleri için hazırlanan vadeli işlem sözleşmeleri
- vi -Endeks üzerine düzenlenen vadeli işlem sözleşmeleri
- vii -Enflasyon oranı ve Tüketici fiyat endeksi gibi ekonomik ve hava durumu gibi ekonomik olmayan diğer değişkenler üzerine hazırlanan vadeli işlem sözleşmeleri.

b- Çeşitli mallar üzerine vadeli işlem sözleşmeleri

- i- Tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri
 - Soya fasulyesi (soybeans)
 - Domuz iškembesi (pork bellies)
 - Mısır (corn)

- Canlı sığır (live cattle)
- Besi sığırı (feeder cattle)
- Soya fasulyesi yağı (soybean oil)
- Kakao (cocoa)
- Kahve (coffee)
- Portakal suyu (orange juice)
- Şeker (sugar)
- Buğday (wheat)
- Yulaf (oats)
- Soya fasulyesi unu (soybean meal)
- Canlı domuz (live hogs)
- Kereste (lumber)
- Deniz mahsülleri (seafood)

ii- Doğal kaynaklara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri

- Altın (gold)
- Gümüş (silver)
- Ham petrol (crude oil)
- Isınmada kullanılan petrol (heating oil)
- Alüminyum (aluminum)
- Bakır (copper)
- Paladyum (palladium)
- Platinyum (platinum)

Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından 2001 yılı Ağustos ayında yayımlanan bir araştırmaya göre tüm piyasalarda işlem gören türev ürünlerin toplamı 110 trilyon Amerikan Doları olup, bunun yaklaşık 15 trilyon doları organize borsalar bünyesinde, 95 trilyon dolarlık kısmı da

tezhahüstü (OTC) piyasalarda işlem görmektedir. Borsalar bünyesinde işlem gören vadeli enstrümanlar, standartlaştırılmış olmaları dolayısıyla tezhahüstü ürünlere göre çok daha az sayıda ve çeşitliliktedir. Ancak bu özellik nedeniyle borsalarda işlem hacmi ve dolayısıyla likidite, tezhahüstü piyasalara göre çok daha fazladır. Bunun doğal bir sonucu olarak da, piyasada ürünlerin gerçek fiyatını yansıtmakta en önemli gösterge olarak borsalar bünyesindeki piyasalarda oluşan fiyatlar dikkate alınmaktadır. 2000 yılı sonu itibarıyla yayımlanan istatistikler incelendiğinde faize ve sabit getirili enstrümanlara dayalı türev sözleşmelerin, toplam rakamın oldukça büyük bir oranını oluşturduğu görülmektedir. Faize dayalı türev ürünlerin toplam işlem hacmindeki payı tezhahüstü piyasada % 67, borsalar bünyesinde çalışan organize piyasalardaki payı % 88 civarındadır. Diğer taraftan, tüm türev piyasalarda son yıllarda daha fazla kurumsal ve bireysel müşteri ağırlığı hissedilmekte, aracı kuruluşlar arasındaki portföy işlemlerinin payında azalma gözlemlenmektedir.

14.2. Yatırım Ve Risk

Hayatımızda "risk" kelimesini bir hayli sık kullanırız ama birisine bu kavramı bize tanımlamasını istediğimizde zorlandığımızı görürüz. Riski, "istenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığı" olarak tanımlayabiliriz. Riskin kökeninde (herhangi bir karar verildiği anda) gelecekteki olaylar hakkında kesin bilgiye sahip olunmaması yatar. Piyasada riski, "getiri oranındaki belirsizlik veya dalgalanma" olarak açıklayanların bulunduğunu da belirtmek yarar vardır.

Bu bölümün başlığı her ne kadar "Yatırım ve Risk" ise de, ana konumuz olan sermaye piyasasında, risk ile sadece yatırım yapıldığında karşılaşıldığından kimse bahsedemez. Açığa satış yapan (short sale), kredili menkul kıymet alan (margin trading), opsiyon (option) ve vadeli işlem (futures) yapan, hatta parasını atıl tutan kişi veya kuruluş bile belirli riskleri üstlenmektedir. Sermaye piyasasında var olan tüm bu davranış biçimlerini, "yatırım" kavramının içine koymak mümkün olmadığından, bunlar yerine aşağıda genellikle "kıymet" kelimesi kullanılmıştır.

Risk her alanda vardır ve her kıymet veya davranış biçiminde farklı dereceldedir. Sermaye piyasasında;

a) Sadece yatırım yapılan kıymete ait özel risk (nonsystematic risk) ve

b) Tüm kıymetleri etkileyen genel riskten (systematic risk)

bahsedilir. Burada bu iki kavram yerine, riskleri detaylı olarak inceleyeceğiz.

14.2.1. Likidite Riski (Liquidity Risk, Marketability Risk)

Sahip olunan kıymetin, istenildiğinde paraya (nakde) çevrilememesini veya bu işlem gerçekleştirilirken bazı zorluklarla karşılaşılması sonucu, kıymetin cari piyasa değerinin altında elden çıkarılmasını ifade eder. Bu iki durum, acil olarak paraya ihtiyaç duyulduğunda (özellikle gelecekteki harcamalarını iyi hesaplamadan yatırım yapmış olan kişi veya kuruluşlar için) söz konusu olmamalıdır.

Gerek ortaklık sağlayan, gerekse borçluluk veya alacaklılık ifade eden yatırım araçlarında var olabilen likidite riski, sahip olunan kıymet ve bunun işlem gördüğü ikinci el piyasa ile yakından ilişkilidir. Benzer veya standart özelliklere sahip kıymetlerin işlem gördüğü, hem alıcı, hem de satıcı sayısının fazla olduğu sürekli ve aktif piyasalarda likidite riskinin üzerinde genellikle pek durulmaz. Likidite riski, yatırımcının elindeki kıymet sayısı, bunların toplam piyasa değeri ve mülkiyet hakkı devir işlemlerinin masraflı veya zahmetli olması ile de yakından ilgilidir. Kısa vadeli kıymetlerde likidite riski uzun vadelilere göre genellikle daha azdır.

