

20887

ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

O. Berna İPEKTEN

**MENKUL KIYMETLER
YATIRIM ORTAKLIKLARI ve YATIRIM FONLARININ
SERMAYE PİYASASININ GELİŞİMİNE KATKILARI**

Doktora Tezi

Tez Yöneticisi
Prof.Dr. R. Metin TÜRKO

**Yükseköğretim Kurulu
Dokümantasyon Merkezi**

Erzurum-1992

İÇİNDEKİLER

Sayfa No:

İÇİNDEKİLER	1
GİRİŞ	vii

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI, YAPISI VE FONKSİYONLARI

I. Sermaye Piyasasının Tanımı	1
II. Sermaye Piyasasının Türleri	2
A. Birincil Piyasalar	3
1. Doğrudan Çıkarım	3
2. Dolaylı Çıkarım	4
B. İkincil Piyasalar	4
III. Sermaye Piyasasında Arz ve Talebin Kaynakları	5
A. Menkul Kıymet Arzının Kaynakları	5
B. Menkul Kıymet Talebinin Kaynakları	5
IV. Sermaye Piyasasının Önemi ve Ekonomiye Katkıları	6
V. Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi	7
A. Tarihçe	7
B. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu	8
1. Kanunun Amacı.....	9
2. Kanunun Sermaye Piyasasına Getirdiği Yenilikler.....	9
a. Halka Arz İzni	9
b. Hisse Senedi Bedellerinin Peşin Ödenmesi	10
c. Kayıtlı Sermaye Sistemi	10
d. Kâr Dağıtımı	10
e. Tahvil İhraç Şartlarına İlişkin Düzenleme	11
f. Denetim ve Yaptırım	11
g. Yardımcı Kuruluşlar	12
VI. Menkul Kıymet Borsaları	12
A. Borsa Fikri ve Gelişimi.....	13
B. Borsaların Ekonomik Fonksiyonları	13

1. Menkul Kıymetlere Likitide Sağlama	13
2. Güvence Unsuru Olma	14
3. Sanayide Yapısal Değişikler Sağlama	14
4. Ekonomik Durumun Göstergesi Olma	15
5. Sermayeye Hareketlilik Kazandırma	15
6. Sermaye Mülkiyetini Yaygınlaştırma	15
7. Ekonomiye Kaynak Yaratma	16
C. Türkiye'de Borsanın Tarihçesi ve İstanbul Menkul Kıymetler	
Borsası (İMKB)	16
1. İMKB'nin Hukuki Yapısı ve Tanımı	17
2. Borsa Üyeleri ve Organları	18
a. Borsa Üyeleri	18
b. Borsanın Organları	19
ba. Genel Kurul	19
bb. Yönetim Kurulu	19
bc. Denetleme Kurulu	20
bd. Başkanlık Teşkilâtı	20
c. Borsanın Örgüt Yapısı	20
3. Borsa'da Kota Alma ve Kottan Çıkarma İşlemleri	22
a. Kota Alma	22
b. Kottan Çıkarma	23
4. Borsa'nın Çalışma Esasları	24

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLER

I. Genel Olarak Menkul Kıymetler	26
II. Hisse Senetleri	27
A. Hisse Senetlerinin Halka Arzı	28
1. Kayıtlı Sermaye Dışında Hisse Senetlerinin Halka Arzı	28
a. Kuruluşta	28

b. Kuruluştan Sonra	28
2. Kayıtlı Sermayeli Anonim Şirketlerde Hisse Senetlerinin	
Halka Arzı	29
a. Kuruluşta	29
b. Sermaye Artırımında	29
3. Halka Arz Modelinin Özellikleri	30
B. Hisse Senedinin Türleri	31
1. Adı ve Öncelikli Hisse Senetleri	31
2. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri	32
3. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri	32
C. Hisse Senedinin Ekonomik İşlevleri	32
III. Tahviller	33
A. Tahvil İhracı ve Halka Arzı	34
B. Tahvil Çeşitleri	36
1. Teminatlı ve Teminatsız Tahviller	36
a. Teminatlı Tahviller	36
b. Teminatsız Tahviller	37
2. Kâra İştirakli Tahviller	37
3. Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahviller	38
4. Diğer Tahvil Çeşitleri	39
IV. Diğer Menkul Kıydetler	39
A. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi	39
B. Finansman Bonosu	40
C. Gelir Ortaklığı Senedi	41
D. Banka Bonosu ve Banka Garantili Bono	42
E. Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu	43

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASINDA YARDIMCI KURULUŞLAR

I. Aracı Kurumlar	45
A. Tanımı ve Fonksiyonlar	45

B. Kuruluş Şartları	46
C. Borsa Bankerliği Belgesi	47
D. Aracılık Faaliyetlerinin Kapsamı	48
II. Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları (MKYO)	50
A. Tanımı ve Gelişimi	50
B. Özellikleri	52
1. Amaç ve Fonksiyonları	52
2. Portföy İşletmeciliği	54
a. Portföyün Hukuki Niteliği	54
b. Portföyün Oluşturulması	54
C. Kuruluş Koşulları ve İşlemleri	55
1. Kuruluş Koşulları	55
2. Kuruluş İşlemleri	57
D. Kuruluş Modelleri	58
1. Ortaklığa Dayalı (Ortakasal) Model	58
2. Sözleşmeye Dayalı Model	58
E. Yatırım Ortaklıklarının Türleri,	59
1. Kapalı (Sabit Sermayeli) Yatırım Ortaklıkları	59
2. Açık (Değişir Sermayeli) Yatırım Ortaklıkları	60
F. Türkiye'de MKYO'nun Durumu	60
III. Menkul Kıymetler Yatırım Fonları (MKYF)	62
A. Tanımı, Gelişimi ve Özellikleri	62
B. MKYF'nin Kuruluşu	65
1. Fon İçtüzüğü	66
2. Fon Tutarı	67
a. Kapalı (Closed -End) Fonlar	67
b. Açık (Open-End) Fonları	67
3. Fon Tutarının Sağlanması	68
a. Güvenilir Kişinin Avansı	68
b. Katılma Belgelerinin Önceden Satılması	68
C. Katılma Belgeleri	68

1. Katılma Belgelerinin İhracı ve Halka Arzı	69
D. Yönetim İlkeleri	71
E. Fonların Yatırım Hedefleri	72
F. Türkiye'de MKYF'nin Durumu	73

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLERİN DEĞERLEMESİ VE PORTFÖY YÖNETİMİ

I. Hisse Senetlerinin Değerlemesi	79
A. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler	79
1. Genel Faktörler	80
a. Ekonominin Genel Durumu	80
b. Endüstrinin Yapısı ve Durumu	82
c. Firmanın Özel Durumu	83
2. Teknik Faktörler	84
B. Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri	91
1. Kâr Payı (Dividant) Yaklaşımı	91
2. Hisse Başına Kazanç Yaklaşımı	94
3. Fiyat - Kazanç Oranı	95
II. Tahvillerin Değerlemesi	95
A. Tahvil Fiyatını Etkileyen Faktörler	96
1. Risk Faktörü	96
2. Faiz Oranı ve Vade Faktörü	98
a. Beklentiler Kuramı	99
b. Likitide Primi Kuramı	100
c. Pazar Bölümlenmesi Kuramı	100
B. Tahvilin Piyasa Fiyatının Saptanması	101
1. Faiz Ödeme Dönemi Başında	101
2. Faiz Ödeme Dönemleri Arasında	101
a. Vadeye Kadar Getiri Yaklaşımı	102
b. Tahakkuk Eden Faiz Yaklaşımı	102
c. Günlük Bileşik Faiz Yaklaşımı	103

III. Portföy Yönetimi	103
A. Yatırımcıların Tercihleri ve Portföy Seçimi	104
B. Portföy Oluştururken Dikkat Edilmesi Gereken Konular	107
1. Riskin Dağıtılması	107
2. Alım Satım Zamanının Ayarlanması	108
C. Geleneksel Portföy Teorisi	108
D. Modern Portföy Teorisi	110
1. Modern Portföy Teorisinin Temel Varsayımları	111
2. Markowitz Modeli	111
3. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)	115
a. Risksiz Finansal Varlık	116
b. Finansal Varlık Pazar Doğrusu	117
c. Sermaye Pazarı Doğrusu	119
E. Portföy Yönetim Stratejileri	121
1. Maliyeti Ortalama	121
2. Sabit Değer Planı	122
3. Sabit Oran Planı	123
4. Değişken Oran Planı	124
IV. Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performansı	126
A. Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı	126
B. Yatırım Fonlarının Getirileri	128
V. Portföy Performansının Ölçülmesi	130
A. Jensen İndeksi	131
B. Treynor İndeksi	131
C. Sharpe İndeksi	132
VI. Yatırım Fonları Performansının	
Sharpe İndeksi ile Ölçülmesi	133
SONUÇ	137
SUMMARY	140
KAYNAKÇA	142

GİRİŞ

Ülkemizde son yıllardaki en hızlı yapısal değişmelerden biri de,finans kesiminde yaşanmıştır. Uzun zamandan beri üzerinde çalışılan sermaye piyasasının geliştirilmesi, etkin bir kurumsal yapıya kavuşturulması ve ekonomik gelişmeye katkı sağlayabilecek bir büyüklüğe ulaştırılması için, bilhassa son on yılda bir dizi önlemler alınmıştır. Alınan önlemler ve yapılan düzenlemeler, finans kesimine dinamizm kazandırmış ve sektörün gelişmesinde önemli adımlar atılmasını sağlamıştır.

1981 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu da, bu gelişme sürecinin en önemli yapı taşlarından bir tanesi olmuştur. Kanun, piyasanın güven ve istikrar içinde çalışması, tasarruf sahiplerinin haklarının korunması ve piyasada arz ve talebin karşılaşmasını sağlayacak yardımcı kuruluşların kurulup düzenlenmesi gibi temel amaçlar taşımaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu, bu amaçlar çerçevesinde, sermaye piyasasında faaliyet gösterebilecek yardımcı kuruluşları düzenlemiş ve çalışma esaslarını belirlemiştir.

Küçük tasarruflardan oluşan fonların gelir sağlamak amacı ile sermaye piyasası kanalıyla menkul varlıklara dönüştürülmesi ve genel olarak yatırım araçları diyebileceğimiz kuruluşlar aracılığı ile büyük yatırımlara kanalize edilmesi, batılı ülkelerde uzun zamandır görülen bir uygulamadır. Küçük portföylerin güçsüz olduğu ve iyi bir risk dağıtımına sahip olmadığı, en küçük krizlerden bile etkilenerek zarara uğrayabilecekleri bir gerçektir. İşletmeler ile tasarruf sahipleri arasında bir köprü işlevi gören bu tip kuruluşların doğması da bu gerçeğin varlığından kaynaklanmaktadır. Yardımcı kuruluşlar, bir taraftan küçük tasarrufçuya danışmanlık yapıp onun tasarruflarını uzmanlık bilgisi ile işletip değerlendirirken, diğer taraftan da tek tek bir değer ifade etmeyen ancak toplandığında büyük bir tutara ulaşan fonların, verimli yatırım alanlarına akışını sağlamaktadırlar.

Sermaye piyasasının gelişmesinde ve dolayısı ile, ekonomik kalkınma sürecinde üstlendiği önemli rol nedeniyle, sermaye piyasasında faaliyet gösteren yardımcı kuruluşlardan, Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ile Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının, SPK ile getirilen kuruluş, çalışma ve yönetim ilkeleri, hukuki yapıları ve fonksiyonlarıyla, bu kuruluşların uygulamadaki durumlarını araştırmayı amaçladığımız bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, sermaye piyasası genel bir çerçevede ele alınacak, yapısı ve fonksiyonlarına değinilerek, ülkemizdeki sermaye piyasasının durumu, 2499 sayılı SPK'nun amacı ve mevcut yapıya getirdikleri yenilikler anlatılacaktır. Dünyada geçmiş hayli uzun olan borsaların yanı sıra, Türkiye'de henüz yeni olan ilk ve tek organize borsamız, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın hukuki yapısı ile çalışma esasları üzerinde durulacaktır.

İkinci bölümde, sermaye piyasasının temel araçları olan menkul kıymetler ele alınacaktır. Menkul kıymetlerin en yaygın türleri olan tahvil ve hisse senetlerinin özellikleri, halka arz şartları, işlevleri ve çeşitleri üzerinde geniş olarak durmak istiyoruz. Bu iki menkul varlık dışında kalan kıymetlere ise kısaca değinilecektir.

Çalışmanın ana konusunu teşkil eden sermaye piyasasının yardımcı kuruluşları, üçüncü bölümde ele alınacaktır. Bunlardan aracı kurumların fonksiyonları, kuruluş koşulları ve aracılık faaliyetlerinin niteliği gibi konulara kısaca değineceğiz. Diğer yardımcı kuruluşlardan yatırım ortaklıkları ile yatırım fonlarına ise geniş şekilde yer vereceğiz. Ülkemizdeki düzenlemeleri, kuruluş ve çalışma esasları, yönetim ilkeleri ile bu kuruluşların gelişmeleri ve bugünkü durumları gözden geçirilecektir.

Dördüncü ve son bölümde ise, menkul kıymetlerin çeşitli yaklaşımlara göre değerlemesi ve portföy yönetimi üzerinde durulacaktır. Klasik ve modern portföy teorilerine değineceğimiz bu bölümde, Türkiye'deki yatırım fonlarının portföy bileşimleri ve bu portföylerin sağladıkları getiriler incelenecektir. Portföy yönetiminin başarısını ölçme konusunda geliştirilmiş farklı modellere yer verilerek, yatırım fonlarının performansı belirlenmeye çalışılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI, YAPISI VE FONKSİYONLARI

I. Sermaye Piyasasının Tanımı

Kalın çizgilerle sermaye piyasasını, sermaye arz ve talebinin karşılaştığı piyasa olarak tanımlamak mümkünür. Burada sermaye kavramı, orta ve uzun vadeli fonları ifade etmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki tarifıyla, sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların yardımcı kuruluşlar aracılığıyla ve menkul kıymetlerin alım satımı suretiyle karşılaştığı piyasadır.

Bu tarifi içine girmeyen, teşkilatlı ve teşkiletsiz para, kredi, döviz, altın, ticari senet gibi doğrudan veya dolaysız olarak fon transferlerine sebep olan bütün alışverişler, sermaye piyasasından daha geniş bir kavram olan mali piyasa kapsamına girer. Mali piyasa içinde kısa vadeli fonların arz ve talep edildiği bölüm de Para Piyasası olarak adlandırılır⁽¹⁾. Bu ayırmadan sonra sermaye piyasasının özelliklerini şöyle özetleyebiliriz⁽²⁾.

- Sermaye piyasasının kaynakları devamlılık arz eden tasarruflardır.
 - Sermaye piyasasına genellikle, sabit yatırımlar ve devamlı işletme sermayesinin finansmanı için başvurulur.
 - Sermaye piyasasının araçları, hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlerdir.
 - Sermaye piyasasında vade uzun olduğundan, risk ve faiz oranı yüksektir.
- Sermaye piyasası esas itibarıyla üç ana unsurdan oluşur⁽³⁾.

(i) Ellerindeki fazla fonları, sermaye piyasasından menkul kıymet talep etmek suretiyle değerlendirmek isteyen kişisel ve kurumsal tasarruf sahipleri,

(1) Muharrem Karsli. Sermaye Piyasası, Borsa Menkul Kıymetler. İstanbul, 1990, 2. Baskı, ss.17-18.

(2) Latif Çakıcı. "Türkiye'nin Ekonomik Gelişmesinin Süratlendirilmesi İçin Sermaye Piyasası ve Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar". Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Sömineri'nde sunulan tebliğ. Çeşme, Ekim 1983, s.101.

(3) Vural Günal- Sermaye Piyasası Hukuku. SPK Yanını No:5 II. Baskı Ankara, 1987, s.1

(ii) Sermaye piyasasına menkul kıymet arz etmek suretiyle fon ihtiyaçlarını karşılamak isteyen kamu ve özel sektör kuruluşları,

(iii) Sermaye piyasasında menkul kıymet arz ve talebinin karşılaşmasını sağlayan ve kendilerine "yardımcı kuruluş" denen ihtisas kuruluşları.

Bir sermaye piyasasının oluşup gelişebilmesi için de asgari olarak şu unsurların teşekkül etmesi gerekmektedir⁽⁴⁾.

Fon arzı açısından, fert başına düşen milli gelirin ve tasarruf eğiliminin artırılması,

- Fon talebi açısından, orta ve uzun vadeli fon ihtiyacının bulunması,

- Arz ve talebin karşılaşması açısından, birinci ve ikinci el piyasalarını oluşturacak kurum ve araçların bulunması,

- Sermaye piyasasına menkul kıymetler aracılığıyla yatırım yapma alışkanlığının kazanılması ve yaratılan ekonomik ortama her açıdan güven duyulmasının sağlanması,

Bu şartların oluşabilmesi için de bir ülkenin ekonomik kalkınma sürecine girmiş olması gerekmektedir. Ekonomik kalkınmada yol alındıkça, bir yandan ölçekleri büyüyen firmaların fon ihtiyaçları, girişimcilerin kendi olanakları ile sağlayacakları düzeyin üzerine çıkmakta, diğer yandan da bireysel gelirlerdeki artış, daha fazla bireysel tasarruf sağlayacağı için sermaye pazarına sunulan fonlarda da bir artış olacaktır⁽⁵⁾. Bu durum doğal olarak fon arz ve talebini karşı karşıya getirecek piyasaların oluşmasını sağlayacaktır. Gelişmiş ülkelerde etkin ve dinamik sermaye pazarlarının bulunması da bu oluşumun bir sonucudur.

II. Sermaye Piyasasının Türleri

Sermaye piyasaları çeşitli kıstaslara göre türlere ayrılabilir.

İşleyiş biçimine göre sermaye piyasalarını, organize sermaye piyasaları (Menkul Kıymet Borsaları) ve serbest sermaye piyasaları olarak ikiye ayırmak mümkündür. Organize sermaye piyasaları, kendi işleyiş kuralları dahilinde, menkul kıymetlerin alım satımı için bir piyasa yeri oluştururlar. Oysa ki serbest sermaye piyasalarında belirli

(4) Mehmet Akmansu - Sermaye Piyasası. Ankara 1973, s.11.

(5) Cevat Sarıkamış. Sermaye Pazarları. İstanbul Üni. Yayını No:2743 İstanbul,1980, s.6.

bir pazar yeri yoktur. Piyasanın işleyişi ve kuralları kendine özgüdür.

Sermaye piyasalarını, ülke çapında yaygın olup olmamalarına göre de sınıflandırmak mümkündür. Bu ayırma göre de, ülke düzeyindeki piyasalar ve yöresel piyasalar olarak iki tür piyasadan söz edilebilir. Yöresel piyasalar belirli bir yörede faaliyet gösterirken, ülke düzeyindeki piyasalarda menkul kıymet alım satım faaliyetleri ülke çapında yapılmaktadır⁽⁶⁾.

Sermaye piyasalarının en bilinen sınıflandırma şekli ise, piyasada işlem gören menkul kıymetlerin, piyasaya ilk defa sunulmuş olup olmamasına göre yapılan, birincil ve ikincil piyasa ayırımıdır.

A. Birincil Piyasalar

Dolaşıma ilk defa çıkarılan menkul kıymetlerin el değiştirdiği piyasalara, birincil piyasalar denmektedir. Tasarruf sahipleri, tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetleri bu piyasalarda doğrudan doğruya ihraççı kuruluştan (doğrudan çıkarım) veya satışa aracılık eden kuruluşlardan (dolaylı çıkarım) alabilmektedirler. Birincil piyasa için önemli olan, menkul kıymetlerin ihraç sırasında alınmasıdır. Bir banka veya aracı kurumun ihraçta aracı olması durumu değiştirmez⁽⁷⁾.

1. Doğrudan Çıkarım

Fon talebi ile menkul kıymet ihraç eden kuruluşlar, fon sunanlarla doğrudan ilişki kurma yolunu seçerlerse, bu durum finansal varlıkların doğrudan çıkarımı olarak nitelendirilir. Doğrudan çıkarımın en önemli avantajı, çıkarıma aracılık eden bir finansal kurum bulunmadığı için ihraç giderlerinin düşük olmasıdır. Doğrudan çıkarımın sakıncalı yanları ise, ihraç edilen menkul kıymetlerin satış süresinin uzaması ve ihtiyaç duyulan fonların her zaman karşılanamamasıdır⁽⁸⁾.

(6) age, s.72.

(7) Muharrem Karşlı. age. s.26.

(8) Özcan Ertuna. Finansal Kurumlar. Teori Yayınları, İkinci Baskı, Ankara, 1986, s.112.

2. Dolaylı Çıkarım

Menkul kıymet ihraç etmek suretiyle, sermaye piyasasından fon sağlamak isteyen kuruluşlar, yukarıda bahsedildiği gibi, tasarruf sahiplerine doğrudan müracaat etmeyip, menkul kıymetlerin satışını bir aracı kurum vasıtası ile de yapabilirler. Dolaylı çıkarım denilen bu yöntem iki ayrı şekilde gerçekleştirilir.

Aracı kurumun hizmetinden yararlanma, ya ihraç edilen finansal varlıkların bir komisyon karşılığında yatırımcılara dağıtılmasını isteme, ya da bu finansal varlıkların satış ve dağıtım garantisini isteme şeklinde olur. Birinci durumda aracı kurum, satış garantisi vermemekte, dolaşıma yeni çıkarılan finansal varlıkların satışına belirli bir süre komisyon karşılığı aracılık yapmakta ve bu süre sonunda satılamayanları ihraççı kuruluşa geri vermektedir. İkinci tür aracılıkta ise, ihraççı kuruluştan finansal varlıkları belirli bir fiyattan satın alan aracı kurum, bu varlıkları piyasada bulabildiği fiyata satmayı ve bu satıştan doğacak kâr ve zararı kabullenmiş olur⁽⁹⁾. Tam aracılık olarak nitelendirilen bu tür aracılık faaliyetlerine, dünyada yaygın adıyla "underwriting" denmektedir⁽¹⁰⁾.

B. İkincil Piyasalar

Birincil piyasalardan ihraç sırasında menkul kıymet almış olan tasarruf sahipleri, ellerindeki bu belgeleri belirli bir süre sonra ve çeşitli nedenlerle satmak isteyebilirler. Menkul kıymetlerin tekrardan alım satımının yapıldığı bu piyasalar ikincil piyasalardır. İkincil piyasalar, menkul kıymetlerin likitidesini artırır ve borçlanma maliyetini azaltır⁽¹¹⁾. Bu durum, birincil piyasaya olan talebi yoğunlaştırır ve gelişmesine yardımcı olur.

İkincil piyasaların en önemli finansal kurumu Menkul Kıymet Borsalarıdır. Menkul kıymet borsalarında hisse senetleri tahvillere göre çok daha fazla alım satıma

(9) Cevat Sarıkamış. age. s.85.

(10) Vural Günal. age. s.1.

(11) Paul F.Smith. Money and Financial Intermediation - The Theory and Structure of Financial Systems -. Prantice Hall Inc. Englewoods Cliffs. New Jersey, 1978, s.240.

konu olmaktadır. Menkul kıymetler borsalarında, kote edilmiş finansal varlıklar el değiştirebilmektedir. Kote edilmemiş olanlar ise, borsa dışı piyasalar denen tezgah üstü pazarlarda alınıp satılmaktadır. Gerek gelişmiş ülkelerde ve gerekse son yıllarda ülkemizde, borsa dışı piyasalardaki işlem hacmi, borsadaki işlem hacmine yakın bir büyüklükte gerçekleşmektedir. Bununla beraber, menkul kıymetlerin fiyatları borsada oluşmaktadır ve borsa dışı piyasa, borsaya bağımlıdır⁽¹²⁾.

III. Sermaye Piyasasında Arz ve Talebin Kaynakları

A. Menkul Kıymet Arzının Kaynakları

Sermaye piyasasında arzın en önemli kaynaklarını, halka açık olarak yeni kurulan şirketler, sermayelerini halka yeni açan mevcut şirketler ve sermaye artırımına giden halka açık mevcut şirketler oluşturmaktadır. Halka açık olmasa da diğer anonim ortaklıklar (tahvil ihracı yönünden), bankalar ve devlet de sermaye piyasasında arz kaynağıdır. Ayrıca kolektif yatırım kurumlarını da çıkardıkları katılma belgesi vb. araçlardan dolayı menkul kıymet arz eden kurumlar arasında sayabiliriz.

B. Menkul Kıymet Talebinin Kaynakları

Sermaye piyasasında talep faktörünü besleyen kaynakların başlıcalarını, genel para arzı, halkın tasarruf gücü, tasarruf eğilimi, sosyal sigorta fonları ve sigorta şirketlerinin kurumsal tasarrufları ve özellikle de emekli ikramiyeleri oluşturmaktadır. Sosyal sigorta sisteminin gelişmesine paralel olarak, menkul kıymetlere olan talep de artacaktır. Ayrıca kişilerin, sermaye piyasası ve menkul kıymetler hakkında bilgi sahibi olmaları ve güven duymaları da talebi besleyen faktörlerden birini meydana getirmektedir⁽¹³⁾.

(12) Muharrem Karslı. age. s.27.

(13) age, s.27.

IV. Sermaye Piyasasının Önemi ve Ekonomiye Katkıları

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından birisi, öngörülen kalkınma hızını sağlayacak yatırım hedeflerinin gerçekleştirilmesidir. Gelişen bir ülkenin ekonomik kalkınması için ise, en önemli faktörlerden birisi, sermaye faktörüdür. Sermayeyi oluşturan kaynakların çoğu, yine o ülkenin ekonomisi içinde oluşan ve biriken tasarruflardır⁽¹⁴⁾.

Bir ekonomide işletmeler büyüdükçe girişimcilerin kendi varlıklarının ve çevreden sağlayacakları kaynakların yetersizliği ortaya çıkmaktadır. İşletmelerin büyüklüğü ile orantılı olarak sermayeye duyulan ihtiyaç da artmakta ve sermaye tedariki oldukça zor ve karmaşık çabalara ihtiyaç göstermektedir⁽¹⁵⁾. Diğer yandan, ekonomik gelişmeye paralel olarak artan kişisel ve kurumsal tasarrufların tek tek verimli yatırım alanlarına kanalize edilmesinde de büyük güçlüklerle karşılaşmaktadır. İşte bu ihtiyaç ve güçlükler, tasarrufların doğrudan doğruya yatırımlara akışını sağlayan sermaye piyasası sayesinde giderilmektedir.

Sermaye piyasası, tasarrufların en güvenli, verimli ve süratli olarak ekonomik gelişmeye katkısını sağlayan bir düzendir. Sermaye piyasasında tasarruf sahibi ile yatırımcı direkt olarak karşılaştığından, miktarı ne olursa olsun tasarrufların en küçük bir parçası bile bu sayede verimli alanlara yönelebilmekte, bir fonksiyon görebilmektedir. Ayrıca bu direkt ilişki, sermaye kayıplarının en düşük düzeyde kalmasını sağlamaktadır⁽¹⁶⁾.

Sermaye piyasası, tasarrufların uzun vadeli menkul kıymetlere yatırılarak değerlendirilmesine olanak sağladığı için, ülkede iç tasarruf düzeyinin yükselmesine de katkıda bulunur⁽¹⁷⁾.

Menkul kıymetlerin sürekli alınıp satıldığı bir piyasada işletmeler ihtiyaç duydukları orta ve uzun vadeli fonları sermaye piyasasının işlekliliği nedeniyle kolayca ve

(14) Latif Çakıcı. agm, s.104.

(15) Menteş A.Ertay. Sermaye Piyasası ve Tekniği. Ankara, 1975, s.192.

(16) age, s.193.

(17) Öztin Akgüç. "Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler". T.M.U.D. Semineri, İstanbul, 1975, s.34.

fazla bir masrafa girmeden sağlayabilecekleri gibi, kendi özkaynaklarının çok üzerinde sermaye gerektiren yatırımları da yapma olanağını bulmuş olacaklardır⁽¹⁸⁾.

Sermaye piyasası, küçük tasarruf sahiplerini, enflasyona karşı koruması ve ekonomi içinde oluşan ticari ve sınai kârlara ortak etmesi bakımından da önemlidir⁽¹⁹⁾.

Tasarruf sahipleri, ellerindeki menkul kıymetleri istedikleri zaman ve kayba uğramadan nakde çevirebilecekleri bir piyasa bulduklarında, tasarruflarını likitidesi az taşınmaz mallara yatırmak yerine uzun vadeli finansal varlıklara yatırmakta bir sakınca görmeyeceklerdir. Sermaye piyasası finansal varlıklara pazarlama olanakları sağlayarak, tasarruf sahibinden ayrı olarak finansal kurumlar tarafından yönetilen yatırımların yapısında bulunan rizikoyu azaltır⁽²⁰⁾. Ayrıca, mülkiyet ile yönetimin ayrılması, ekonomide fonların daha verimli bir şekilde dağılımını sağlar. Menkul kıymetler için devamlı bir piyasanın varlığı ve yatırım alanlarının seçim hakkının uzmanlaşmış kuruluşlara bırakılması ile fonlar daha iyi değerlendirilir. Bu suretle etkin bir sermaye piyasasının varlığı, ekonomik kalkınmanın hızlandırılmasında önemli bir rol oynayacaktır⁽²¹⁾.

V. Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi

A. Tarihçe

Ülkemizde sermaye piyasasının mazisi sanıldığı kadar yeni değildir. Avrupa'da başlayan sanayi devrimi ve sömürgecilik hareketleri ile birlikte, büyük anonim şirketler ortaya çıkmış ve bu şirketler halka açılmaya başlamışlardır. Bu arada Türkiye'de yaşayan yabancı tüccarlar ve azınlıklar, tedavül eden paranın altın para olması , kambiyo kontrolünün bulunmaması ve kapitülasyonların kendilerine sağladığı serbesti sayesinde

(18) Faruk Alpaslan. "Sermaye Piyasasının Önemi ve Türkiye'deki Durumu" Atatürk Üni. İşletme Fak. Dergisi, C.3, S.3-4, Kasım 1978, s.102.

(19) Latif Çakıcı. agm. s.104.

(20) Faruk Alpaslan. agm. s.102.

(21) Rıza Aşıkoğlu. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme. Yayınlanmış Doktora Tezi, Anadolu Üni. Yayınları No:35, Eskişehir 1983, s.23.

kolayca dışarıya para çıkararak, yabancı şirketlere ait tahvil ve hisse senetlerini satın alınırlardır. Daha sonra tanzimat hareketinin de etkisiyle, Türkler de bu konuyla ilgilenmeye başlamışlar, yabancı tüccarlarla azınlıkların dışarıdan aldıkları menkul kıymetlerin el değıştirmesi sonucu, bizde de bir piyasa oluşmuştur. Bu borsada yerli ve yabancı tahvil ve hisse senetleri, Avrupa borsalarıyla telgraf irtibatı kurulmak suretiyle işlem görmüştür. Bu ilk sermaye piyasamız. I. Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşının kötü şartlarından etkilenmiş ve bilhassa Cumhuriyetin ilanından sonra, kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi ve altın para ekonomisinden, milli ve dışa kapalı ekonomi düzenine geçilmesiyle birlikte son bulmuştur⁽²²⁾.

Ülkemizde sermaye piyasasının yeniden doğuşu, 1960'lı yıllarda hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlar. Bu menkul kıymetler, zamanla alım satıma konu olarak bir ikinci el piyasasının oluşmasını sağladılar. 1980'li yıllarda ise tasarruf bonoları tamamen piyasadan çekildi⁽²³⁾.

Planlı uygulamaya geçtiğimiz 1963'ten 1981'e kadar Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkarılması gereği, yıllık programlarda ve beş yıllık kalkınma planlarında yer almıştır. Böyle bir kanun olmamasına rağmen, her türlü yasal denetimden uzak bir sermaye piyasası Türkiye'de vardı. 1980'de oldukça gelişmiş olan bu piyasa, Aralık 1981'deki "Banker Krizi" ve Haziran 1982'de sistemin en büyük halkasını oluşturan bankerlik kuruluşunun devre dışı kalmasıyla büyük ölçüde ortadan kalkmıştır⁽²⁴⁾.

B. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

1981-82'de yaşanan banker krizinin ve 1980 sonrasında ekonomide finansman sorununun belirgin bir hale gelmesinin etkileriyle, sermaye piyasasında düzenleme yapma gereği açıkça hissedilmeye başlanmıştır. Bu konuda ilk önemli yasal düzenleme 30 Temmuz 1981 tarihinde yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ile olmuştur. Bu kanun ile, sermaye piyasasında denetim ve geliştirme görevlerini

(22) Muharrem Karslı. age. s.31.

(23) age. s.32.

(24) Özcan Ertuna. age, s.131.

üstlenen bir kamu otoritesi, "Sermaye Piyasası Kurulu" oluşturulmuştur. Öte yandan SPK, özünde birincil piyasaya ilişkin sorunlara yönelik olan, menkul kıymet ihracını ve aracı kurumların nitelik ve işlevlerini düzenleyen esaslar getirmiştir⁽²⁵⁾.

1. Kanunun Amacı

Türkiye'deki sermaye piyasası, 1981 yılında çıkarılan SPK yürürlüğe girinceye kadar, Türk Ticaret Kanunu, Medeni Kanun ve Borçlar Kanununun genel hükümleri ve Merkez Bankası tebliğleri ile yetersiz bir şekilde düzenlenmekteydi.