14.2.2. Yeniden Yatırma Riski veya Vade Riski (Reinvestment Risk)

Bu risk, yatırım sonunda veya yatırım devam ederken elde edilen kazançlar yeniden yatırılacaksa söz konusudur. Dolayısıyla elde edilen kazanç tüketilecek ise bu risk yoktur.

Hisse senetlerinde, yeniden yatırma riski, temettü kazancı elde edildiğinde söz konusu olur. Bu risk, temettü tutarının fiyata oranla yüksek olduğu durumlarda veya sahip olunan hisse senedi sayısı ile bağlantılı olarak önemli miktarda temettü kazancı elde eden yatırımcı için önemlidir.

Sabit getirili yatırım araçlarında ise (özellikle kupon ödemelerinde) vadenin yatırımcının elde tutma süresinden az olduğu durumlarda, bu risk hem kupon, hem de anapara ödemesi için söz

konusu olur. Örneğin, 6 ay sonra ihtiyaç duyulacak bir para ile 3 ay vadeli hazine bonosuna yatırım yapan kişi veya kuruluş, anapara ödemesi geldiğinde, söz konusu miktarı hangi getiri ile yeniden yatıracığını bilememektedir. Bu sebepten dolayı, sermaye piyasasında yatırım araçlarından bahsederken, üzerinde anlaşılan getiri gelecekte de aynen sağlanacağı varsayımıyla "bileşik getiri" hesaplanmaktadır. İkinci bir örnek olarak, piyasadaki faiz oranı %70 iken, % 75 kupon faizli beş yıl vadeli özel sektör tahviline yatırım yapıldığı durumu ele alalım. Bir yıl sonra 1TL'ye 0,7 TL alındığında, piyasadaki faiz oranı %60'a düşerse, kupon geliri daha önceki ile aynı getiri oranından yatırılamayacaktır.

14.2.3. Finansal Risk (Financial Risk) veya Ödememe Riski (Default Risk)

Yatırım yapılan kıymeti ihraç eden şirketin mali yükümlülüklerini (faiz, kupon ve anapara ödemeleri gibi) yerine getirememesi veya ödemede gecikme olma olasılığını belirtir. Bu risk tamamiyle şirketin borçlanmasına bağlı olup, vade uzunluğu ve borçlanma şartları ile yakından ilgilidir.

Finansal risk, hem özel, hem de kamu kuruluşlarında vardır ama, devlet güvencesi sebebiyle, kamu kuruluşlarında bu riskin daha az olduğundan bahsedilebilir. Finansal risk, borçlanma yerine tümüyle özkaynak ile finansmanı tercih eden kuruluşların ihraç ettiği kıymetlere yatırım yapılması ile yok edilebilir.

14.2.4. İşletme Riski (Business Risk)

Yatırım yapılan kıymeti ihraç eden kuruluş veya işletmenin faaliyetlerinde oluşabilecek olumsuz durumlar sebebiyle karşılaşılan arzu edilmeyen sonuçları ifade eder.

Bu riskin aşağıda belirtilenler gibi çeşitli nedenleri olabilir;

Yönetim hataları; mal üretimindeki veya hizmetlerdeki aksaklıklar; bunların tüketicilere ulaştırılmasında yaşanan arzulanmayan olaylar; sektörde yaşanan rekabet nedeniyle işletmenin

satışlarının azalması; işletmenin satışlarının, alacaklarının veya borçlarının TL dışında bir para birimi bazında olması sebebiyle, kurlar arasındaki olumsuz değişimler.

İşletme riski, gelirin büyük bölümünü sadece tek bir ürün veya hizmetten sağlayan kuruluşlarda (çeşitlendirme yapılmaması sebebiyle) önemlidir. Dolayısıyla söz konusu riski bir ölçüde azaltmak için, gelirlerinde ve faaliyet konularında çeşitlendirme yapabilmış kuruluşların seçilmesi yararlıdır. Devlet güvencesi altında olan yatırım araçlarına yönelmesi ile de bu riskten kurtulanacağından bahsedilebilir. Bu özellikteki kıymetlerin getirileri, diğer kıymetlere yatırım yaparken ana kriter olarak kullanılır.

İşletme riski, yatırım yapılan kıymeti ihraç etmiş kuruluşa borç veren açısından incelendiğinde, uzun vadeli kredilerde genellikle daha yüksektir.

14.2.5. Faiz Oranı Riski (Interest-Rate Risk)

Yatırım yapılan kıymetin fiyatının (dolayısıyla getirisinin) piyasadaki faiz oranlarından olumsuz olarak etkilenmesi durumunu ifade eder. Hisse senetlerinde de olan bu risk, daha çok tahvil benzeri kıymetler için söz konusudur.

Piyasadaki faiz oranlarının değişmesi, kupon ödemelerini ve tahvilin piyasa değerini etkiler. Bu risk, özellikle değişken faizli tahvillerde önem kazanır.

14.2.6. Enflasyon Riski (Inflation Risk, Purchasing-Power Risk)

Bu risk, yatırımcı tarafından arzulanmayan bir reel getiri oranının gerçekleşme olasılığını ifade eder. Uzun vadeli veya çeşitli zamanlarda elde edilen getirinin sabit olduğu yatırımlarda bu risk daha da önem kazanır.

Sermaye piyasasındaki her yatırımcının gelecek için farklı enflasyon beklentileri vardır. Bu yatırımcılar için önemli olan, geçmişteki bir dönem içinde gerçekleşen enflasyon oranı değil,

yatırım devam ettiği süre içindeki enflasyon oranıdır. Bu oran, nominal getiriden reel getirinin hesaplanmasını sağlar.

Enflasyon riski, yatırım yapıldığı anda, vadeye kadar nominal getirisi (yield-to-maturity) kesin olarak bilinen hazine bonolarında bile vardır. Bunun sebebi, hazine bonosunun elde tutulduğu süre içinde gerçekleşecek olan enflasyon oranının bilinmemesidir.

14.2.7. Kur Riski (Exchange-Rate Risk)

Yatırım yapan kişi veya kuruluşun, farklı para birimleri üzerinden alacaklanması, borçlanması veya herhangi bir kıymete yatırım yapması gibi çok özel durumlarda üstlenilen risktir.