SPK'nun yürürlüğe girmesinden sonra sermaye piyasası ile ilgili düzenlemeler,

- Kanunlar,
- Kanun hükmünde kararname,
- Bakanlar Kurulu kararı,
- Yönetmelikler,
- Tebliğler ve
- Sirkülerler tarafından yapılmaktadır.

2449 sayılı SPK'nun 1. maddesinde kanunun konusu ve amacı şu şekilde belirtilmiştir. Bu kanunun konusu; "Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemektir".

2. Kanunun Sermaye Piyasasına Getirdiği Yenilikler

a. Halka Arz İzni

Sermaye piyasasında oluşturulmak istenen açıklık ilkesinin gereği olarak, menkul kıymetlerin halka arzı için Sermaye Piyasası Kurulundan izin alınması şartı getirilmiştir. Kurul, menkul kıymetlerin ihracına değil halka arzına izin vermektedir.

(25) SPK Kurulu Araştırma Geliştirme Dairesi. Türk Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler. OECD-SPK Konferansında Sunulan Tebliğler, İçinde Açılış Tebliği, SPK Kurulu Yayınları No:6, Çeşme, 30 Haziran-5 Temmuz 1985, ss..26-27.

İhraç İşlemi T. Ticaret Kanunu hükümlerine göre yapılmakta, ancak halka satış sözkonusu olursa kuruldan izin almak gerekmektedir⁽²⁶⁾.

b. Hisse Senedi Bedellerinin Peşin Ödenmesi

Türk Ticaret Kanunu, tedrici kuruluşlarda ve sermaye artırımlarında, sermayenin 1/4 ünün peşin ödenip, taahhüt edilen kalan kısmın şirket yönetim kurulunun belirleyeceği ileriki bir tarihte ödenebilmesine izin vermektedir. SPK ise hisse senedi bedellerinin peşin ödenmesini öngörmektedir(m.7).

c. Kayıtlı Sermaye Sistemi

SPK'nun getirdiği yenilikliklerden biri olan kayıtlı sermaye sistemine göre, hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan veya kurulduktan sonra sermaye artırımını yolu ile hisse senetlerini halka arz edecek anonim ortaklıklar;

- Ticaret Bakanlığından ön izin,
- Genel kurul kararı,
- Ticaret Bakanlığından kesin izin,
- Mahkeme tastiki,

şartları aranmaksızın, kuruldan izin almak suretiyle bir kayıtlı sermaye tavanı tespit ettirildikten ve bu miktar esas sözleşmeye geçirildikten sonra, sadece yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalmaksızın, çıkarılmış sermaye ile kayıtlı sermaye tavanı arasında kısa yoldan sermaye artırımına gidebilmektedirler⁽²⁷⁾.

d. Kâr Dağıtımı

Türk Ticaret Kanunu'nun kâr dağıtımı konusunda anonim şirketlere tanıdığı serbestinin aksine, SPK bu konuda yatırımcıların çıkarlarını korumak amacıyla, "Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur, bu oran, Kurul tarafından tespit olunacak

(26) Mehmet Akmansu. "Sermaye Piyasası Kanununun Getirdikleri". Türkiye'de Sermaye Piyasası - Araçlar ve Kuruluşlar - İçinde. SPK-IAV Organizasyonu, İstanbul, 1984, s.24.

(27) a.g.e, s.27.

miktardan aşağı olamaz" (m.15.) hükmünü getirmiştir.

Bu hüküm, T. Ticaret Kanunu'na tabi anonim şirketlerde genel kurulun kâr dağıtımı konusunda dilediği kararı alıp uygulaması sonucu, yatırımcıların mağdur edilmesi durumunu bir ölçüde ortadan kaldırmaktadır.

SPK'na tabi anonim şirketlerin kâr dağıtımı konusunda uyacakları şartlar, kanunun 7. maddesinde belirtilmiştir. Buna göre, "Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan anonim ortaklıkların birinci temettü oranı, uzun vadeli devlet iç borçlanma tahvillerinin ilgili hesap döneminin son günündeki faiz oranıdır. Ancak, denmiş sermaye üzerinden hesaplanacak bu birinci temettü tutarı, hesap dönemi net krından vergi ve benzerleri dşlmek suretiyle bulunan dağıtılabilir kârın yarısından az, %75'inden fazla olamaz" denmektedir.

e. Tahvil İhraç şartlarına İlişkin Düzenleme

SPK çıkmadan önce tahvil ihraçlarında Merkez Bankası yetkili kılınmıştı. SPK ise, tahvil ihracı için izin yetkisini Sermaye Piyasası Kuruluna vermiş ve "Kurul tarafından, tahvillerin halka arzına izin verilirken, satışa çıkarılacak tahvillerin miktar, faiz ve satış şartlarının tespitinde T.C. Merkez Bankası tarafından alınmış olan kararlara uyulur. Halka arz edilecek tahvillerin ihracı için Merkez Bankasından ayrıca izin alınması gerekmez" (m.5), hükmünü getirmiştir.

SPK, tahvil ihraç tavanını da yükseltmiştir. Ticaret Kanunumuz, "Anonim şirketlerin çıkaracağı tahviller esas sermayelerinin ödenen ve tasdik olunmuş son bilançoya göre mevcudiyeti anlaşılan miktarını aşamaz"(m.422) demektedir. SPK ise, 13. maddede bu miktara, son bilançoda gösterilen yedek akçelerin de eklenebileceğini söylemekle, hisse senetleri halka arz olunan anonim ortaklıkların, tahvil ihracı yolu ile uzun vadeli borçlanma tavanını da yükseltmiş olmaktadır. Ayrıca daha sonra bu sınır 6 katına kadan genişletilmiştir.

f. Denetim ve Yaptırım

SPK kapsamındaki kuruluşlar, yani menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklıklar ile sermaye piyasasındaki yardımcı kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kurulunun denetimi altına alınmıştır. Denetimin konusu bu kanundan doğan işlem ve hesaplar, denetimi yapacak olanlar ise Kurul'un denetileridir. Kurul gerekli görürse, Maliye

müfettişleri, hesap uzmanları ve bankaların yeminli murakıplarını da denetimle görevlendirebilir⁽²⁸⁾.

Yapılacak düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kurulunun çıkaracağı tebliğlere bırakılmıştır. Gerek kanun hükümlerine, gerekse kanuna dayanılarak Kurul tarafından çıkarılacak tebliğlere uymamak cezalarla yaptırım altına alınmıştır.

g. Yardımcı Kuruluşlar

Sermaye Piyasası Kanunu'nun getirdiği en büyük yeniliklerden biri de yardımcı kuruluşlardır. Bu konuya ileride detaylı olarak değinilecektir.

VI. Menkul Kıymetler Borsaları

Menkul kıymet borsaları, kote ettirilmiş tahvil ve hisse senetlerinin alım satım işlemlerinin yapıldığı kapalı piyasalardır⁽²⁹⁾. Menkul kıymet borsaları, serbest piyasa ekonomilerinde ikincil sermaye piyasasının faaliyet merkezini oluşturur ve aynı zamanda bu faaliyetlerin belli bir düzen, disiplin ve açıklık içinde sürdürülmesini sağlarlar. Çeşitli faktörlerin etkisi altında, hukukî yapıları, organları, aracılık düzenleri, bağımsızlık dereceleri, işlem hacimleri ve etkinlik düzeyleri itibariyle ülkeden ülkeye farklılıkları olsa da, her menkul kıymet borsasının organizasyonunda şu temel koşulların yerine getirilmesi gerekli görülmektedir.

- Alım satım işlemleri, tam bir dürüstlük içinde ve mümkün olduğunca kolay ve süratli olmalıdır,

- Borsada işlem gören herhangi bir menkul kıymetin piyasası, kaydedilen kurlara bütün anlamını kazandıracak ölçüde geniş olmalıdır,

-Tüm ilgilileri ve tasarruf sahiplerini her konuda aydınlatacak bir yayın olanağı sağlanmalıdır⁽³⁰⁾.

(28) Muharrem Karslı. age. s.65.

(29) Charles A. D'Ambrosio. A Guide to Successful Investing. Prentice-Hall Inc. New Jersey, 1970, s.72.

(30) Azmi Fertekligil. "Menkul Kıymet Borsaları". Türkiye'de Sermaye Piyasası - Araçlar ve Kuruluşlar - içinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul, 1984, ss.295-296.

A. Borsa Fikri ve Gelişimi

Borsaların başlangıcı, tarihi çok eskilere giden pazar ve panayırlardır. İlk zamanlar her türlü ticari malın alınıp satıldığı bu panayırlarda zamanla kıymetli madenler ve ticari senetler de el değiştirmeye başlamıştır. 15. yüzyıldan sonra yaygınlaşan ticari senetlerin alış verişine ilişkin bazı kurallar ortaya çıkmıştır. Hollanda'da bazı aileler para ticaretini meslek haline getirmişlerdir. Hatta "borsa" deyiminin Van der Burse ailesinin adından geldiği iddia edilmektedir.

O devirlerde menkul kıymet alıp satmak isteyenlerin belirli bir buluşma yeri yoktu ve işlemler genellikle sokak ortasında yapılıyordu. Daha sonraları işlemlerin hacmi genişleyince, bu kişiler birtakım mekânlarda buluşmaya ve işlemleri buralarda yapmaya başladılar⁽³¹⁾.

Menkul kıymet borsaları esas karakterlerini, 19. yüzyılda yatırım alanı arayan sermayelerin çoğalması, anonim şirketlerin büyümesi ve yaygınlaşması sonucu kazanmışlardır. İşlerin genişlemesi ile borsada aracılık yapan kişiler arasında dayanışma oluşmuş, birlikler kurulmuştur. Hile ve dolandırıcılığa çok açık olan borsa işlemlerinin bir disiplin ve tasarrufların güven altına alınması ihtiyacı, devlet müdahalelerini ve yasal düzenlemeleri gerektirmiştir⁽³²⁾.

B. Borsaların Ekonomik Fonksiyonları

1. Menkul Kıymetlere Likitide Sağlama

Borsaların en önemli fonksiyonlarından birisi, menkul kıymet arz ve talebinin karşılaşmasını sağlamak suretiyle bu varlıkların seri bir şekilde el değiştirebilmesini mümkün kılmasıdır. Borsalar, menkul kıymetler için devamlı bir pazar yeri oluşturduklarından yatırımcılar ellerindeki menkul kıymetleri her an paraya çevirme olanağına sahiptirler. Bu durum menkul kıymetlere likide sağlar ve tasarrufların başka yatırım alanları yerine hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıklara akışını sağlar.

Borsalar daha ziyade, küçük tasarruf sahiplerinin, sınırlı bir süre için yatırıma

(31) Muharrem Karslı. age, s.160.

(32) Azmi Fertekligil. agm, s.296.

yönebilecek ve çapı itibariyle de tek başlarına ekonomiye katkı için yetersiz fonlarını ülke ekonomisinin emrine vermeyi amaçlamaktadır. Bu bakırdan piyasa düzeninin amaçlanan hedefe ulaşmasında likitide hayati bir önem taşımaktadır⁽³³⁾.

2. Güvence Unsuru Olma

Organize olmayan piyasalarda her türlü finansal varlığın alış verişinin yapılması mümkündür. Oysa borsalarda, sadece borsaya kote edilmiş menkul kıymetler alınıp satılabilmektedir. Herhangi bir menkul kıymetin borsaya alınması demek, onun bir kurum veya devlet tarafından garanti altına alınması demek değildir. Ancak, kote işleminden önce bu menkul kıymeti ihraç eden şirket, sıkı bir denetimden geçirildiğinden, yatırımcı için bir güven unsuru oluşmuş demektir. Güven yaratma işlevleriyle borsalar, menkul kıymet arz ve talebinin artmasını da sağlarlar.

3. Sanayide Yapısal Değişiklikleri Kolaylaştırma

Belli bir gelişme düzeyine erişmiş bir ekonomide, malî bakımdan güçlü işletmeler, ek üretim kapasitesi edinmek amacıyla, bünyesinde birtakım zaafı bulunan başka işletmelerin kontrollerini ele geçirmek için girişimlerde bulunurlar. Girişimin olumlu sonuç vermesi halinde ise, o işletmenin üretim yapısı büyük değişikliklere uğrar. Borsa sistemi içinde gerçekleşen bu operasyonlar, yeni emisyonlarla finanse edilir. Böylece hem zaafı olan anonim şirketlerin üretim kapasiteleri değerlendirilmiş, hem de hisse senedi fiyatlarının yükselmesi sağlanarak tasarruf sahiplerinin çıkarları korunmuş olur⁽³⁴⁾.

Bu işleyle borsa, sermaye piyasasında yeni ihraçları, bunların tasarruf sahiplerine yayılmasını ve fonların iyi yönetilen başarılı işletmelere akmasını teşvik etmekte, kendisi yeni bir değer yaratmamakla birlikte, ekonominin emrindeki sermayenin artışını sağlamaktadır.

(33) Menleş Ertay. age, s.210.

(34) Azmi Fertekligil. agm, s.303.

4. Ekonomik Durumun Göstergesi Olma

Bir şirketin menkul kıymetlerinin borsadaki durumu, o şirketin başarı ve güvenilirliğinin en iyi göstergesidir. Borsa bu işlevi basit olarak yapabileceği gibi, şirketler arasında karşılaştırmalı olarak da yapar. Bir şirketin durumunda iyiye gidış olsa bile, şayet alternatiflerinde daha büyük gelişmeler varsa, o şirketin menkul kıymetleri borsada değer kazanmak yerine değer kaybedebilir⁽³⁵⁾.

Borsalar, ülke ekonomisinin yakın geleceğinin, menkul kıymet fiyatlarının izlenmesi suretiyle tahmin edilmesini sağlarlar⁽³⁶⁾. Ayrıca enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın ve hatta savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık gibi ekonomi dışı etkenlerin ekonomideki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden biri borsalardır⁽³⁷⁾.

5. Sermayeye Hareketlilik Kazandırma

Borsada işlemler arz talep kurallarına uygun olarak yapıldığı için, menkul kıymetlerin fiyatları borsalarda en doğru şekilde oluşmaktadır. Gelişme gösteren menkul kıymetlere olan talep artınca fiyatı yükselir, aksi durumda olanlar elden çıkarmak amacıyla piyasaya arz edilince fiyatı düşer. Böylece sermaye hareket kazanmış ve kârlı alanlarda değerlendirilmiş olur.

6. Sermaye Mülkiyetini Yaygınlaştırma

Etkin ve düzenli bir borsa sisteminin yarattığı özendirici ortam içinde, menkul kıymetlerin ve özellikle de hisse senetlerinin, gittikçe daha geniş bir tasarrufçu kütlesine yayılması, hisse senetleri borsaya kote edilmiş anonim şirketlerin yeniden senet ihracı yolunu genişletir. Yeni yatırım projelerinin finansmanı için gerekli fonların toplanması amacıyla anonim şirketler, sermaye artırımına giderek şirketin mali gücünü ve ortak

(35) Muharrem Karslı. age, s.155.

(36) Cevat Sankamış. age, s.97.

(37) Muharrem Karslı. age, s.155.

sayısını artırır(38). Bu suretle sermaye mülkiyetinin yayılması, o ülkede orta sınıfın oluşup güçlenmesine ve sosyal barışın sağlanmasına yardımcı olur.

7. Ekonomiye Kaynak Yaratma

Piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde, ekonomideki tasarruf düzeyinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarında değerlendirilmesi şeklinde ortaya konulabilen kaynak sorununun çözümlenmesi için etkin bir borsa sisteminin varlığı gereklidir. Bütçe açığını borçlanmak suretiyle karşılamak veya elindeki ticari işletmeleri özelleştirerek bunların hisse senetlerini halka satmak isteyen devletin, borç senedi çıkararak kısa veya uzun vadeli fon sağlamak isteyen özel sektörün ve hisse senedi ihraç ederek sermayesine ortak arayan sınıflı şirketlerin, bu konulardaki en büyük güvencesi borsalardır(39).

C. Türkiye'de Borsanın Tarihçesi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)

Ülkemizde borsa faaliyetinin başlangıcı çok eskilere dayanır. Osmanlı İmparatorluğunda ilk menkul kıymetler borsası, 1866 yılında "Dersaadet Tahvilât Borsası" adıyla kurulmuştur. Zaman zaman önemli spekülâtif olaylara sahne olmasına rağmen dönemin koşulları içinde, yabancı ve azınlıkların da katkılarıyla büyük gelişmeler gösteren borsa, daha sonraki tarihlerde yeni düzenlemelere tabi tutulmuş, I. Dünya Savaşı nedeniyle çıkarılan 1447 sayılı kanunla "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası" adıyla yeniden düzenlenmiştir. Ancak, kuruluşundan itibaren, o günün olumsuz şartları içinde hiç bir gelişme gösteremeyen borsa, zamanla tam bir atalet içine düşmüştür(40).

(38) Azmi Fertekliğil. agm, s.302.

(39) Muharrem Karslı. agm, s.156.

(40) - İstanbul Menkul Kıymetler Borsası: -Kuruluş, Organizasyon, İşleyiş, Faaliyet - İMKB Yayınları No:2, s.5.

1447 sayılı kanun, 50 yılı aşkın bir süre yürürlükte kaldıktan sonra, finansal sistemin düzenlenmesi amacıyla 6 Ekim 1983 tarihinde yayımlanan 91 sayılı, "Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname" ile yürürlükten kaldırılmıştır. Bundan tam bir yıl sonra 6 Ekim 1984 tarihinde yayımlanan "Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında" yönetmelik ile de İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsasının adı "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası"na dönüşmüştür⁽⁴¹⁾. İMKB, 26 Aralık 1985 tarihinde açılmış, ilk seansını ise 2 Ocak 1986'da yapmıştır.

1. İMKB'nin Hukukî Yapısı ve Tanımı(*)

6. 10. 1983 tarihli 91 sayılı KHK, menkul kıymetler borsalarının özel bütçeli ve tüzel kişiliğe sahip kamu kurumu olma niteliğini korumakla birlikte, evvelce Fransız-Alman ağırlıklı olan borsa sistemini, daha liberal karakterli Anglo-Sakson borsa tipine yaklaştırmış, buna karşılık borsayı Sermaye Piyasası Kurulunun gözetim ve denetimi altına sokmuştur. Borsa, bir yönetim kurulu ile üçlü kararnameyle tayin edilen bir borsa başkanı tarafından yönetilir. Borsada işlem yapmaya yetkili kişiler, SPK tarafından işlem yapmalarına izin verilen gerçek ve tüzel kişiler olarak ifade edilmiştir⁽⁴²⁾.

Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, menkul kıymet borsalarını; "Bu Kanun Hükmünde Kararnamede yazılı esaslar dairesinde menkul kıymetlerin alım ve satımı, fiyatlarının tespit ve ilanı işleriyle yetkili olarak kurulan tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır" (m.3) şeklinde tanımlamaktadır.

(41) Özcan. Ertuna. age. ss.133-134.

(*) 91 sayılı "Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında" KHK ve "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında" yönetmelikte menkul kıymet borsaları hakkında yapılan her türlü düzenleme, tarif ve tanımlar, bugün için Türkiye'de mevcut tek borsa olan İMKB'na mal edilmektedir. Bu yüzden borsa deyince İMKB anlaşılmalıdır.

(42) Muharrem Karılı. age, s.222.

2. Borsa Üyeleri ve Organları

a. Borsa Üyeleri

Menkul kıymetler üzerinde borsada işlem yapmalarına Sermaye Piyasası Kurulu'nca izin verilen gerçek ve tüzel kişilere borsa üyeleri denir.

Borsanın nitelikleri ve şartları Yönetmelikle belirlenmiş üyeleri dört grup halinde düzenlenmiştir. Bunlar;

- Borsada işlem yapmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almış olan yatırım ve kalkınma bankaları,

- Bankalar Kanunu'na göre Türkiye'de faaliyette bulunan bankalardan, borsada işlem yapmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almış bulunanlar,

- 2499 sayılı SPK'na göre, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan borsa bankerliği belgesi almış aracı kurumlar,

- Münhasıran borsada işlem yapmak üzere, üye temsilci ve yardımcılarını için belirlenmiş nitelikleri taşıyan gerçek kişilerden Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayı ile üyeliğe kabul edilen borsa komisyoncuları.

Borsa üyelerinin borsada tabi olacakları şartlar yönetmelikte şu şekilde belirlenmiştir(m.9).

Borsa üyeleri borsada;

(i) Kendi nam ve hesabına,

(ii) Kendi namına başkası hesabına,

(iii) Başkası nam ve hesabına işlem yapabilirler.

- İyi niyet kurallarına, mevzuata, borsa düzen ve disiplinine uymak zorundadırlar.

- Müşterilerin alım satım emirlerini kabul etmeyebilirler, ancak bunu haber vermek zorundadırlar.

- Tarife dışı komisyon alamazlar.

- Borsa üyeleri, borsada yaptıkları işlemlerin tümünden sorumludurlar.

- Yardımcılarının ve çalışanlarının görevleri çerçevesinde yaptıkları işlerden de sorumludurlar.

b. Borsanın Organları

İMKB'nun organları, 91 sayılı KHK'nun "Kuruluş ve Organlara Ait Hükümler" bölümünde belirtilmiştir.

ba. Genel Kurul

KHK/91'in 5. maddesinde; (i) Menkul kıymetler borsalarının üyelerden oluşan bir genel kurulu bulunduğu, (ii) Genel Kurulun her yıl Sermaye Piyasası Kurulu'nun belirleyeceği bir tarihte olağan olarak, gerekli hallerde ve Kurul'un daveti üzerine, olağanüstü olarak toplanacağı ve (iii) Genel Kurul'un borsanın üst karar mercii olduğu belirtilmiştir.

Yönetmeliğin 15. maddesinde belirtilen genel kurulun görev ve yetkileri ana başlıklarıyla şunlardır;

- Borsa yönetmelikleri hazırlamak ve iç yönetmelikleri onaylamak,
- Borsa işlerine ilişkin konularda kararlar almak, teklifler yapmak,
- Yıllık borsa faaliyet raporunu ve denetleme raporunu inceleyerek karara bağlamak,
- Borsa'nın bilançosunu, gelir-gider hesabını ve personel kadrosunu inceleyerek karara bağlamak,
- Yönetim ve denetleme kurulu üyelerini seçmek ve ibra etmek,
- Bazı komiteler kurmak ve üyelerini seçmek.

bb. Yönetim Kurulu

Menkul kıymetler borsalarında, bir başkan ve dört üyeden oluşan beş kişilik bir yönetim kurulu bulunur (m.6). Yönetim kurulunun başkanı, hükümet tarafından müşterek kararname ile tayin edilen Borsa Başkanıdır.

Yönetim kurulunun görevleri şöyle özetlenebilir;

Borsaya ilişkin her türlü iç mevzuatı hazırlamak, menkul kıymetlerin borsaya kote edilmesi için yapılan başvuruları karara bağlamak, borsa işlerinin kurallara uygun olarak yürütülmesini sağlamak, yetkisi dahilindeki konularla ilgili ihtisas komiteleri kurmak, kot dışı menkul kıymetler hakkında Sermaye Piyasası Kurulu'na bilgi vermek, borsa işlemlerinde doğabilecek uyumsuzlukları inceleyip sonuca bağlamak, borsa bülteni çıkarmak, borsa işlemleri hakkında istatistikler düzenlemek, borsa bütçesini, kadrosunu, kesin hesabını hazırlamak ve gerekli tayinler ile mevzuatla verilen diğer görevleri

yerine getirmek⁽⁴³⁾.

bc. Denetleme Kurulu

Borsa denetleme kurulu, genel kurul tarafından, genel kurul üyeleri arasından veya dışarıdan seçilen 2 üyeden oluşur. Denetim kurulu üyelerinin hizmet süresi iki yıldır ve aynı kişinin yeniden seçilmesi mümkündür.

Denetçiler, borsaların hesap ve işlemlerini, kanun, kararname, tebliğ, Kurul kararları ve borsa genel kurulunca alınan kararlar çerçevesinde denetlemekte yükümlüdürler. Borsa genel kurulu adına denetleme yapacak olan denetçiler, yönetime müdahale edemezler, ancak görüşlerini yazılı olarak borsa başkanlığı ve Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirmekle görevlidirler⁽⁴⁴⁾.

bd. Başkanlık teşkilatı

Borsa başkanlık teşkilatı, borsa başkanı ve borsa personelinden oluşur. Borsa personeli ise borsa eksperleri ile diğer personelden ibarettir. Yönetim kurulunun da başkanı olan borsa başkanı, borsanın en üst amiridir ve borsanın genel yönetim ve temsili ile görevlidir. Borsa başkanı Sermaye Piyasası Kurulu'nun teklifi üzerine müşterek kararname ile 5 yıl için tayin edilir. Borsa eksperleri ise, menkul kıymetlere ait alım-satım emirlerini toplayarak, belirlenmiş kurallara göre fiyatların oluşmasını, alım-satım işlerinin sonuçlandırılmasını sağlamakla görevlendirilmiş personellerdir⁽⁴⁵⁾.

c. Borsanın Örgüt Yapısı

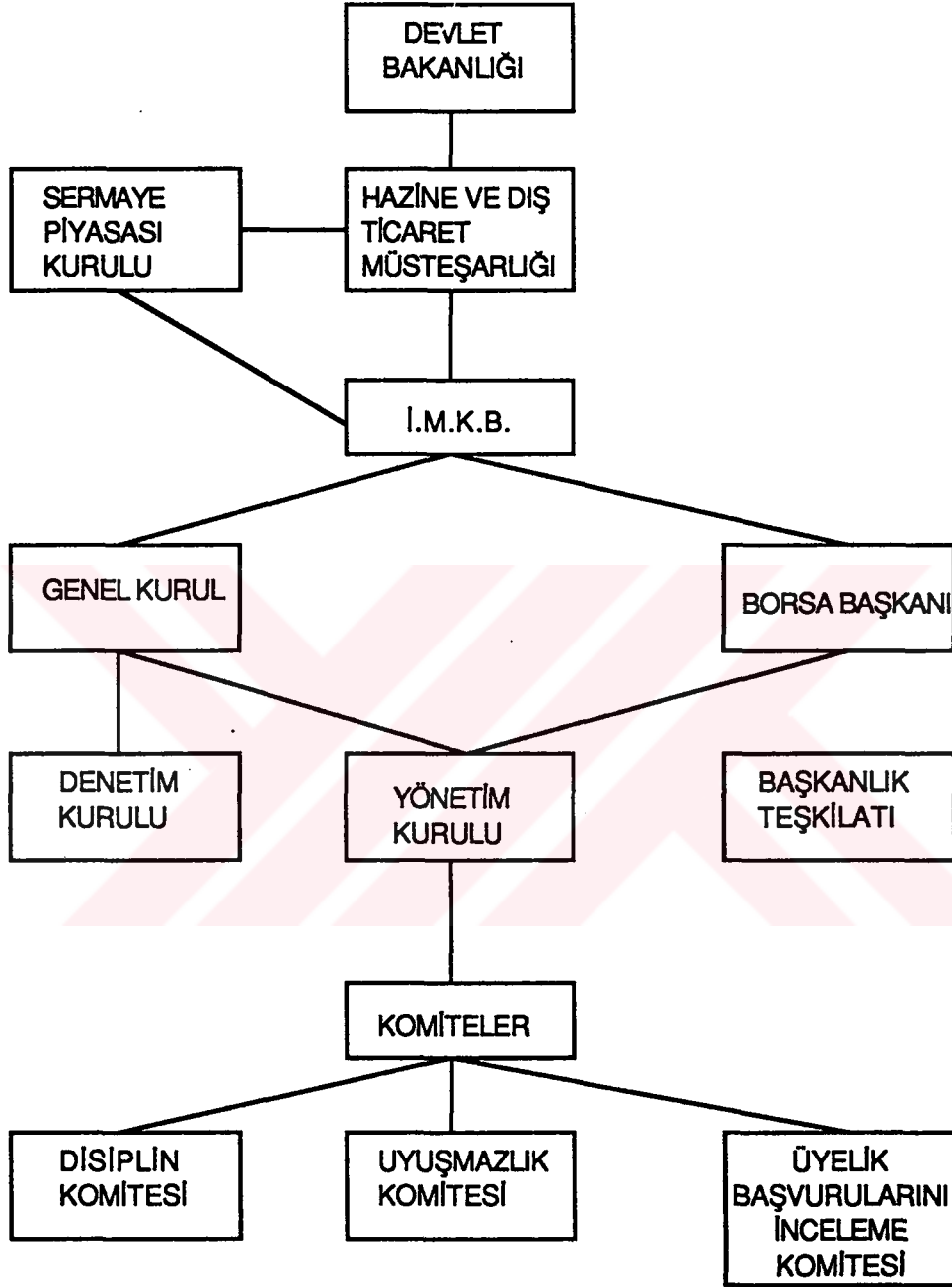
İMKB kanunla kurulmuş bir kamu kuruluşu, aynı zamanda da bir meslek kuruluşudur. Borsanın üst karar organı Genel Kuruldur. Yönetim Kurulu, Genel Kurul tarafından seçilir, Yönetim Kurulu Başkanı (aynı zamanda Borsa Başkanı) ise Hükümetçe üçlü kararname ile tayin edilir. Borsanın örgüt yapısı şu şekilde oluşturulmuştur⁽⁴⁶⁾.

(43) Vural Günal. age, s.66.

(44) age, ss.75-76.

(45) Muharrem Karslı. age, s.227.

(46) age, ss.236-237.



Şekil 1.1: İMKB'nin Örgüt Yapısı

3. Borsa'da Kota Alma ve Kottan Çıkarma İşlemleri

a. Kota Alma

Yönetmeliğin 34. maddesine göre, "Borsalarda hisse senetleri, tahviller ve ilgili borsa yönetim kurulunun teklifi üzerine veya re'sen Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenecek diğer menkul kıymetler alınıp satılır".

"Borsada işlem görebilecek menkul kıymetlerden bu Yönetmelikte belirlenen şartları taşıyanlar "borsa kotuna" alınır. Menkulu kıymetlerin borsa kotuna alınıp alınmayacağı konusunda yetkili merci borsa yönetim kuruludur"(m.35).

Kamu kuruluşlarına ait menkul kıymetler Maliye Bakanlığının isteği ile, yabancı kuruluşların menkul kıymetleri ise Maliye Bakanlığının izni ile borsa kotuna alınabilir.

Kotasyon için başvuru formu ile müracaat edilir. Bu forma aşağıdaki belgeler eklenir.

(i) Menkul kıymetin halka arzı nedeniyle düzenlenerek Kurul'un onayından geçmiş izahname ve sirküler ile halka arz örneği,

(ii) Ortaklığın en son standrat mali tabloları,

(iii) Vezne hizmetlerinin kimler tarafından yapılacağı; şirket bu hizmetleri kendi yapacaksa, merkez ve şubelerinin isim ve adresleri, bir banka veya aracı kurum yapacaksa, bu konudaki anlaşma metni ile aracılardan ünvanı ve hizmet verecekleri adresler.

Borsa yönetimi gerekli gördüğü taktirde bu belgelere ilâveten;

(i) Menkul kıymetin anapara, faiz ve kâr payı ödemelerine garanti veren kişi ve kuruluşların finansal durumu hakkında bilgi ve,

(ii) Varsa, ortaklığın, bilanço, gelir tablosu ve diğer finansal tablolarının ilgili kuruluşlarca incelenmesi sonucu düzenlenmiş inceleme raporunu da isteyebilir.

Başvuru dosyası üzerinden veya gerekli görülmüşse ortaklık nezdinde yapılan incelemeler sonucu tamamlanan dosya, yönetim kurulu tarafından ele alınmadan önce "kotasyon komitesi"nce incelenir. Bu incelemeden sonra, borsa yönetim kurulu kotasyon komitesinin kararını ve bu kararın dayanaklarını da göz önünde bulundurarak menkul kıymetleri kota alır (veya almaz). Yönetim kurulu, kotasyon komitesinin görüşü ile bağlı değildir, gerekçelerini bildirerek, kotasyon komitesinin görüşlerinin aksine bir karar almak, yönetim kurulu yetkisi dahilindedir.

Menkul kıymetlerin borsa kotuna alınabilmesi için gerekli olan koşullar ise, İ.M.K.B. İç Yönetmeliği'nin 9. maddesinde belirtilmiştir.

Ortaklık hakkını gösteren menkul kıymetler için;

1. Başvurunun, tertibin tamamı için yapılmış olması,
2. Menkul kıymetin borsa kotuna aldirmek isteyen ortaklığın,

(i) Ortak sayısının 100'den fazla ve ödenmiş sermayesinde en az %15'inin halka arz edilmiş olması,

(ii) Kuruluşundan itibaren en az 3 yıl, sermayesinin en az % 25'i, 100'den fazla kişinin elinde bulunuyorsa 2 yıl geçmiş olması,

(iii) Finansman yapısının, faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ve tasdik edilmiş olması,

(iv) Başvuru tarihinden önceki 2 yılda da kâr etmiş olması,

(v) Ödenmiş sermaye ve ihtiyatları toplamının en az 200 milyon lira olması,

(vi) Menkul kıymetinin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa yönetimince önceden belirnecek kriterlere uygun olması,

Borçluluğu temsil eden menkul kıymetler için;

1. Başvurunun, tertibin tamamı için yapılmış olması,
2. Başvurusu yapılan ihracın nominal tutarının en az 100 milyon lira olması,
3. Menkul kıymeti borsa kotuna alınacak kuruluşun yukarıda sayılan şartlardan

ilki hariç diğerlerine uygun olması gerekmektedir.