Yatırımcıların, sahip oldukları fonlarını, gerek yaşadıkları, gerekse diğer ülkelerdeki piyasalarda işlem gören, yabancı para birimlerini esas alan kıymetlerde değerlendirmeleri durumunda bu risk söz konusu olur.

Günümüzde, sermaye ve para piyasalarında artan globalleşme karşısında, ülkelerarası fon hareketlerinin hızlanması sonucu, kur riskinin önemi daha da belirginleşmiştir.

14.2.8. Riske Genel Olarak Bakış

Yukarıda sayılan riskler, yatırım yapılması düşünülen her kıymet için elden geldiğince detaylı şekilde belirlenmeli ve alım, satım veya elde tutma kararı/tavsiyesi verilirken kesinlikle dikkate alınmalıdır.

14.2.9. Sermaye Arttırımı ve/veya Temettü Dağıtımını Gününden Önceki Verilerin Düzeltilmesi

Sermaye arttırımı ile temettü ödemesi gerçekleştiğinden sonra, hisse senetlerinin fiyatlarında düşüşlerin meydana gelmesi normaldir. Bu düşüşün sebebi, sermaye arttırımı nedeniyle şirketin hisse senedi sayısının veya temettü ödemesi nedeniyle hisse senedinin üzerinde taşıdığı hakların değişmesidir. Fiyatlarda bu sebeplerden dolayı bir düşüş meydana geldiğinde, tüm fiyatları aynı bazda ifade edip karşılaştırmak gerekir. Bu işlemde, sermaye arttırımı ve/veya temettü ödemesi

gününden önceki tüm fiyatları, aşağıdaki formülü kullanarak düzeltip, bölünme sonrası oluşan fiyatlarla karşılaştırmak uygun olur.

$$\text{Düzeltililecek Fiyat} - \text{TEM} + (\text{RHKF} \times \text{BDL})$$

$$\text{Düzeltilmiş Fiyat} = \frac{\text{Düzeltililecek Fiyat} - \text{TEM} + (\text{RHKF} \times \text{BDL})}{1 + \text{BDL} + \text{BDZ}}$$

$$1 + \text{BDL} + \text{BDZ}$$

BDL = Bedelli artış oranı

BDZ = Bedelsiz artış oranı

RHKF = Rüçhan hakkı kullanım fiyatı

TEM = Temettü miktarı (TL)

Hisse senetlerinde "eski"- "yeni" farkı uygulamayan bir şirketi örnek olarak ele alalım ve şirketin hisse senedi 8.50 TL iken, %100 bedelli, % 100 bedelsiz sermaye arttırımı yapması ve 50 Ykr temettü dağıtması sonucu fiyatın 3.10 TL'ye düştüğünü varsayalım. 8.50 TL'yi ikinci fiyatla aynı bazda ifade edersek, 8.50 TL'den 50 Ykr'lik temettüyü çıkarıp, 1.00 TL'lik rüçhan hakkı kullanım fiyatını eklemek ve bulunan 9.00 TL'yi 3'e bölmek gerekir. Bulunan rakam (3.00 TL) sermaye arttırımı ve temettü dağıtımından sonra piyasada oluşan 3.10 TL'lik değer ile aynı grafik üzerinde (sürekli bir şekilde) gösterilebilir. Aynı hesaplama, önceki tüm fiyatlar için yapılmalıdır.

Sermaye artışlarında, fiyata ek olarak işlem miktarını da düzeltmek gerekir. Bunun için, sermaye artışı öncesinde gerçekleşen her günlük işlem miktarı $(1 + \text{BDL} + \text{BDZ})$ ile çarpılmalıdır. Bu işlem temettü ödemesinde yapılmaz.

14.3. Piyasaların Birbirleriyle Etkileşimi

Dünya genelinde ekonomilerin globalleşmesi ve ülkelerarası mal ve hizmet akımının önündeki engellerin kaldırılması yönündeki çabalar, ülkeler arası ticaret hacmini son dönemde önemli ölçüde arttırmıştır. Global olarak üretimde verimliliği ve dolayısıyla toplumlardaki refahı arttırmayı amaçlayan bu çabalar sonunda sermayenin de serbest bir şekilde bir ülkeden diğer bir ülkeye gidebilmesine imkan veren düzenlemeler bu amacı gerçekleştirmede atılan

önemli adımlardan birisidir. Teknolojide özellikle iletişimde yaşanan hızlı gelişme dünya ticaret hacmi ve sermaye hareketlerini arttırmada büyük bir rol oynamıştır. Bir ülkenin diğer ülkelere satabileceği mal ve hizmetlerin miktarı sadece o mal ve hizmeti üreten ülkenin ekonomik durumunda veya teknolojik imkanlarında olabilecek gelişmeye bağlı değildir. Mal veya hizmetlerin satılabileceği ülkelerde yaşanan ekonomik gelişmeler ve teknolojik iyileşmeler diğer ülkelerin satabileceği mal ve hizmetlerin miktarını direkt olarak etkilemektedir. Aynı şekilde, sermaye hareketlerinde serbestinin sağlanması elinde sermaye bulunduran grupların kendi ülkelerinden diğer ülkelerde yatırım yapmalarına imkan vermiş, diğer ülkelerin sermayeyi çekebilmek için aldığı tedbirler sonucunda sermaye bir ülkeden diğer bir ülkeye kolayca kayabilir hale gelmiştir. Bu açıdan konumuz olan piyasaların birbirleriyle etkileşimini incelerken yalnızca yerel piyasaların birbirlerini nasıl etkilediğini değil uluslararası alanda ülkelerin ekonomilerinde yaşanan gelişmeler ve uluslararası sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerinde yerel piyasalara olan etkisinin incelenmesi gerekmektedir.