Kota alınan menkul kıymetler için kota alma ücreti tahakkuk ettirilir. Kota alma ücreti, menkul kıymetlerin tutarı üzerinden;

İlk 250 milyon TL. için % 0,1

Sonraki 250 milyon TL. için % 0,08

Sonraki 500 milyon TL. için % 0,06

1 milyar TL. dan yukarısı için % 0,04 dür.

b.Kottan Çıkarma

Menkul kıymetlerin kottan çıkarılması iki şekilde olur. Birinci durum, yönetmeliğin 47. maddesinde "Borsa kotundan çıkarma, çıkarmayı gerektiren haller" başlığı altında belirtilmiştir.

Menkul kıymetler aşağıdaki hallerde, kotasyon komitesinin görüşü alınarak veya

bu komitenin teklifi üzerine, borsa yönetim kurulu kararı ile, sürekli ya da geçici olarak borsa kotundan çıkarılabilir. Borsa yönetim kurulu, gerekli gördüğü hallerde, çıkarma kararından önce ilgili kuruluşu, durumu düzeltmesi için süre vererek uyarabilir.

- Ortaklık sona ermişse veya uzun süredir faaliyette bulunmuyorsa,
- Ortaklık aleyhine yapılan icra takibi sonuçsuz kalmışsa veya iflasına karar verilmişse,
 - Ortaklık, sermayesinin 2/3 ünü kaybetmişse,
 - İnceleme raporları, ortaklığın son iki yılda borsaya sunduğu raporların olumsuz olduğunu gösteriyorsa,
 - Kamu yararı, borsa kotundan çıkarılmayı gerektiriyorsa,
 - Ortaklık, borsanın öngördüğü bilgi ve belgeleri zamanında vermemiş veya yanlış ve yanıltıcı bilgiler vermişse,
 - Borsa kotunda bulunan ve borçluluk ifade eden menkul kıymetler tümüyle itfa edilmişse,
 - Kâr dağıtımı, işletmenin mali gücünü zayıflatacak şekilde sürekli olarak yedek akçelerden yapılıyorsa,
 - Menkul değer piyasa değeri, nominal değerinin çok altına veya borsa yönetimince önceden belirlenmiş bir oranın altına düşerse,
 - Menkul kıymete olan ilgi azalırsa, ya da sözkonusu menkul kıymetin borsadaki iş hacmi belirlenen bir miktarın altına düşerse,
 - Menkul kıymetleri çıkaran kuruluşun, ekonomik ve mali durumu ile menkul kıymetleri hakkında, birden fazla borsaya verdiği bilgiler arasında fark olduğu tespit edilirse.

İkinci durumda ise, menkul kıymetleri borsa kotunda bulunan kuruluşlar, bu menkul kıymetlerin sürekli ya da geçici olarak borsa kotundan çıkarılmasını isteyebilirler(m.48).

4. Borsa'nın Çalışma Esasları

Ortaklıkların ve diğer tüzel kişilerin menkul kıymetleri, bir veya birden fazla borsada işlem görebilir.

Borsalarda, o borsa tarafından kota alınmış menkul kıymetlerin alım satımının

yapılacağı pazarlar oluşturulur.

Ayrıca ihtiyaca göre borsalar;

(i) İlgili borsada veya hiçbir borsada kote edilmemiş menkul kıymetlerin devamlı alım satımı,

(ii) Blok halinde menkul kıymet alım satımı,

(iii) Resmî müzayedeler,

(iv) Özel durumlarda, birinci el piyasası alanına giren menkul kıymet alım satımı gibi işlemlerin yapılacağı pazarları da yönetmeliklerinde düzenleyerek açabilirler.

Borsada oluşan ve ilân tablosu üzerinde gösterilen menkul kıymet fiyatları, seansın kapanmasını takiben bir cetvel halinde borsa binası içinde herkesin görebileceği şekilde ve izleyen ilk iş günü çıkan borsa bülteninde ilân edilir.

Borsalarda alım satım işlemleri, borsa eksperleri huzurunda, borsaya intikal eden menkul kıymet arz ve talebinin, rekabet koşulları altında karşılaştırılması suretiyle yürütülür.

Borsalarda menkul kıymetlerin alım satımı peşin olarak yapılır. Peşin işlem dışında işlem yapılabilmesi, ilgili borsalarca Sermaye Piyasası Kurulu'ndan önceden izin alınarak, çıkarılacak yönetmeliklerle düzenlenebilir.

Kota alınmış menkul kıymetlerin alım satımının borsada yapılması esastır. Ancak ilgili borsanın teklifi üzerine, Kurul tarafından gerekli düzenlemeler yapılarak, borsa dışında işlem yapılmasına izin verilebilir.

Yukarıdaki düzenlemeler zaman içerisinde daha da genişletilerek borsa dışında yapılacak işlemlere izin verilmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLER

I. Genel Olarak Menkul Kıymetler

Sermaye piyasalarında arz ve talebi karşılaştırarak, fonların tasarruf sahiplerinden, fon ihtiyacı olan birimlere akışını sağlayan temel belgeler, menkul kıymetlerdir.

Menkul kıymetler, kamu tüzel kişileri ya da anonim ortaklıklar tarafından alacak veya ortaklık haklarını temsil etmek üzere, nakit veya ayın karşılığında belli şekil şartlarına haiz, standart meblağ ve tipte, çok sayıda ve orta, uzun veya sonsuz vadeli olarak seri halinde ihraç edilen, devamlılık arz eden, dönemsel gelir sağlayan ve piyasada tedavül eden hukuken kıymetli evrak hükmünde belgelerdir⁽¹⁾.

SPK menkul kıymetleri; "Ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden, hisse senetleri, tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetlerdir" şeklinde tanımlamaktadır(m.3).

Sermaye Piyasa Kurulu'nun, Seri V. No.1 tebliğinde ise menkul kıymet tanımı şöyle yapılmıştır. "Kanunun uygulanmasında menkul kıymet, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, orta ve uzun vadeli yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte çok sayıda ve seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan kıymetli evraktır".

Aynı tebliğde, bu nitelikteki menkul kıymetler,

- Hisse senetleri ve geçici ilmühaberleri,
- Tahvil
- İntifa senedi
- Kâr ve zarar ortaklığı belgeleri
- Hazine bonoları, Devlet ve diğer kamu tüzel kişilerinin tahvil ve bonoları,
- Tertip halinde çıkarılan 2 yıl veya daha uzun vadeli ipotekli borç ve irat

(1) Muharrem Karslı. age, s.245.

senetleri, olarak sıralanmaktadır.

Gelişmiş ekonomilerde bile, hızlı bir büyümeyi sağlamak için sadece ortakların sermayeleri ile dağıtılmayan kârlardan oluşan öz kaynaklar yeterli olmamaktadır. Bu durumda işletmeler menkul kıymet ihraç etmek suretiyle hem kendi ihtiyaçlarını gidermekte, hem de tasarruf sahiplerine bir yatırım alanı yaratmaktadırlar.

II. Hisse Senetleri

Hisse senetleri sermaye piyasasının önde gelen temel ürünlerinden biridir. Bu nedenle bir ülkede sermaye pazarının varlığından söz edilebilmesi, bu piyasaya işlerlik kazandıran hisse senetlerinin serbest piyasa şartlarında fiyatlarının oluşması, sirkülasyonun gerçekleşmesi ve küçük tasarruf sahibi olarak nitelendirilen halka yaygınlaştırılması koşuluna bağlıdır⁽²⁾.

Hisse senedi, anonim şirketlerin sermaye paylarını belirleyen bir menkul kıymettir, diğer bir ifadeyle hisse senetleri, anonim şirketlerde pay sahiplerinin sermaye payları üzerinde, tasarruf hakkını temsil eden kıymetli evrak vasfında belgelerdir⁽³⁾.

Hisse senetlerinin en önemli özelliği, şirket sermayesinin belirli bir bölümünü temsil etmesi nedeniyle, ortaklar açısından sürekli gelir getiren ve şirkete ortak olmayı sağlayan bir belge, şirket açısından ise, özkaynak niteliğinde bir finansman aracı olmasıdır. Hisse senetlerini, diğer menkul kıymetlerden ayıran bir başka özellik de getirisinin sabit olmayıp, yıllara göre farklılık göstermesidir. Şirketin bilanço kârına, yatırım kararlarına ve şirket yönetiminin kararına göre farklı kâr payı dağıtılabilmekte, bazen de hiç dağıtılmamaktadır.

Hisse senetleri düzenlenirken bir takım kanuni şekil şartlarına uyulması gerekmektedir. T.T.K. bu şekil şartlarını 413. maddede belirtmiştir. Bir hisse senedinin üzerinde, aşağıda sayılanların bulunması gereklidir.

- Şirketin ünvanı,
- Ticaret sicil numarası ve tescil tarihi,

(2) Yılmaz Ulusoy. "Hisse Senetleri". Türkiye'de Sermaye Piyasası - Araçlar ve Kuruluşlar - İçinde . SPK - IAV Organizasyonu, İstanbul, 1984, s.61.

(3) Vural Günel. age, s.82.

- Kayıtlı esas sermaye,
- Hisse senedinin türü (nama, hamiline gibi),
- Hisse senedinin nominal değeri,
- Nama yazılı hisse senetlerinde, hisse sahibinin adı, soyadı, ikametgâhı,
- Yetkili iki imza.

A. Hisse Senetlerinin Halka Arzı

SPK, hisse senetlerinin halka arzını, II. Bölüm m.2'de şöyle tanımlamaktadır. "Halka arz, menkul kıymetlerin satın alınması için yazılı, sözlü veya resimli şekilde her türlü yoldan halka çağrıda bulunmayı ifade eder. Halkı bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet etmek de menkul kıymetlerin halka arzı sayılır".

1. Kayıtlı Sermaye Dışında Hisse Senetlerinin Halka arzı

a. Kuruluşta

Hisse senetlerinin halka arz modeli, SPK'nda ve Kurul tarafından çıkarılan Seri I 1 nolu tebliğde gösterilmesine rağmen, anonim şirketlerin kuruluşunda hisse senetlerinin halkı arzı düzenlenmemiş, sadece başvurular sırasında bu konunun dikkate alınacağı belirtilmiştir. Zira Türkiye'deki uygulamada hemen hemen hiç bir şirket, kuruluşta hisse senetlerini halka arzetmemekte, ani şekilde kurulmayı tercih etmektedir⁽⁴⁾. Ani şekilde kuruluşun tercih edilmesinin nedeni, kuruluş aşamasında hisse senetlerinin halka arzının, kanuni formaliteler yüzünden çok zaman alması ve bürokratik zorlukların kurucuları yormasıdır.

b. Kuruluştan Sonra

Kuruluştan sonra hisse senetlerinin halka arzı, ya mevcut hisselerin satılması, ya da sermaye artırımına gitmek suretiyle gerçekleştirilir. Uygulamada, mevcut hisselerin halka arzı ancak son yıllarda başvuru bir durumdur. Sermaye artırımını ise, iç kaynaklardan veya dış kaynaklardan yapılmaktadır.

(4) Yılmaz Ulusoy. agm, s.69.

Anonim şirketlerin dışarıdan kaynak sağlamak amacıyla sermaye artırımına gitmesi, en çok rastlanan durumdur. Kuruluktan sonra şirket, sermayesini öngörülen miktara yükseltir ve yeni sermayeyi temsil eden hisse senetlerini halka arz eder. Bu durumda asıl amaç, şirkete kurucuların dışında yeni ortaklar almak ve bu ortakların sermayelerini de şirkete katmaktır⁽⁵⁾.

İç kaynaklardan sermaye artırımına gidildiği takdirde, bilançonun pasifinde yer alan "değer artış fonu"nun sermayeye ilâvesi için T.T.K.'nin sermaye artırımına ilişkin hükümlerinin uygulanması yeterli olmaktadır. Bunun için Kurul'dan izin almak gerekmemektedir. Şayet sermaye artırımını, yedek akçelerin, dağıtılmamış kârların veya bilançonun pasifindeki diğer fonların sermayeye ilâve edilmesi suretiyle yapıyorsa, T.T.K. ve SPK'nun hükümleri birlikte uygulanmaktadır⁽⁶⁾.

2. Kayıtlı Sermayeli Anonim Şirketlerde Hisse Senetlerinin Halka Arzı

a. Kuruluşta

Anonim şirketlerin, kuruluş sırasında kayıtlı sermaye sistemini alarak, hisse senetlerini halka arz etmesi, uygulamada pek rastlanan bir durum değildir.

b. Sermaye Artırımında

Kayıtlı sermaye sistemini almış anonim şirketlerde, tavan dahilinde dış kaynaklardan sermaye artırımını ve yeni hisse senetlerinin halka arz modeli, uygulamadaki kolaylıkları dolayısıyla en kolay yoldur. Bu modelde, Ticaret Kanunu'nun zaman alıcı işlemleri kaldırılmakta, hisse senetleri satışın yapıldığı anda teslim edilebilmektedir. Böyle hem hissedarlarda güven duygusu yaratılmış olmakta, hem de hisse senetlerine hemen likitide sağlanmaktadır. Eğer sermaye artırımını iç kaynaklardan, değer artış fonunun sermayeye ilâvesi suretiyle yapıyorsa, durumun Kurul'a bildirilmesi ve Kurul tarafından verilen belgenin tescil ve ilânı yeterli olmaktadır⁽⁷⁾.

(5) Muharrem Karslı. age, s.335.

(6) Yılmaz Ulusoy. agm, s.70.

(7) Muharrem Karslı. age, ss.337-338.

3. Halka Arz Modelinin Özellikleri

SPK ile getirilen halka arz modelinin özelliklerini şöylece özetlemek mümkündür.

- Halka arzın Kurul iznine tabi tutulması,
- Halka arzedilen kısımdan % 0.3 Kurul ücreti alınması,
- Halka arzedilen sermaye paylarının, arzdan önce satış süresi sonunda satılmayan kısmın alınacağına ilişkin taahhüt edilmesi,
- Satış taahhüdünün teminata bağlanabilmesi,
- İzahnamenin tescil ve ilânı, sirkülerin ilân edilmesi,
- Satış anında hisse senetlerinin verilmesi, bedellerinin peşin ve nakten alınması,
- Kotasyon için borsaya başvurulması⁽⁸⁾.

SPK, halka arz modelinde, halkın ekonomik kalkınmaya yaygın ve etkin şekilde katılımını sağlamak amacıyla uygun olarak hisse senetlerinin halk tarafından satın alınmasına, borsada ve borsa dışında dolaşımına imkân veren bir sistem getirmiştir. Ayrıca, hisse senetlerinin satış süresini üç ayla sınırlandırmakla, anonim şirketlere, fon sağlamada sürat ve kolaylık, tasarruf sahiplerine de güven kazandırmış olmaktadır.

B. Hisse Senedinin Türleri

1. Adi ve Öncelikli Hisse Senetleri

Adi hisse senetleri ortaklığın esas sermayesinin sahipliğini temsil eden ve kâr payı almada teorik olarak hiçbir sınırlamaya tabi olmayan bir finansal varlık türüdür. Buna karşılık, ortaklığın tüm finansal sorumluluğu bu hisse senedi sahipleri üzerinde toplanmaktadır. Bu nedenle en yüksek verimi sağlama ve en yüksek riski yüklenme adi hisse senetlerinin karakteristiğini oluşturmaktadır⁽⁹⁾.

Adi hisse senedi, sahibine yönetime katılma yani oy verme hakkı da verir. T.T.K. her ne sebeple olursa olsun, adi hisse senedi sahiplerinin oy hakkından mahrum bırakılmayacağını şarta bağlamıştır.

Adi hisse senetleri, kâr payının dağıtılmasında ve tasfiyeye gidildiği hallerde

(8) Yılmaz Ulusoy. agm, s.71.

(9) Cevat Sarıkamış. age, s.63.

şirket varlıklarının dağıtılmasında ve benzer konularda ortaklar arasında farklı bir durum yaratmazlar. Adi hisse senetleri, öz sermayeyi temsil ettiklerinden, anonim şirketler için zorunlu finansman aracıdır(10).

Öncelikli hisse senetleri ise, kâr payı ve şirket varlıkları üzerinde sahibine bazı öncelikler sağlayan bir hisse senedi türüdür. T.T.K. ana sözleşme ile bazı hisse senetlerine, kâr payı veya tasfiye halindeki şirket varlıklarının dağıtım konularında bazı imtiyazlar tanınabileceğini belirtmiştir. Bu durumda ülkemizde, imtiyazlı hisse senedi çıkarmak mümkündür(11).

Öncelikli hisse senetleri, bir yönü ile tahvile bir yönü ile de adi hisse senedine benzeyen ve bu nedenle borçlanmayı temsil eden tahvil ile ortaklığı temsil eden hisse senedi arasında yer alan bir finansal varlık türüdür. Önceden belirlenmiş sabit bir kâr payı sağlaması yönüyle tahvile, tasfiye halinde tüm alacaklıların alacakları ödenmeden öncelikli hisse senedi sahiplerine, bir ödeme yapılmaması yönüyle de hisse senedine benzemektedir.

2. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri

Hisse senetleri genellikle hamiline yazılı olarak çıkarılır. Hamiline yazılı hisse senetlerinin devri, teslim ile olmaktadır. Bu durum, yatırımcı için çok büyük bir kolaylığı ifade etmektedir ve fonlara akışkanlık sağlayarak sermaye piyasasına olan güvenin artmasına ve piyasanın gelişmesine sebep olmaktadır.

Nama yazılı hisse senetleri ise, adından da anlaşılacağı gibi, üzerinde ortağın adı ve adresi bulunan senetlerdir. Senet sahiplerinin adı, soyadı ve adresleri pay kütüğü adı verilen bir deftere kaydedilir. Nama yazılı hisse senetleri, üzerinde adı yazılı ortağın cirosu ve senedin teslimi suretiyle devredilir.

(10) Meral Tecer. İşletmelerde Sermaye Maliyeti. Ankara, 1980, s.31.

(11) Ünal Bozkurt. Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi. İktisat Bankası Eğitim Yayınları No:4, İstanbul 1988, s.118.

3. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Kurucu hisse senetleri, kuruluş hizmeti karşılığı olarak, ana sözleşme hükümleri gereğince, şirket kârının bir kısmına iştirak hakkı temin etmek üzere ve mutlaka kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla bedelsiz hisse olarak ihraç edilirler. Kurucu hisse senetleri belli bir sermaye payını temsil etmediklerinden şirket yönetimine katılma hakkını da vermezler⁽¹²⁾.

İntifa senetleri T.T.K.'nin 402. ve 403. maddelerinde düzenlenmiştir. Bu hükümlere göre, anonim ortaklıklar şirketle ilgili gruplar lehine çeşitli intifa (yararlanma) senetleri çıkarabilme olanağına sahiptirler. İntifa senedi sahipleri üyelik hakkına sahip değildirler, ancak net kâra veya tasfiye sonucuna katılma ya da yeni çıkarılacak hisse senetlerini alma hakları tanınabilir. Kanun ilk ana sözleşmede hüküm olmadıkça sonradan kurucular lehine intifa senedi çıkarılamayacağını da belirtmektedir. İntifa senetleri belli bir süre ile sınırlı olarak çıkarılabileceği gibi süre sınırlaması, yapılmadan da çıkarılabilir⁽¹³⁾.

C. Hisse Senetlerinin Ekonomik İşlevleri

Hisse senetleri, halkın küçük tasarruflarını büyük işletmelerde biraraya getirerek hem hızlı bir kalkınma için sermaye birikimi yarattıklarından, hem de işletmelerin mülkiyetini halk topluluklarına dağıttıklarından, toplumda dengeli bu gelir dağılımı sağlarlar.

Hisse senetleri küçük tasarrufları enflasyona karşı koruyarak, zaman içinde küçük fonların erimesini önlerler.

Bir işletme için yabancı kaynakla finansmanın maliyeti çok yüksektir. Oysa işletmeye öz kaynak sağlayan hisse senetleri en ucuz finansman aracıdır. Hisse senetleri işletmelerin öz kaynak-yabancı kaynak dengesini olumlu yönde etkiledikleri gibi diğer finansman yollarının yükleyeceği ağır maliyeti de ortadan kaldırır.

(12) Muharrem Karslı. a.g.e, s.343.

(13) Atilla Gönenli. İşletmelerde Finansal Yönetim. İstanbul Üni. İşletme Fak. İşletme İktisadi Ens. Yayını No:79, 5. Bası, İstanbul 1985, s.530.

Teşebbüsle sermayenin en uygun şartlarda karşılaşmasını sağlayan hisse senetleri, sermaye birikimini ekonominin üretken sektörlerine özkaynak olarak aktarır. Bu işlev yerine getirilmese, işletmeler sermaye ihtiyaçları için ya bankalara ya da borçluluk ifade eden menkul kıymet ihracına başvuracaklardır. Bu durum da şirketlerin finansman masrafları altında ezilmelerine yol açacaktır⁽¹⁴⁾.

III. Tahviller

Tahvil, belirlenmiş bir dönem için belirlenmiş faiz oranı üzerinden faizin ve dönem sonunda bir defada ve başka bir şekilde anaparanın ödeneğini taahhüt eden bir borçlanma senedir⁽¹⁵⁾. Tahvil, devlet, kamu kuruluşları ve özel sektör kuruluşları tarafından orta ve uzun vadeli olarak ihraç edilen bir menkul kıymet türüdür.

Tahvil T.T.K.'nin 420. maddesinde şöyle tanımlanmaktadır. "Anonim ortaklıkların ödünç para bulmak için, itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkarttıkları borç senetlerine tahvil denmektedir".

Tahvil çıkarmak suretiyle fon sağlanması, hisse senedi ihracı ile finansmanın tam tersi bir durumdur. Tahvil çıkarılması yoluna başvurulduğunda, anonim şirket genel kurulu, yeni ortak almaktansa borçlanmayı ve bu yolla risk yüklenmek istemeyen tasarruf sahiplerinin fonlarını kullanmayı düşünmektedir⁽¹⁶⁾.

Tahviller sabit gelirlili menkul kıymetlerdir. Tahvil hamili önceden belirlenmiş faiz oranı üzerinden vadesi geldiğinde faizi ve anaparayı alır. Tahvil ihraç eden kuruluşun kâr veya zarar etmiş olması bu durumu değiştirmez.

Tahvil, hisse senedinin aksine bir mülkiyet yaratmaz, sadece ihraççı kuruluşun alacak hakkı doğurur. Tasfiye halinde ise, alacak açısından hisse senetlerine göre hamiline öncelik sağlar.

Tahvillerin, tasarruf sahiplerine, girişmecilere ve ülke ekonomisine olan faydalarını şöyle özetlemek mümkündür.

(14) Muharrem Karslı. age, s.347.

(15) Jack Clarck Francis. Investments, Analysis and Management. Mc Grow-Hill Book Co. New York, 1972, II. Edition, s.9.

(16) Atilla Gönenli. age, s.533.

Tahvil, küçük tasarrufların biraraya gelmesiyle oluşan büyük fonların verimli yatırım alanlarında kullanılmasına yardımcı olur.

Tahvil yoluyla finanslamada, kurumlar ödedikleri faizi gider olarak yazabilmekte ve dolayısıyla açıktan ödedikleri tefeci faizinin giderilmesi için başvurulan vergi kaçakçılığından kurtulmakta, böylece vergi kaynakları artmaktadır⁽¹⁷⁾.

Tahvil ihracı suretiyle fon sağlama, işletmeye yeni ortaklıkların katılmasını ve yönetimin yeni ortaklarla paylaşılmasını önler. Bu bir anlamda yönetimdeki istikrarın korunmasını da sağlamak demektir.

Enflasyon hızının yüksek olduğu ülkelerde, geri ödemeler nominal değer üzerinden yapıldığı için, tahvillerin işletmelere olan gerçek maliyeti oldukça azalmakta ve işletmeler ucuz maliyetle fon temin edebilmektedirler⁽¹⁸⁾.

A. Tahvil İhracı ve Halka Arzı

2499 sayılı SPK'na göre, çıkaracakları tahvilleri halka arz edecek anonim şirketlerin bu konuda tabi olacakları hükümler, Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Anonim Ortaklıkların Tahvil İhraçlarına İlişkin Esaslar" başlığı altında düzenlediği Seri II 4 Nolu tebliğinde belirtilmiştir.

Anonim ortaklıkların her türlü tahvil ihraçları Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine tabidir.

Genel ve katma bütçeli idareler ile mahalli idareler ve kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından çıkarılacak tahvillerin halka arzı için Kurul'dan izin alınması gerekmez. Ancak bu tahviller hakkında Kurul'a bilgi verilir(m.2).

Halka arz edilmek üzere tahvil ihraç istemiyle Kurul'a verilecek dilekçeye şu belgelerin eklenmesi gereklidir(m.14).

- Tahvil ihracına ilişkin genel kurul kararının tesciline ve ilanına dair Ticaret Sicil Gazetesi veya esas sözleşme ile tahvil çıkarma yetkisi verilmiş, yönetim kurulu kararının tasdikli örneği,

- Tebliğe bağlı eklere uygun olarak düzenlenmiş izahname ve sirküler,

(17) Hayri Domaniç. Kıymetli Evrak Hukuku. İstanbul, 1975, s.645.

(18) Rıza Aşıkoğlu. age, s.37.

- Ortaklık esas sözleşmesi ile varsa değişikliklerin metinleri,
- Son üç yıla ait bilançolar ile kâr ve zarar cetvelleri,
- Tahvil hasılatının nerelerde kullanılacağına ilişkin finansman projesi,
- Basılacak tahvil örneği,
- Tahvil ihraç eden ortaklığın varsa banka, aracı kurum veya kurumlarla ve tahvilleri bunlardan satın alacak diğer banka ve aracı kurumlarla yaptığı anlaşma metinleri,
- Ortaklığın satış süresi sonunda satılmayan tahvillerin altı iş günü içinde iptal edileceğine ilişkin yazılı beyanı.

Tahvillerin halka arzı için Kurul'dan alınan izinden sonra şu işlemler yapılır(m.15).

Mahkeme tasdiki: Tahvil çıkarma yetkisinin, esas sözleşme ile yönetim kuruluna verilmemiş olduğu hallerde mahkeme tasdiki gereklidir. Ancak bu yetki, esas sözleşme ile yönetim kuruluna verilmişse, mahkeme tasdikine gerek yoktur(m.15/a).

İzahnamenin yayımlanması: Tahvil çıkarma yetkisinin yönetim kuruluna verilmiş olduğu hallerde hemen izinden sonra, verilmemiş olduğu hallerde mahkeme tasdikinden sonra Kurul'un izin belgesi ile ticaret siciline başvurularak izahname, ticaret siciline tescil ve Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan ettirilir. İzahnamenin, tahvillerin satış süresinin başlamasından en az onbeş gün önce Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan ettirilmesi gereklidir(m.15/b).

Sirkülerin yayımlanması: Halkın tahvilleri satın almaya davet edilmesi sirküler ile yapılır. Sirkülerin İstanbul, Ankara ve İzmir'de yayımlanan yüksek tirajlı gazetelerde ilanı zorunludur(m.15/c).

İlânlar: Tahvillerin halka arzında, izahname ve sirkülerde bulunanlar dışında bilgiler içermemek, abartmalı ve halkı yanıltıcı ve yanlış yöne yönlendirici olmamak ve ciddilikten sapmamak koşulları ile, el ve duvar ilânları, hoparlörler, gazete ve dergilerle radyo ve televizyonda yapılacak ilânlardan yararlanılabilir. Bu ilânlar yeni bir düzenlemeye ihtiyaç duyulmadıkça Kurul'un ön iznine tabi değildir, ancak Kurul bunları devamlı izleyerek gerekli gördüklerini yasaklayabilir.

Bu ilânların birer örneği ilân tarihini izleyen 6 iş günü içinde Kurul'a gönderilir(m.16).

Tahvillerin borsaya kote ettirilmesi : Ortaklıklar, halka arz ettikleri tahvilleri

kote ettirmek üzere, satış süresinin sonundan itibaren 30 gün içinde bir borsaya başvurmakla yükümlüdürler (m. 18).

Satış sonuçlarının Kurul'a bildirilmesi : Halka arz edilen tahviller ortaklıkça satılıyorsa, satış süresinin bitiş tarihinden itibaren 6 iş günü içinde ortaklık;

- İzahnamenin yayımlandığı Ticaret Sicili Gazetesi'ni ve sirkülerin ilân edildiği gazetelerin birer nüshasını,

- Satış sonuçlarını gösteren bilgileri,

- Satış süresi sonunda satılmayan ve aracı kurumlarca da satın alınmayan tahviller varsa, bunların noter önünde iptal edildiğini gösterir belgeyi, Kurul'a göndermekle yükümlüdür (m. 19).

B. Tahvil Çeşitleri

Tahviller, özelliklerine göre kendi içlerinde bir çok gruba ayrılabilirler.

1. Teminatlı ve Teminatsız Tahviller

a. Teminatlı Tahviller

Anonim ortaklıklar, özel teminata sahip tahvil çıkartabilmektedirler. Teminatlı tahvil denen bu tür tahvillerde işletmeler, sahip oldukları arazi, bina, makina ve donanım gibi duran varlıkların bir kısmını ya da tamamını ödeme yükümlülükleri karşılığında teminat olarak göstermektedirler⁽¹⁹⁾. Tahvili çıkaran işletme faiz ve anapara borcunu ödeyemezse, tahvil sahipleri teminat olarak gösterilmiş olan varlıkları satmak suretiyle alacaklarını tahsil ederler.

Ayrıca bankalar, holdingler ve bazen de devlet, ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde, asıl borçlu şirketin yanı sıra garantör sıfatıyla teminat verebilmektedirler⁽²⁰⁾.

Teminatlı tahvil ihracı, tasarruf sahipleri açısından, tasarruflarının daha güvenli bir şekilde değerlendirilmesini, işletmeler açısından ise, tahvillerin daha kolay satılmasını sağlar. Bu tür tahvillerde, teminatın tasarruf sahiplerine verdiği güven

(19) Meral Tecer. age, s.18..

(20) age, s.18.

nedeniyle faiz oranı, diğer tahvillere nazaran düşüktür.

b. Teminatsız Tahviller

Anapara ve faiz ödemelerinde herhangi bir teminat gösterilmeksizin, tamamen tahvili çıkaran işletmelerin piyasadaki itibarlarına dayanarak çıkarılan tahvillerdir⁽²¹⁾. Bu tahvil çeşidinde tahvil alacaklıları şirketin diğer alacaklıları ile aynı haklara sahiptirler. Teminatsız tahviller, her ne kadar teminat gösterilmeden çıkartılmış ise de, aslında şirketin tüm menkul ve gayrimenkul varlıkları, tahvil sahipleri için genel bir güvence niteliğindedir⁽²²⁾.

2. Kâra İştirakli Tahviller

Kâra iştirakli tahviller, verimi sabit bir gelir niteliğinde olmayan, kâr edilmesi şartına bağlı olarak, sahibine kârdan belli bir oranda pay alma hakkı veren tahvillerdir⁽²³⁾. Kâra iştirakli tahvillerin, özellikle tahvillere verilecek kâr payı açısından çeşitli şekilleri olabilir⁽²⁴⁾.

(i) Belirli bir faize ilâveten, kârdan düşen payın ödenmesi,

(ii) Kâr payının belirli bir faizin altına düşmesi halinde, belli oranda faizin ödenmesi, belirli bir faize eşit veya daha fazla kâr payı oluşmuşsa, kâr payının ödenmesi,

(iii) Belirli bir faiz öngörülmezsizin, tahvile düşen kâr payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi,

Kâra iştirakli tahvillerde, belirli bir faiz getirisi sağlanması garanti edilmek suretiyle bu tahvillerin riski yatırımcılar açısından azaltılabilir. Tahvil gelirinin belirli bir sınırın altına düşmemesi sağlanır.

(21) Fred Weston - Eugene Brigham . Essentials of Managerial Finance. The Dryden Press, Illinois 1977, s.323.

(22) Rıza Aşıkoğlu. age, s.41.

(23) Fred Weston - Eugene Brigham . age, s.321.

(24) Özın Akgüç. Finansal Yönetim. Muhasebe Enstitüsü Yayını No:56, 5. Baskı, İstanbul 1989, s.561.

3. Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller

Tasarruf sahipleri için tahvili daha özendirici bir yatırım aracı haline getirmek amacıyla düzelenen bir diğer tahvil türü de hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvillerdir.

Hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvil, sahibine tahvilini aynı ortaklığın çıkaracağı hisse senetleriyle, belli bir değişim oranı üzerinden, belli bir süre içinde ve önceden belirlenen koşullarla değiştirebilme imtiyazını veren tahvil türüdür⁽²⁵⁾.

Bu tür tahvillerin, çıkaran ortaklık açısından başlıca avantajları şunlardır⁽²⁶⁾.

- İleride hisse senediyle değiştirilebilme olanağının bulunması nedeniyle, tahvilin faiz oranı düşük tutulabilir,

- Değiştirme gerçekleşikten sonra yabancı kaynak öz kaynağa dönüşeceğinden mali bünye güçlenir,

- Değiştirme, ortaklığın hisse senetlerinin daha yaygın şekilde dağılımını sağlar,

- Ortaklık tahvil piyasasının zayıf olduğu zaman değiştirmeye giderek, çıkaracağı hisse senetlerini yüksek bedelle elden çıkarabilir.

Hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvilin tasarruf sahipleri açısından sağladığı yarar, para değerinin düşmesine karşın tahvilin değerini koruma yeteneğidir⁽²⁷⁾. Ancak tahvil sahiplerinin bu yararı elde edebilmeleri için, tahvilin hisse senedine çevrilebilme şartlarının uygun şekilde tespit edilmiş olması gerekmektedir.

Cazip bir değişimin niteliklerini şöyle sıralamak mümkündür⁽²⁸⁾.

(i) Çıkarılacak değiştirilebilir tahvil, yatırımcının minimum kalite standartlarına uygun olmalıdır.

(ii) Faiz hadleri uzun vadede istikrarlı olmalı, düşme eğilimi göstermelidir.

(25) Sadık Baklacioğlu. "Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller". Türkiye'de Sermaye Piyasası - Araçlar ve Kuruluşlar -İçinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul 1984, s.102.

(26) agm, s.103.

(27) Hayri Domaniç. age, s.686.

(28) R. Metin Türko. "Değiştirilebilir Tahviller". Atatürk Üni. İşletme Fak. Dergisi. C.3, S.3-4, Kasım 1978, s.168.

(iii) İleride faiz haddinin yükseleceği hesaba katılarak, ihraç edilen tahvilin minimum değeri cari satış fiyatının çok altında olmamalıdır.

(iv) Hisse senedinin cari fiyatı değişim paritesinin çok altında olmalıdır.

(v) Hisse senedinin potansiyel fiyatı değişim paritesinin üstünde olmalıdır.

(iv) Hisse senedinin kazancı ile tahvilin kazancı arasında çok önemli bir fark olmamalıdır.

4. Diğer Tahvil eşitleri

Yukarıda sayılanların dışında tahviller, farklı özelliklerine göre türlere ayrılabilirler.

Primli tahvil - Yatırımcıya satış anında veya geri ödeme tarihinde faize ilaveten bir prim alma hakkı sağlayan tahvillerdir.

İkramiyeli tahvil - Tahvil sahiplerine faizin yanısıra, kura çekilmek suretiyle ilave bir ikramiye alma hakkı veren tahvil türüdür.

İndeksli tahvil - Bilhassa enflasyonist dönemlerde tahvil sahiplerini fiyat artışlarından korumak için çıkartılan bir tahvil çeşididir. Anapara ve faiz, seçilen bir değişkene (döviz, altın, petrol, enerji gibi) endekslenerek, bu değişkende meydana gelecek artışlar, tahvilin değerine ve faizlerine yansıtılmak suretiyle tasarruf sahiplerinin zarar görmesi engellenmiş olur.

IV. Diğer Menkul Kıymetler

A. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi

Kâr ve zarar ortaklığı belgesi faiz yerine kâr ve zarara ortak olma fikrinden doğan ve anonim ortaklıklara belli fonlar yatırarak karşılığında kâr elde etme arzusunun yarattığı bir menkul kıymettir⁽²⁹⁾. Kâr ve zarar ortaklığı belgesi bazı yönleriyle tahvile, bazı yönleriyle de hisse senedine benzeyen yeni bir menkul kıymet türüdür.

(29) Vural Günal. "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi". Türkiye'de Sermaye Piyasası - Araçlar ve Kuruluşlar - içinde. SPK-İAV Organizasyon, İstanbul 1984, s.139.

Kâr ve zarar ortaklığı belgesi satın almak suretiyle bir şirkete para yatıran taarruf sahibi, bu para borç olarak kabul edilmediği için faiz alamaz. Öte yandan bu belge, şirkete ortak olma hakkı vermediğinden, şirketin alacakları ve varlıkları üzerinde belge sahiplerinin mülkiyet hakkı da yoktur. Bu sebeple kâr-zarar ortaklığı belgelerini, genel kurulda oy ve şirket üzerinde mülkiyet hakkı vermeyen bir çeşit hisse senedi olarak saymak gerekecektir. Kâr ve zarar ortaklığı belgesi, finansman ihtiyacını karşılamak için hisse senedi ihraç edip halkı ortak etmekten kaçınan, fakat kredi yoluyla da finansman sağlamakta güçlük çeken şirketlerin ihtiyacına cevap veren bir enstrüman olarak düşünülebilir⁽³⁰⁾.

B. Finansman Bonosu

Genel olarak para piyasası aracı olarak kabul edilen finansman bonosu ihracı, işletmelerde doğan kısa vadeli fon ihtiyaçlarının karşılanmasında, en ekonomik ve uygun finansman şekillerinden biridir. Bu yolla finansmanın geçmişi Amerika'da çok eski yıllara dayanmakta ve kolaylığı nedeniyle, günümüzde de yaygın olarak başvurulmaktadır⁽³¹⁾.

Ülkemizde ise finansman bonoları son yıllarda çıkarılmaya başlanmıştır. Finansman bonosu aracısız finansman sağlama imkanı verdiği için, banka kredilerine oranla daha ucuz bir fon kullanma yöntemidir. Finansman bonosu kısa vadeli olduğu için, faizlerdeki dalgalanmalardan daha az etkilenmekte ve bu yolla finansmanı seçen ortaklıkların daha az risk yüklenmelerini sağlamaktadır.

Finansman bonosu ihraç şartları, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri III. No.4 tebliğinde belirlenmiştir. Buna göre, şirketin son bilançosundaki ödenmiş sermayesi, yeniden değerlendirme fonu, yedek akçeleri ve kârdan yedek akçe olarak ayrılan ve henüz bilançoda gösterilmemiş kârları toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktar en az 1 milyar lira olmalı ve bu esaslara göre tespit edilen özkaynak toplamı da, şirketin aktif toplamının 1/4'ünden az olmamalıdır(m.3).

Bonoların kupürleri, halka arz edilecek olanlarda 1 milyon, halka arz edilmeden satılacak olanlarda 100 milyondan aşağı olmamalıdır(m.5).

(30) Muharrem Karslı. age, s.352.

(31) William C. Hanson. Capital Sources and Major Investing Institutions. New York, 1973, s.32.

Finansman bonolarının vadesi 90 ile 360 gün arasında ve 30 günün katları halinde belirlenir. Vade süresi bonoların satışa sunulduğu ilk günden başlar ve bonolar satış süresi içinde, üzerine hergün tanzim tarihi yazılarak satılır(m.10).

C. Gelir Ortaklığı Senedi

Gelir ortaklığı senetleri, 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanunda", kamu kurum ve kuruluşlarına ait alt yapı tesislerinin gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılacak senetler" olarak tanımlanmaktadır.

Gelir ortaklığı senetleri, belli bir kamu alt yapı tesisinin belli bir süre içindeki gelirinin belli bir orandaki bölümü karşılık gösterilerek çıkartılır. Bu nedenle sabit bir gelir taahhüdü yoktur. Senet sahipleri, tesisin geliri oranında az veya çok gelir elde ederler. Gelir ortaklığı senetlerinin gelirleri, yılda iki defa ve kupon karşılığı olarak, satış sırasında aracılık yüklenimi yapan bankanın gişelerinde ödenmektedir⁽³²⁾.

Gelir ortaklığı senetlerinin başlıca özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür⁽³³⁾;

(i) Gelir ortaklığı senetleri ortaklık payını temsil etmemektedir. Senet sahibi, alt yapı tesisinin sahibi değildir, sadece gelirine ortaktır.

(ii) Senetler tek veya grup olarak çıkartılmaktadır. Tek olarak ihraç edilen senetler sadece ait olduğu alt yapı tesisinin gelirine ortaklık hakkı vermektedir. Senetler grup olarak çıkartıldığında ise, birden fazla alt yapı tesisinin gelirine ortaklık hakkı sağlamaktadır.

(iii) Gelir ortaklığı senetleri belli bir vadeye sahiptir. Bugüne kadar çıkartılan senetlerin vadeleri, 3 ile 5 yıl arasında değişmektedir.

(iv) Gelir ortaklığı senedinin kâr payları, Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından tespit edilmektedir.

(v) Senetler hamiline yazılı olarak ihraç edilir, nama yazılı olarak ihraçları mümkün değildir.

(32) Muharrem Karslı. age, s.323.

(33) Ünal Bozkurt. age, s.240.

(vi) Gelir ortaklığı senetlerinin satışı, bankalara ihale edilmektedir. Dolayısı ile senetler, tasarruf sahiplerine bankalar aracılığı ile satılmaktadır.

D. Banka Bonosu ve Banka Garantili Bono

Banka bonoları ve banka garantili bonolar, mevduat toplamayan yatırım ve kalkınma bankaları ile anonim şirketlerin gereksinim duydukları zaman, diledikleri miktarda bono ihdas etmek suretiyle direkt finansman sağlamalarına imkân veren sermaye piyasası araçlarıdır. Bu tip bonolar, seri halinde ve kitle senedi olarak ihraç edilmezler ve periyodik gelir getirmezler. Uygulamada, genellikle halka arz edilmezler. Halka arz edildikleri farz edilerek, SPK izniyle ihraç edilirlerse de, ilân ve toplu satıştan çok ikili ilişkiler içinde büyük miktarlarda ve belli yerlere plase edilirler. Banka bonosu ve banka garantili bononun tahvil ihracından farkı, ihraç formalitelerinin fazla olmaması, tahvil ihracı gibi masraflı ve zaman kaybettirici olmaması belki de en önemlisi, gerekli olduğunda gerektiği kadar ihraç edilebilmesidir. Bu bonolar vade bakımından da tahvilden daha esneklerdir. Bu sebeplerden dolayı, banka bonosu ve banka garantili bono ihracı, anonim şirketlere, gerek zaman kazanma gerekse düşük maliyet yönünden büyük avantaj sağlamaktadır⁽³⁴⁾.

Sermaye Piyasası Kurulu "Banka bonoları ve banka garantili bonoların halka arzına dair esaslar" adlı, Seri III, No:3 tebliğinde bu iki finansal araç hakkında açıklamalar getirmiştir. Tebliğin 1. maddesinde şu tanımlar yer almaktadır;

a) Banka bonoları, bankanın borçlu sıfatı ile düzenlediği emre muharrer senetlerden, Kurulca verilen izin çerçevesinde halka arz yoluyla satılanlardır.

b) Banka garantili bonolar, bankadan kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatıyla düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisi altında ve Kurulca verilen izin çerçevesinde, halka arz yoluyla satılanlardır.

Bankanın satış yaptığı tarihte, banka bonolarının vadesine en az 90, en çok 360 gün kalmış olması gerekir. Banka bonolarına uygulanacak azami faiz oranı, bankalarca 1 yıl vadeli mevduata uygulanan azami faiz oranının (1,2) katını aşmayacak şekilde tespit

(34) Muharrem Karslı . age, s.311.

edilir.

Banka garantili bonolarda ise, satış tarihinde vadeye en az 90, en çok 720 gün kalmış olması şartı aranmaktadır. Vadesine en çok 360 gün kalmış olanlarda azami faiz oranı, bankalarca 1 yıl vadeli mevduata uygulanan azami faiz oranının (1,2) katını, vadesine 360 günden fazla kalmış olanlarda ise (1,3) katını aşmayacak şekilde belirlenebilir.

Yine bu tebliğ hükümlerine göre, halka arz yoluyla satılacak bonoların nominal değerleri 1 milyon liradan az olmamalıdır. Diğer bir husus da bonoların satışında iskonto esasının uygulanmasıdır.

E. Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu

Devlet tahvilleri ve hazine bonoları, kamu kesiminin kısa veya uzun vadeli borçlanma amacıyla çıkardığı borçlanma senetleridir. Gerçekte devlet tahvillerinin özel sektör tahvillerinden, hazine bonolarının da finansman bonolarından prensip olarak farklılığı yoktur. Devlet, bütçe açıklarını kapatmak, kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamak ve kamu yatırımlarının finansmanını sağlamak gibi amaçlarla menkul kıymet ihraç edebilir. Bu şekilde iç borçlanmaya gitme yetkisi, devlet veya kamu kurum ve kuruluşlarına özel kanunla tanınmaktadır. Devlet tarafından çıkarılan menkul kıymetlerin ihraç şartları, ödeme hizmetleri, ikramiye ve itfa planları ilgili olduğu özel kanunla düzenlenir veya ilgili kanunlardaki bir yetkiye dayanılarak, Maliye Bakanlığı ile Merkez Bankası veya başka bir banka arasında yapılacak bir sözleşme ile tayin ve tespit edilir. Bu menkul kıymetler, özel kanunlara tabi olması ve faiz ve anaparanın ödenmemesi gibi bir risk taşımaması nedeniyle özel sektör menkul kıymetlerinden farklıdır⁽³⁵⁾.

Devlet tahvilleri, 1,5 , 2 ve 3 yıl vadeli olarak ihraç edilirler ve 6 ayda bir faiz ödemesi yaparlar. Devlet tahvilleri ihale usulü ile satılırlar ve bu ihale, alıcıların getiri oranını düşürerek kendi aralarında rekabet ettikleri tek taraflı bir mezat niteliği taşımaktadır. Hazine bonoları ise, devlet tahvillerinden farklı olarak, kamunun kısa vadeli ihtiyaçlarını karşılamak için çıkardığı menkul kıymetlerdir. 3, 6, 9 veya 12 ay

(35) Oğuz Kürşat Ünal. Menkul Kıymetler. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Ens., T.İş Bankası Vakfı, Hukuk Fak. Ankara 1988, s.104.

(sırasıyla 91, 182, 273 ve 364 gün) vedeli olarak ihraç edilirler. Hazine bonoları hamiline yazılı olup, iskonto esasına göre satılırlar ve vade tarihinden itibaren Merkez Bankası tarafından nominal değerleri üzerinden ödenirler. Merkez Bankası tarafından her hafta düzenlenen tek taraflı mezatta, menkul kıymet alım satımı yapan bankalar ve aracı kurumlar ile yatırımcılar fiyat bildirirler ve en yüksek fiyatı (bu fiyat kamu açısından en düşük maliyet demektir) teklif edenlere hazine bonoları satılır⁽³⁶⁾.

Devlet tahvilleri ve hazine bonolarının faizleri, risk taşımamaları sebebiyle, özel kesim borçlanma araçlarına göre biraz düşük kalsa bile, bu faizin vergiden muaf olması, istenildiği anda birikmiş faiziyle birlikte paraya çevrilebilmesi ve devlet ihalelerinde teminat olarak gösterilebilmesi gibi özellikleriyle bu kıymetler tasarruf sahiplerine cazip gelmektedir.



(36) Gültekin Karaşın. Bilgisayar Uygulamalı Menkul Kıymet Matematiği. İstanbul 1989, s.21.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASINDA YARDIMCI KURULUŞLAR

I. Aracı Kurumlar

A. Tanımı ve Fonksiyonları

Aracı kurumlar, SPK'nın 31. maddesinde şöyle tanımlanmaktadır. "Aracı kurum, menkul kıymetlerin, kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın, başkası nam ve hesabına veya başkası hesabına kendi namına, veyahut kendi nam ve hesabına, aracılık amacıyla alım ve satımı ile uğraşan ve menkul kıymetleri halka arz edilebilen bir anonim ortaklıktır".

SPK, İngiliz ve Amerikan hukuklarındaki "broker" ve "underwriter" lar tipinde aracılık işlemlerini yapacak kuruluşları aracı kurum olarak belirlemiştir. Kanun, bankaları aracı kurum saymamakta ancak borsa bankerliği belgesi almaya gerek olmaksızın sermaye piyasasında da ilgili mevzuat çerçevesinde her türlü aracılık işlemlerini yapmalarına da izin vermektedir. Hatta aracı kurumların yapmalarına izin verilmeyen bazı aracılık işlemlerini yapma imkanı Kanun tarafından sadece bankalara verilmiştir(1).

Aracı kurumlar, diğer yardımcı kuruluşlar gibi, ellerindeki fazla fonlarını değerlendirmek isteyen tasarruf sahipleri ile fon ihtiyaçlarını gidermek amacıyla menkul kıymet ihraç eden ortaklıkların karşılaşmasını sağlarlar.

Tasarruf sahipleri genellikle, sermaye piyasasının kurallarını bilmez, şirketleri ve sektörleri tanıyamaz, ekonomik olayları ve mevzuat değişikliklerini değerlendirip, buna göre karar veremezler. Diğer taraftan, menkul kıymet ihraç eden şirketler de, sermaye piyasasındaki değişimleri izleme ve tedbir alma imkanını da çoğunlukla bulamazlar. Piyasadaki her türlü ekonomik dalgalanma menkul kıymet fiyatlarını ve

(1) Recep Önal. "Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar-içinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul 1984, s.186.

dolayısıyla şirketleri etkiler⁽²⁾.

Aracı kurumlar, tasarruf sahiplerine danışma hizmeti sunarak onları aydınlatırlar, menkul kıymetler için alım satımı canlı tutarak, bunların kolayca paraya çevrilmesine yardımcı olurlar. Menkul kıymet ihraç eden ortaklıklara ise underwriting hizmeti verip bu ortaklıkların, sermaye piyasasındaki krizlerden etkilenmemesine çalışırlar⁽³⁾.