Gelişmiş ülkelerin büyüme hızlarında yaşanan değişiklikler bu ülkelere mal satan veya bu ülkelere mal alan ülkelerin üretimlerine doğrudan etkide bulunmaktadır. Örneğin ABD'nin büyüme hızında olabilecek bir artış diğer koşullar sabit kalacağı varsayımı altında bu ülkeye mal satan Japonya'nın ihracatını arttırabilecektir. Japonya'nın ihracatının artması üretiminin artmasına dolayısıyla bu ülkenin de büyüme hızının artmasına yol açacaktır. ABD'de büyüme hızında meydana gelebilecek bir düşüş direkt olarak bu ülkeyle ticaret yapan ülkelerin dış satımlarını da azaltabilecektir. Sermayenin ülkelerarasında serbestçe dolaşması nedeniyle paranın fiyatını belirleyen faizlerde meydana gelebilecek bir değişiklik diğer ülkelere sermaye akımına veya sermaye çıkışına yol açabilecektir. Örneğin, ABD devlet tahvili faizlerinin artması bu ülkenin parasına olan talebi arttıracak ve ABD'ye sermaye akımına yol açacaktır. Bu durumda sermaye çıkışı olan ülkelerin ekonomileri etkilenecektir. Sermaye transferi alan ülkelerin ekonomilerinin kaynak ihtiyacını daha kolay temin etmesi bakımından üretimlerini arttırması beklenirken sermaye çıkışı olan ülkelerin üretiminde azalma beklenecektir. Türkiye ekonomisinin büyüme hızını, dış ticaret hacmini, döviz denge kurunu ve diğer piyasalardaki gelişmeleri tahmin edebilmek için Türkiye'nin en çok dış ticaret yaptığı ülkelerdeki ekonomik gelişmeleri bilmek, sermaye ihtiyacımızı temin ettiğimiz uluslararası piyasalardaki faiz oranlarının seyrini bilmek ve ülkeye giren ve çıkan yabancı sermayenin miktarını takip etmek zorunluluk arz etmektedir.

14.3.1. Türk Mali Piyasaları

Mali piyasalar ; fon fazlası olan ekonomik birimlerle fon açığı olan ekonomik birimlerin karşılaştığı ve bu birimler arasında fon akışının sağlandığı piyasalardır. Mali piyasalar para piyasası ve sermaye piyasası olarak ayrılmaktadır. Vadesi en çok 1 yıla kadar olan fon arz ve talebinin karşı karşıya geldiği piyasalara para piyasası vadesi 1 yıldan uzun fon arz ve talebinin karşı karşıya geldiği piyasalara da sermaye piyasası adı verilmektedir. Mali piyasalar organize olarak kurulabildiği gibi organize olmayan piyasalar da bulunmaktadır.

14.3.2. Organize Piyasalar

14.3.2.1. TCMB Açık Piyasa

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 52. Maddesi uyarınca, para arzının ve ekonomideki likiditenin düzenlenmesi amacıyla bünyesinde 1987 tarihinden itibaren açık piyasa işlemlerine başlamıştır. TCMB, bu piyasa bünyesinde DIBS'lerin doğrudan alım ve satımı yada geri satım vaadiyle alım ve geri alım vaadiyle satım işlemleri yapabilmektedir. Örneğin piyasada likidite sıkıntısı yaşandığında TCMB bankacılık sistemi rezervlerinin geçici bir süre arttırmak için aracı kuruluşlardan portföylerindeki DIBS'leri ileride belirli bir tarihte belli bir fiyattan geri satmak vaadiyle satın almaktadır. Benzer şekilde piyasada likidite fazlasının geçici olduğu düşünüldüğünde TCMB portföyündeki DIBS'ler belirli bir vadede belirli bir fiyattan geri almak vaadiyle aracı kuruluşlara satılır. TCMB yine piyasadaki likiditeyi düzenlemek istediğinde portföyündeki DIBS'leri satın dolaşımdaki fonların bir kısmını geri çekebilmekte veya aracı kuruluşların ellerindeki DIBS'leri satın alıp piyasayı fonlayabilmektedir. TCMB açık piyasanın yaptığı bütün işlemler piyasadaki likiditeyi etkilediğinden diğer piyasalarıda doğrudan etkilemektedir. Örneğin TCMB'nin repo ihalesiyle piyasaya nakit vermesi faiz oranlarını düşürüp, tahvil fiyatlarının artmasına sebep olabilmektedir. Diğer taraftan TCMB'nin ters repo ihalesiyle piyasadaki fonları geri çekmesi piyasadaki likiditeyi azaltacağından faizlerin yükselmesine, tahvil fiyatlarının düşmesine sebep olabilmektedir.

14.3.2.2. TCMB Interbank Para Piyasası

Ekonomiyi yönlendirebilmek, likiditeyi ayarlayabilmek için TCMB 1211 sayılı kanununun 36, 52 ve 55. maddeleri gereğince 2 Nisan 1986 tarihinde bünyesinde Interbank Para

Piyasasını faaliyete geçirmiştir. TCMB her gün kendi politikası çerçevesinde bu piyasadaki en düşük ve en yüksek borç verme oranını belirlemekte ve fon alış verişlerinin bu limitler dahilinde gerçekleşmesini istemektedir. Piyasadaki oranlar bu limitleri aştığında TCMB kendi belirlediği üst limitlerden piyasayı fonlamakta veya piyasa likid olduğunda oranların daha fazla dūřmesini engellemek için belirlediği minimum orandan piyasadaki likiditeyi kendisine çekmektedir. TCMB'nin piyasaya mūdahale edip fon vermesi veya piyasada mevcut fonları kendisine çekmesi piyasalardaki nakit akışının yaratabileceği dengesizlikleri giderici bir nitelik taşımaktadır. Őrneęin, Hazine Mūřteřarlıęı'nın i borç geri Ődemesi yapacağı gūnlerde piyasada likidite artmakta ve faiz oranları dūřmektedir. Dięer yandan Hazine Mūřteřarlıęınca yapılan tahvil-bono ihalelerinde satış bedellerinin Hazine Mūřteřarlıęı'na aktarılacağı gūnlerde bankacılık sisteminde fon ihtiyacı artmakta bu da faizlerin hızla artabilmesine yol açabilmektedir. Piyasadaki likidite diğer piyasaları doğrudan etkilediğinden diğer piyasalar hakkında tahminde bulunmak için bu piyasanın da yakından takip edilmesi gerekmektedir.

14.3.2.3. Takasbank Borsa Para Piyasası

Takasbank Borsa Para Piyasası (TBPP) ; kısa dōnemli nakit fazlası olup, bunu organize bir şekilde plase edemeyen Aracı Kuruluşlar ile kısa dōnemli nakit ihtiyacı bulunup, bu ihtiyacını uzun vadeli varlıklarını elden çıkartmadan karşılamak isteyen Aracı Kuruluşlar'ın karşılaşmasını sağlamak amacıyla 1 Ekim 1996'da İMKB Takas ve Saklama Bankası A.ř. bünyesinde faaliyete geçmiştir.

TBPP'nda gerçekleşen işlemlerden doğacak yūkümlölükler Takasbank'ın garantisi altındadır. Takasbank piyasada alış satış kotasyonu vermemekte ve işlemlerde katılımcı olmamaktadır. Piyasadaki oranlar arz ve talebe gōre serbestçe belirlenmektedir. Takasbank Borsa Piyasası'nda oluşan oranlar, piyasadaki likidite durumundan ve diğer piyasalardaki gelişmelerden doğrudan etkilenmektedir. Piyasadaki likidite fazlası, oranları dūřürken, likidite sıkışıklığı oranların yūkselmesine sebep olmaktadır.

TBPP'nda işlem yapan aracı kuruluşların borç ve alacakları için mahsup verme imkanları bulunmaktadır. TBPP'na borcu bulunan Aracı Kuruluşlar, Tahvil ve Bono Piyasası ile Hisse Senetleri Piyasası işlemlerinden doğan alacaklarını bu piyasadaki borçlarına, TBPP

'den alacağı bulunan Aracı Kuruluşlar da Hisse Senedi Piyasasına olan borçlarını bu piyasadaki alacaklarına mahsup edebilirler. Böylece hisse senetleri ve tahvil ve bono piyasası nakit takasında, operasyonel yük ve temerrütlerin azalması sağlanmakta ve piyasalararası akışkanlık artmaktadır.

14.3.2.4. TCMB Bankalararası Döviz Piyasası

TCMB Döviz ve Efektif piyasalarının kuruluş amacı bankalararası döviz ve efektif hareketlerini düzenlemek, bankacılık sektöründeki döviz ve efektif kaynaklarının daha etkin kullanımını sağlamak ve para politikasına esneklik kazandıracak araç sayısını arttırmaktır. 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nun 4. maddesi (I) bendi (b) fıkrası uyarınca Bankalar, Yetkili Müesseseler ve Özel Finans Kurumları ile, mevcut döviz kaynaklarının etkin kullanımı ve Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısındaki değerinin Hükümetçe uygulanan Liberal Ekonomi Politikası doğrultusunda serbest piyasa koşulları içerisinde tesbit edilebilmesi amacı ile TL/Döviz ve TL/Efektif piyasaları 14 Eylül 1988'de Döviz/Efektif, Döviz/Döviz ve Efektif/Efektif piyasaları 21 Eylül 1988 tarihinde faaliyete geçmiştir. Döviz ve efektif piyasalarına, bankalar, yetkili müesseseler ve özel finans kurumları katılabilmektedir. TL/Döviz piyasasında yetkili kurumlar kendi aralarında Türk Lirası karşılığı döviz alım satım işlemleri yapabildiği gibi TCMB gerek pozisyon tutmak gerekse kurlara müdahale etmek amacıyla, piyasaya girebilmektedir. T.C. Merkez Bankası'nın kurlara müdahale etmek için piyasaya döviz satması döviz fiyatlarını düşürme yönünde etki yaptığı gibi piyasada mevcut likiditeyi azaltacağından diğer piyasaları doğrudan etkilemekte ve faiz oranlarının yükselmesine sebep olabilmektedir. Likiditenin azalması Türk Lirasını daha pahalı hale getireceğinden piyasada oluşan Türk Lirası karşılığı döviz fiyatlarını düşürme yönündeki etkisi daha kuvvetli olacaktır. TL/Döviz piyasasında en az teklif tutarı 1.000.000 USD ve katları şeklindedir.

14.3.3. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası

Bu piyasa bünyesindeki Kesin Alım Satım Pazarı 17 Haziran 1991, Repo-Ters Repo Pazarı ise 17 Şubat 1993 tarihinde faaliyete geçmiştir. Bu piyasanın kurulmasındaki amaç sabit getirili menkul kıymetlerin aracı kuruluşlar arasında daha verimli olarak dağılımını sağlamak, şeffaf bir ikinci el piyasa oluşturarak menkul kıymet ihracını arttırmak, Repo-Ters Repo Pazarı için ise aracı kuruluşlar arasındaki fon akışını düzenleyerek repo işlemlerinin şeffaf bir ortamda

gerçekleşmesini sağlamaktır. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın faaliyete geçmesiyle sabit getirili menkul kıymetler piyasasının ikinci el işlemleri yaygınlaşmış ve piyasaya ulaşımdaki kolaylık, işlem maliyetlerinin düşüklüğü ve takas güvencesiyle piyasanın etkinliği sağlanmıştır. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'ndaki gerçekleşen işlemlerin fiyatları yada oranları diğer piyasalardaki gelişmelerden doğrudan etkilenmektedir. Tahvil/Bonoların fiyatları yada repo oranları diğer piyasalardaki gelişmelerin bir sonucudur. Örneğin devletin artan bütçe açıklarını finanse edebilmek için iç piyasadan borçlanmaya yönelmesi borçlanma maliyetlerini dolayısıyla faizleri doğrudan arttıracaktır. Uzun vadeli sabit getirili borçlanma araçlarının fiyatları daha çok devletin borçlanma politikası ve makro ekonomik gelişmelerden etkilenmesine rağmen kısa vadeli sabit getirili borçlanma araçlarının fiyatları devletin borçlanma politikası ve para piyasasında yaşanan gelişmelerden etkilenmektedir. Örneğin, TCMB'nin açık piyasa ihalesiyle piyasadan para çekmesi repo oranlarını yükseltmekte yada TCMB'nin Interbank Para Piyasasında piyasaya para vermesi repo oranlarını düşürmektedir. Enflasyonun yükselmesi, devletin iç-dış borç miktarının artması, döviz fiyatlarında yaşanan artışlar yada dengesizlikler, ekonomik gelişmelerdeki belirsizlikler tahvil fiyatlarını düşürmekte enflasyonun düşmesi, döviz fiyatlarındaki artışların dengeli olması, ekonomik ve politik açıklık tahvil fiyatlarını arttırmaktadır. Bono fiyatları ise piyasanın likiditesine, ihraççıların likidite ihtiyaçlarına, ihraçlarda uyguladıkları oranlara ve döviz fiyatlarının seyrine bağlı olarak değişmektedir.

14.3.4. İMKB Hisse Senetleri Piyasası

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve 91 Sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararnameye istinaden kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk işlem 3 Ocak 1986 tarihinde gerçekleşmiştir. Hisse senetleri diğer mali enstrümanların aksine sonsuz vadeye sahip olduklarından fiyatları zaman içerisinde büyük dalgalanmalar gösterebilmektedir. Vadesinin sonsuz olması ve hisse senedini çıkaran şirketin belli bir getiriyi taahhüt etmemesi yalnızca kardan pay alma ve/veya yönetime ortak olma hakkı vermesi sebebiyle hisse senetlerinin değerlemesi diğer enstrümanların değerlemesinden çok daha karmaşıktır. Vadenin sonsuz olması sebebiyle yalnızca kâr payı almanın kendileri için yeterli olmadığını düşünen yatırımcılar hisse senedini satıp anaparasını nakde çevirmek isteyebilmekte ya da diğer enstrümanlara yatırım yapmak isteyebilmektedirler. Bu açıdan bakıldığında hisse senedini ne zaman almak, ne kadar elde tutmak ve ne zaman satmak gerekir sorularının cevabını bulmak hisse senedi yatırımcıları için büyük önem taşımaktadır. Hisse

senedine yatırım yapacak tasarruf sahiplerinin iki tür getirisi vardır; kâr payı ödemesi ve hisse senedi alıp satmaktan elde edilecek alım satım farkı getirisi. Hisse senedi yatırımcısı hisse senedini alırken geleceğe dönük bir getiri elde etmeyi düşündüğünden hisse senedinin gelecekteki fiyatının ve kâr payı ödeme miktarının tahmin edilmesi gerekecektir. Hisse senedinin gelecekteki fiyatının tahmini için kullanılan yöntemler yatırım döneminin uzunluğuna bağlı olarak değişmektedir. Hisse senedinden kısa dönemde kâr elde etmek isteyen yatırımcıların elde tutmak istediği dönem için repo, döviz gibi diğer yatırım araçlarının getirilerini tahmin etmesi gerekecektir. Örneğin döviz fiyatlarının beklenenden daha fazla yükselmesi yada repo oranlarının yükselmesi kısa dönemde hisse senedine olan talebi azaltacak fiyatlarının düşmesine neden olabilecektir. Hisse senedinden uzun dönemde kâr elde etmek isteyen yatırımcıların makro ekonomik göstergelerdeki gelişmeleri (Gayri safi milli hasıla, kişi başına milli gelir, para arzı, tahvil ve mevduat faiz oranları, ihracat-ithalat, dış ticaret dengesi, kamu kesimi borçlanma gereği, enflasyon, para ve maliye politikaları), şirketin içinde bulunduğu sektördeki gelişmeler (Sektör Analizi) ve şirketin gelecekteki kâr etme potansiyelini (Şirket Analizi) tahmin etmesi gerekecektir.

14.4. İstanbul Altın Borsası

Türkiye'deki mevcut altın potansiyelinin ekonomiye kazandırılması ve altın ihracatı yanında altına dayalı finans araçlarının da uygulamaya sokulması amacıyla 29/04/1992 tarih ve 3794 kanun ile değişik 28/07/1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 40/a maddesi hükmüne dayanarak İstanbul Altın Borsası 27 temmuz 1995 tarihinde faaliyete geçmiştir. Altın fiyatları arz ve talebe bağlı olmakla birlikte dünyada savaş, kriz dönemlerinde artmakta istikrar dönemlerinde düşmektedir. Türkiye'deki altın fiyatları yurtdışındaki altının fiyatı ve yurtiçindeki döviz fiyatlarına bağlı olarak değişmekte olup mevsimsel etkilerle ve diğer yatırım araçlarının getirilerine bağlı olarak fiyatları değişmektedir.

14.5. Tezgahüstü Piyasalar

14.5.1. Bankalararası TL Piyasası

Bankalar, Türk Lirası alışverişlerini TCMB bünyesindeki Interbank Para Piyasası'ndan yapabildikleri gibi ikincil piyasa olarak da adlandırılan piyasada özel bir düzenlemeye tabi olmadan kendi aralarında da yapabilmektedirler. İşlemlerin teminatsız yapılmasından dolayı

bankalar işlem yapabilecekleri bankalara ve işlem miktarına sınırlama getirmişlerdir. Buna piyasada kısaca "line" denilmektedir. Her banka ancak "line"ı olan bir bankayla ve "line" limitleri dahilinde işlem yapabilmektedir. Bankaların kendi aralarında yaptıkları işlemlerin hacmi konusunda istatistiki bilgi toplanmadığı için tahmin yapabilmek zordur. İşlemler telefonla pazarlık usuluyla yapılabildiği gibi bilgi dağıtım firmalarının dialing imkanlarından faydalanılarak yapılabilmektedir. Piyasa bilgileri bilgi dağıtım firmalarından Reuters'in TRLEDEPO sayfasından izlenebilmektedir. Bu piyasada işlem oranları piyasadaki likidite ve bankaların nakit akışına göre belirlenmekte olup piyasadaki likiditenin artması ve bankaların nakit ihtiyaçlarının azalması borç verme oranlarını düşürmekte likiditenin azalması ve bankaların borç ihtiyacının artması oranları arttırmaktadır.

14.5.2. Bankalararası Repo Piyasası

Aracı kuruluşlar repo işlemlerini İMKB bünyesindeki Repo-Ters Repo Pazarı'nda yapabildikleri gibi kendi aralarında özel bir düzenlemeye tabi olmadan yapabilmektedirler. Aracı kuruluşlar repo işlemlerini daha çok İMKB bünyesindeki Repo-Ters Repo Pazarı'nda yapmalarına rağmen İMKB'nin kendilerine tanınan limitleri yetersiz geldiğinde işlemleri kendi aralarında yapmayı tercih etmektedirler. Tüm ikincil piyasalarda olduğu gibi bu piyasada da ancak "line"ı olan bankalarla ve "line" limitleri dahilinde işlem yapılabilmektedir. Bu piyasada işlemler telefonla pazarlık yada bilgi dağıtım firmalarının dialing imkanlarından faydalanarak yapılmaktadır. Piyasada oranlar daha çok İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda gerçekleşen oranlar baz alınarak tesbit edilmektedir.

14.5.3. Bankalararası Tahvil Piyasası

Aracı kuruluşlar tahvil ve bono doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerini İMKB bünyesindeki Kesin Alım-Satım Pazarı'nda yapabildikleri gibi kendi aralarında özel bir düzenlemeye tabi olmadan yapabilmektedirler. Aracı kuruluşlar, tahvil doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerini daha çok İMKB bünyesindeki Kesin Alım-Satım Pazarı'nda yapmalarına rağmen İMKB'nin kendilerine tanıdığı limitlerin yetersiz geldiği durumlarda özellikle ileri valörlü işlemlerini kendi aralarında yapmayı tercih etmektedirler. Tüm ikincil piyasalarda olduğu gibi bu piyasada da işlemler ancak "line"ı olan bankalarla ve "line" limitleri dahilinde yapılabilmektedir. Bu piyasada işlemler telefonla pazarlık yada bilgi dağıtım firmalarının dialing imkanlarından faydalanarak yapılmaktadır. Piyasada oranlar daha çok

işlemlerin büyük bölümünün gerçekleştiği IMKB Kesin Alım Satım Pazarı'nda gerçekleşen oranlar baz alınarak tesbit edilmektedir.

14.5.4. Bankalararası Döviz Piyasası

Bankalar, yetkili müesseseler, özel finans kurumları döviz işlemlerini ikincil piyasa olarak adlandırılan ve özel bir düzenlemeye tabi olmayan piyasada kendi aralarında yapabilmektedirler. Döviz piyasasında gerçekleşen işlemlerin büyük bir çoğunluğu ikincil piyasada bankaların kendi aralarında gerçekleşmektedir. Bankalar yalnızca "line"ı olan bankalarla ve "line" limitleri dahilinde işlemlerini yapmakta, işlemlerden dolayı herhangi bir teminat alınmamakta ve fiyatlar ilan edilen kotasyonlar üzerinden yada pazarlık usulüyle telefon veya bilgi dağıtım firmalarının dialing imkanlarından faydalanmak yoluyla gerçekleşmektedir. Bankalar kotasyonlarını bilgi dağıtım firmalarının ekranlarına (Reuters sayfa kodu: TRL1=) girerek ilan etmekte girilen bu kotasyonlar 1.000,000 Amerikan doları için bağlayıcı nitelik taşımaktadır.

14.5.5. Serbest Efektif Piyasası

Serbest efektif piyasasında işlemler bankalar ve yetkili müesseslerce gerçekleşmekte fiyatlar efektif talep ve arzına göre değişmektedir. Bu piyasada fiyatlar yerel piyasalarda yaşanan olaylardan oldukça fazla etkilenmektedir. Örneğin, vergi ödeme günleri, hazine ihale ödemesinin yapılacağı günler, piyasalarda likiditenin sıkışık olduğu günlerde efektif döviz fiyatı düşmekte, piyasalarda likiditenin yüksek, ihale itfasının yapıldığı ve borsanın düştüğü günlerde efektif fiyatları yükselmektedir.

Serbest Altın Piyasası

Altın almak veya satmak isteyenler bu işlemlerini İstanbul Altın Borsası veya serbest altın piyasasında yapabilmektedirler. İstanbul Altın Borsası'nda en az işlem yapma büyüklüğü olduğundan bu miktarın altında kalan küçük montanlı işlemler serbest altın piyasasında gerçekleşmektedir. Serbest Altın Piyasası herhangi bir düzenlemeye tabi değildir ve işlemler pazarlık metoduyla gerçekleşmektedir. Altın fiyatları yurt dışındaki altın piyasalarında altının dolar karşısındaki fiyatı ve yurt içinde doların Türk Lirası karşılığındaki değerine bağlı olarak değişmektedir. İşlem miktarı mevsimsel etkilerle değişmekte turizmin çok olduğu aylarda artmakta diğer aylarda azalmaktadır.

Uygulamalar

--

Uygulama Soruları

--

Bu Bölümde Ne Öğrendik Özeti

Bölüm Soruları

ÇALIŞMA SORULARI

Soru 1. Vadeli piyasa işlemi nedir, hangi malları kapsamaktadır?

Soru 2. Future İşlemler ile Forward işlemler arasındaki farklılıklar nelerdir?

Soru 3. Yatırım ve Risk kavramını açıklayınız.

Soru 4. İstanbul altın borsası ve işleyişini anlatınız

Soru 5. Tezgahüstü piyasa işlemleri nelerdir

KAYNAKÇA

01. Sağlam, Dr. Mehmet Hakan: **“ALTIN – DÜNYA BORSALARINDA VADELİ ALTIN İŞLEMLERİ”**, Scala Yayıncılık, Borsa Kütüphanesi Dizisi: 2, 1. Baskı, İstanbul, 1993.
02. Sağlam, Mehmet Hakan: **“I. TERTİP DÜSTÛR KILAVUZU 1839-1908 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.
03. Sağlam, Mehmet Hakan: **“II. TERTİP DÜSTÛR KILAVUZU 1908-1922 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-9, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.
04. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 1**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-204-0, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
05. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 2**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-205-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
06. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 3**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-206-4, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
07. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 4**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-207-1, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
08. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI DEVLETİ'NDE MORATORYUM 1875-1882 RÛSÛM-I SİTTE VE DÜYÛN-I UMUMİYYE İDARELERİ”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-208-8, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
09. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 1 : MESKÛKÂT”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.

10. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 2 : EVRÂK-I NAKDİYE”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
11. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 3 : BANKACILIK”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
12. Sağlam, Mehmet Hakan: **“BİR OSMANLI İKTİSATÇISI MEHMET KENAN’IN GÖZÜYLE İKTİSAT TARİHİNİN EVRİMİ”**, Türkmen Kitabevi, ISBN: 978-975-63-9299-7, İstanbul, 2009.
13. Sağlam, Dr. Mehmet Hakan: **“ALTIN – DÜNYA BORSALARINDA VADELİ ALTIN İŞLEMLERİ”**, Scala Yayıncılık, Borsa Kütüphanesi Dizisi: 2, 1. Baskı, İstanbul, 1993.
14. Sağlam, Mehmet Hakan: **“I. TERTİP DÜSTÛR KILAVUZU 1839-1908 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.
15. Sağlam, Mehmet Hakan: **“II. TERTİP DÜSTÛR KILAVUZU 1908-1922 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-9, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.
16. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 1**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-204-0, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
17. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 2**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-205-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
18. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 3**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-206-4, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
19. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 4**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-207-1, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.

20. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI DEVLETİ'NDE MORATORYUM 1875-1882 RÛSÛM-I SİTTE VE DÜYÛN-I UMUMİYYE İDARELERİ”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-208-8, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
21. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 1 : MESKÛKÂT”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
22. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 2 : EVRÂK-I NAKDİYE”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
23. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 3 : BANKACILIK”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
24. Sağlam, Mehmet Hakan: **“BİR OSMANLI İKTİSATÇISI MEHMET KENAN'IN GÖZÜYLE İKTİSAT TARİHİNİN EVRİMİ”**, Türkmen Kitabevi, ISBN: 978-975-63-9299-7, İstanbul, 2009.
25. Sağlam, Dr. Mehmet Hakan: **“ALTIN – DÜNYA BORSALARINDA VADELİ ALTIN İŞLEMLERİ”**, Scala Yayıncılık, Borsa Kütüphanesi Dizisi: 2, 1. Baskı, İstanbul, 1993.
26. Sağlam, Mehmet Hakan: **“I. TERTİP DÜSTÛR KILAVUZU 1839-1908 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.
27. Sağlam, Mehmet Hakan: **“II. TERTİP DÜSTÛR KILAVUZU 1908-1922 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-9, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.
28. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 1**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-204-0, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
29. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 2**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-205-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.

30. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 3**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-206-4, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
31. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 4**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-207-1, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
32. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI DEVLETİ’NDE MORATORYUM 1875-1882 RÛSÛM-I SİTTE VE DÜYÛN-I UMUMİYYE İDARELERİ”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-208-8, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
33. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 1 : MESKÛKÂT”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
34. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 2 : EVRÂK-I NAKDİYE”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
35. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 3 : BANKACILIK”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
36. Sağlam, Mehmet Hakan: **“BİR OSMANLI İKTİSATÇISI MEHMET KENAN’IN GÖZÜYLE İKTİSAT TARİHİNİN EVRİMİ”**, Türkmen Kitabevi, ISBN: 978-975-63-9299-7, İstanbul, 2009.
37. Sağlam, Dr. Mehmet Hakan: **“ALTIN – DÜNYA BORSALARINDA VADELİ ALTIN İŞLEMLERİ”**, Scala Yayıncılık, Borsa Kütüphanesi Dizisi: 2, 1. Baskı, İstanbul, 1993.
38. Sağlam, Mehmet Hakan: **“I. TERTİP DÜSTÛR KILAVUZU 1839-1908 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.
39. Sağlam, Mehmet Hakan: **“II. TERTİP DÜSTÛR KILAVUZU 1908-1922 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-9, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.

40. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 1**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-204-0, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
41. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 2**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-205-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
42. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 3**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-206-4, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
43. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 4**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-207-1, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
44. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI DEVLETİ'NDE MORATORYUM 1875-1882 RÛSÛM-I SİTTE VE DÜYÛN-I UMUMİYYE İDARELERİ”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-208-8, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
45. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 1 : MESKÛKÂT”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
46. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 2 : EVRÂK-I NAKDİYE”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
47. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 3 : BANKACILIK”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
48. Sağlam, Mehmet Hakan: **“BİR OSMANLI İKTİSATÇISI MEHMET KENAN'IN GÖZÜYLE İKTİSAT TARİHİNİN EVRİMİ”**, Türkmen Kitabevi, ISBN: 978-975-63-9299-7, İstanbul, 2009.

49. Sağlam, Dr. Mehmet Hakan: **“ALTIN – DÜNYA BORSALARINDA VADELİ ALTIN İŞLEMLERİ”**, Scala Yayıncılık, Borsa Kütüphanesi Dizisi: 2, 1. Baskı, İstanbul, 1993.
50. Sağlam, Mehmet Hakan: **“I. TERTİP DÜSTÜR KILAVUZU 1839-1908 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.
51. Sağlam, Mehmet Hakan: **“II. TERTİP DÜSTÜR KILAVUZU 1908-1922 OSMANLI DEVLET MEVZUATI”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-201-9, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 1. Baskı 2006, 2. Baskı 2007.
52. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 1**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-204-0, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
53. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 2**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-205-7, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
54. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 3**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-206-4, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
55. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI BORÇ YÖNETİMİ DÜYÛN-I UMUMİYYE 1879-1891” TAKIM 1 – CİLT 4**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-207-1, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
56. Sağlam, Mehmet Hakan: **“OSMANLI DEVLETİ'NDE MORATORYUM 1875-1882 RÛSÛM-I SİTTE VE DÜYÛN-I UMUMİYYE İDARELERİ”**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, ISBN 975-333-208-8, Dijital Düşler Basım Sanayi A.Ş., İstanbul, 2007.
57. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 1 : MESKÛKÂT”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.
58. Sağlam, Mehmet Hakan: **“PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 2 : EVRÂK-I NAKDİYE”**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.

59. Sağlam, Mehmet Hakan: “**PARA VE FİNANSAL KREDİ Cilt 3 : BANKACILIK**”, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Darphane ve Damga Matbaası Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2, ISBN 978-975-19-4372-9 Takım, Kayhan Matbaacılık, İstanbul, 2008.

60. Sağlam, Mehmet Hakan: “**BİR OSMANLI İKTİSATÇISI MEHMET KENAN’IN GÖZÜYLE İKTİSAT TARİHİNİN EVRİMİ**”, Türkmen Kitabevi, ISBN: 978-975-63-9299-7, İstanbul, 2009.