B. Kuruluş Şartları

SPK, aracı kurumların kuruluşuna ilişkin esasları 32. maddede belirtmiştir. Buna göre, sermaye piyasasında aracılık faaliyetlerinde bulunmak amacıyla başvuran bir kuruluşa izin verilebilmesi için;

(i) Kurucularının müflis olmadığı ve yüz kızartıcı bir suçtan hüküm giymediğinin belgelenmesi,

(ii) Esas sözleşmesi, SPK hükümlerine uygun olarak düzenlenmiş bir anonim şirket şeklinde kurulmuş olması,

(iii) Sermayesinin, Maliye Bakanlığınca belirlenmiş miktardan az olmaması,

(iv) Sermayesinin en az % 51'inin nama yazılı olması ve hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması, şartları aranmaktadır.

Aracı kurumların kuruluşu için, yukarıda sözü edilen şartları biraz açmaya çalışalım.

SPK, aracılık amacıyla kurulacak anonim ortaklıkların kurucularında bulunmasını sakıncalı gördüğü nitelikleri belirtmiştir. Buna göre kurucuların, müflis olmadığı ve ağır hapis, sahtekarlık, güveni kötüye kullanma, hırsızlık veya dolandırıcılık gibi yüz kızartıcı suçlardan dolayı hüküm giymediklerinin belgelendirilmiş olması gerekmektedir. İzni verecek kamu makamlarının, kurucularda, belirtilen olumsuz niteliklerle ilgili bir durumun bulunmadığını gösteren belgeleri istemeleri zorunludur.

Aracılık faaliyetinde bulunacak şirketin, anonim şirket statüsünde kurulması esastır. Gerçek kişiler veya anonim şirket statüsü dışındaki şirketler, sermaye

(2) agm, ss. 184-185.

(3) Ünal Tekinalp. Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları. İstanbul 1982, s.78.

piyasasında aracı kurum olarak çalışamazlar⁽⁴⁾.

Aracılık amacıyla kurulacak anonim şirket, ani veya tedicri şekilde, yani hisse senetlerini halka arz etmek suretiyle kurulabilir⁽⁵⁾. Ayrıca, daha önce başka bir amaçla kurulmuş olan mevcut bir anonim şirketin, statüsünde değişiklik yaparak, aracılık faaliyeti amacını benimsemesi de mümkündür.

Aracı kurumların sermayelerini belirleme yetkisini SPK, Maliye Bakanlığına vermiştir. Bakanlık, taahhütlü aracılık (underwriting) işlemleri yapabilen ve birincil piyasada faaliyet gösterebilen (A) grubu aracı kurumların, en az 1 milyar lira sermayeli olması gerektiğini belirtmiştir. Sadece ikincil piyasada aracılık işlemleri yapabilen aracılardan ise, en az 250 milyon lira sermayeli olması gerekmektedir⁽⁶⁾.

C. Borsa Bankerliği Belgesi

SPK m.32, aracı kurumların, faaliyete geçebilmeleri için yukarıda sözü edilen şartlardan başka, Borsa Bankerliği Belgesi (BBB) almalarını ve menkul kıymetler borsasına üye olmalarını zorunlu tutmaktadır.

Borsa bankerliği belgesi, aracı kurum olarak faaliyet gösterme yetkisi veren, yapılacak aracılık işlemlerinin kapsamını ve aracılık suretiyle yüklenilebilecek sorumluluğun azami sınırını gösteren bir çalışma ruhsatıdır.

Kanuna göre, borsa bankerliği belgesi olmayanlar veya belgeleri iptal edilenler, aracılık faaliyetinde bulunamayacakları gibi ticaret ünvanlarında veya ilân ve reklâmlarında bu faaliyetlerde buldukları itibarını uyandıracak hiç bir kelime, deyim ve işareti kullanamazlar (BBBY m.6).

Kurul, belgenin şeklini ve içeriğini, (A) ve (B) grubu olarak iki seri halinde belirlemiştir (BBBY m.4/3).

Buna göre, (A) grubu borsa bankerliği belgesi alan aracı kurumlar, ödenmiş sermaye ve yedek akçeleri toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarın 10 katı kadar mali sorumluluk yüklenebilirler. Ayrıca Kurul'un bu katsayısı

(4) Recep Önal. agm, s.188.

(5) Yılmaz Ulusoy. Yorum ve Açıklamalı Sermaye Piyasası Kanunu. Ankara 1982, s.127.

(6) Muharrem Karslı. age, s.100.

20'ye kadar yükseltebilme yetkisi vardır.

Görüldüğü gibi Sermaye Piyasası Kurulu, Kanunun kendisine verdiği yetkiye dayanarak aracı kurumların her türlü faaliyetlerini ayrıntılı bir biçimde düzenleme yoluna gitmiştir. Bu müdahalenin başlıca nedeni, geçmişte yaşanan bankerler olayı gibi bir olumsuz durumla tekrar karşılaşmamak ve yatırımcıların zarara uğramasını önleyerek, sermaye piyasası araçlarına ve kuruluşlarına olan güvenin korunmasını ve artmasını sağlamaktır⁽⁷⁾.

D. Aracılık Faaliyetlerinin Kapsamı

Sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri, piyasada işlem gören tüm mali araçların aracılık amacıyla alım satımı ve menkul değerlerin halka arzına aracılık olarak ikiye ayrılır. Aracılık faaliyetleri yönünden SPK'nın yaptığı bu ayırım, piyasada işlem gören mali araçların halka arzı aşaması ile sonraki alım satım işlemlerinin yapıldığı aşamanın, farklı kurallara tabi tutulması ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Bu düşünce ile menkul kıymetler piyasası, farazi olarak "birinci el" ve "ikinci el" piyasa olarak bölümlenmektedir⁽⁸⁾.

Birinci el piyasasındaki, yani ihraç esnasındaki aracılık, esas itibarıyla bir pazarlama fonksiyonunu içerir. Halka arz edilen menkul kıymetlerin, geniş halk kitlelerine satılması gereği, yaygın bir pazarlama faaliyeti gerektirir. Bu pazarlama faaliyeti, alelade pazarlama veya taahhütlü pazarlama şeklinde olabilir.

Aracı kurumların (bankalar dahil), menkul kıymetlerin pazarlamasında hiç bir taahhüt altına girmemesi halinde alelade pazarlama söz konusudur. Aracı kurum, pazarlanması istenen menkul kıymetleri verilen süre içinde satabilmek için elinden gelen gayreti gösterir. Süre sonunda satılamayan menkul kıymetleri ise iade eder⁽⁹⁾.

Taahhütlü pazarlama ise, satış taahhüdü ve alış taahhüdü olarak ikiye ayrılır. Satışın taahhüt edildiği durumlarda, menkul kıymetler, ihraç eden ortaklık nam ve hesabına pazarlanır. Süre sonunda satılamayanlar, aracı kurum tarafından bedelleri

(7) Ünal Bozkurt. age, s.25.

(8) Recep Önal. agm, s.195.

(9) Muharrem Karslı. age, s.99.

ödenmek suretiyle satın alınır.

Tam taahhüt denilen bu aracılık, Amerika Birleşik Devletlerinde "stand-by" terimi ile ifade edilir⁽¹⁰⁾.

İhraç edilecek menkul kıymetlerin belirli bir fiyattan, tümü ile satın alınarak, aracı kurum nam ve hesabına pazarlanmasının taahhüt edilmesine, alış taahhütü pazarlama denmektedir. Bu tür yüklenimde pazarlama ya doğrudan halka arz yoluyla ya da "dealers" denen satıcılar aracılığı ile yapılır. Alış taahhüdünde bulunan aracı kurumun, yüklenimi tek başına yapamadığı durumlarda, konsorsyum denilen geçici birlikler oluşturulur⁽¹¹⁾.

İkincil piyasada, yani halka arz edilmiş menkul kıymetlerin el değiştirmesine aracılık, birincil piyasadaki aracılıktan çok farklıdır. Bu aracılık faaliyeti, borsada ve borsa dışı pazarda yapılır. Bu tür aracılar, yaptıkları işlere göre, broker, dealer, jobber, agent, specialist gibi isimler verilmektedir⁽¹²⁾.

BBB yönetmeliği, aracı kurumların, yukarıda bahsedilen aracılık faaliyetleri yanında yapabilecekleri iş ve işlemleri şöyle belirlemiştir(m.8)

- Bankalar ve yatırım ortaklıkları hariç, mali konularda faaliyet gösteren mevcut veya kurulacak anonim ortaklıklara ödenmiş sermaye ve yedek akçeleri toplamının % 25'ini aşmamak üzere iştirâkte bulunmak,

- Menkul kıymetler, diğer kıymetli evrak, yatırım ve plasman gibi konularda danışmanlık hizmeti yapmak,

- Menkul kıymetlerin anapara, faiz, temettü gibi gelirlerinin ödenmesine ilişkin hizmetleri yapmak,

- Menkul kıymetler ve diğer kıymetli evraka ilişkin saklama, anapara, faiz, temettü gibi gelirlerin tahsili, opsiyon haklarının kullanılmasında hizmetlerini yapmak.

Ayrıca, 9.2.1984 tarihli Yönetmelikle, saklama hizmetleri ile ilgili olarak şu bendler eklenmiştir;

Bankalar hariç aracı kurumlar, menkul kıymetler ve diğer kıymetli evraka ilişkin saklama hizmetlerini, kendilerinden bu belgeleri satın alanlara, yazılı sözleşmeyle

(10) Ünal Tekinalp. age, s.80.

(11) Recep Önal. agm, s.199.

(12) Muharrem Karslı. age, s.100.

kiraladıkları kasalarla yapabilirler.

Menkul kıymet ve diğer kıymetli evraka ilişkin saklama hizmetlerini yürütmek isteyen bankalar dışındaki aracı kurumlar, bu hizmet için yeterli ve güvenli donatım sağlamak zorundadırlar.

- Hisse senetlerinden doğan oy haklarını, yazılı direktiflerine uygun olarak senet sahipleri adına kullanmak.

Aracı kurumların yapamayacakları işler ise şu şekilde sıralanmıştır (BBBY m.9).

Aracı kurumlar;

- Aracılık amacıyla alıp sattıkları belgelere ilişkin olarak kendi mali taahhütlerini içeren evrak çıkaramazlar ve üçüncü şahıslara veremezler,

- Yukarıdaki belgelerden bağımsız olarak, mali taahhütlerini içeren belge ihdas edip, halka arz edemez ve bunları alıp satamazlar

- 8. maddede sayılan faaliyetler dışında, hiçbir ticari, sınai ve zirai faaliyette bulunamazlar,

- Mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verebilecek işlemler yapamazlar (9.2.1984 tarihli Yönetmelik ile değişen şekli),

- Menkul kıymetler portföyü işletemezler,

- Bankalara ortak olamazlar,

- Vadesi gelmemiş kuponları kesip satamazlar,

- Ticaret amacıyla taşınmaz mal alım satımı ile uğraşamazlar, aracılık işlerini yürütebilmek için gerekli olanın üstünde, herhangi bir biçimde taşınmaz mal edinemezler.

II. Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı (MKYO)

A. Tanımı ve Gelişimi

Ekonomik kalkınmada sermaye piyasalarının çok önemli bir rol oynadığı tartışılmazdır. Sermaye piyasaları, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesine olanak sağladığından, ekonomide önemli bir fonksiyon üstlenmiş durumdadırlar. Sermaye piyasalarının üstlendikleri bu fonksiyonları yerine getirebilmelerinde MKYO'nın da payı büyüktür.

Yatırım ortaklıklarının kurulmasının temelinde, tasarrufların güvenli ve verimli bir biçimde değerlendirilebilmesi amacı yatmaktadır. Genelde, yatırımda bulunmak isteyen tasarruf sahipleri, hem riski en aza indiren ve hem de optimal verim sağlayan menkul kıymetleri tercih ederler. MKYO, tasarruf sahiplerinin bu amaçlarını gerçekleştirmelerinde köprü görevi üstlenmişlerdir⁽¹³⁾.

Genel bir ifadeyle, MKYO'nu, katılanların tasarruflarını değişik menkul kıymetlere yatırmak suretiyle portföy oluşturarak, bir yandan riskin dağıtılması veya sınırlandırılması, diğer yandan uzman bir yönetim eliyle güvenilir bir biçimde tasarrufların değerlendirilmesi yöntemi ile, özellikle küçük tasarrufların sermaye piyasasına aktarılmasında önemli rol oynayan finansman kuruluşlarıdır, şeklinde tanımlamak mümkündür⁽¹⁴⁾.

Bugünkü anlamda yatırım ortaklıkları (İngiltere'de "Investment Trust", Amerika'da "Investment Company" terimleri kullanılmaktadır), ilk olarak 1860 yılında İskoçya'da ortaya çıkmış, sonraki yıllarda İngiltere'de büyük rağbet görmüş ve sayısı hızla artmıştır. İngiltere'nin 19. yüzyılda parlak bir dönem geçirmesi, tasarrufların artması ve denizaşırı ilişkiler, kolektif yatırım fikrinin, dolayısıyla yatırım kuruluşlarının gelişmesi için uygun bir ortam oluşturmuştur. I. Dünya Savaşı ile duraksayan tasarruflar ve yatırımlar yeniden canlanıp artmaya başlayınca, yatırım ortaklıkları tekrar önem kazanmış, II. Dünya Savaşı'ndan sonra da bu gelişmelerini sürdürmüşlerdir⁽¹⁵⁾.

Bu tarihten sonra bilhassa Amerika, İngiltere, İsviçre ve Japonya gibi ülkelerdeki yatırım ortaklıkları çok başarılı olmuş, Hollanda, Belçika, Fransa, Almanya gibi bir çok Avrupa ülkesinde de alınan teşvik tedbirleri sonucunda, yatırım ortaklıkları kurulmaya başlanmıştır⁽¹⁶⁾.

(13) Vural Günel. Sermaye Piyasası Hukuku. s.50

(14) Güven Vural. Yatırım Ortaklıkları. A.İ.T.İ.A. Yayını No. 120, Ankara 1978, s.21.

(15) Zühtü Aytaç. "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul 1984, s.249.

(16) İbrahim Öngüt. "Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları". İkt.Mal. Dergisi, C.XIV, Sa:2, 1967-68, s.61.

Ülkemizde ise, MKYO'na ilişkin düzenlemeler SPK ile yapılmıştır. Ayrıca, konuya ilişkin detaylar, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan ve 27 Kasım 1983 tarih ve 18234 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar" tebliği ile belirlenmiştir.

SPK, MKYO'nı; "menkul kıymet portföyü işletmek üzere kurulan anonim ortaklıklar" şeklinde tanımlamaktadır (m.33/1). Sermaye Piyasası Kurulu tebliğde, bu tanımları biraz daha genişletmiş ve "MKYO, menkul kıymet portföyü işletmek üzere, anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası yardımcı kuruluşlarıdır" demiştir (m.1).

B. Özellikleri

1. Amaç ve Fonksiyonları

MKYO'nun amacı tebliğde, "tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlere yatırım yapmasına yardım etmektir" şeklinde ifade edilmiştir. Ayrıca MKYO'nun, menkul kıymetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimine hakim olma amacı güdemeyecekleri de belirtilmiştir.

SPK, MKYO'na bu konuda bazı sınırlamalar getirmiştir. Buna göre;

- MKYO sermaye ve yedek akçeleri toplamının % 20'sinden fazlasını, bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramaz. Bu sınır, portföy değerinin değişmesi veya rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle aşıldığı takdirde, fazla kısmın en geç 6 ay içinde tasfiyesi gerekir (m.34/8).

- MKYO hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının % 10'undan fazlasına sahip olamaz (m.34/9).

Bu sınırlamalar, risk dağılımı yanında yatırım ortaklıklarını yönetenlerin, ortaklığın menfaatlerini bir tarafa bırakarak, portföyü verimsiz de olsa belli şirketlerin hisse senetleri üzerinde yoğunlaştırmak suretiyle, o şirketlerin yönetimine hakim olmalarını ve bu yoldan kişisel menfaat sağlamalarını önlemek amacıyla yöneliktir⁽¹⁷⁾.

MKYO'nun başlıca fonksiyonları, tebliğin 2. maddesinde şöyle sıralanmıştır;

(i) Rasyonel bir yönetimle, ortaklık portföyünün oluşumunu sermaye piyasasının

(17) Muharrem Karslı. age, s.110.

koşullarına göre ayarlamak ve bu amaçla menkul kıymetlerin alınıp satılabileceği en uygun zamanı seçmek,

(ii) Ekonomik araştırmalar ve ileriye dönük tahminler yaparak, ortaklarının tasarruflarının değerlerini korumak ve artırmak, onlara sürekli ve güvenilir gelir sağlamak,

(iii) Yatırım riskini faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek biçimde dağıtmak,

(iv) Küçük tasarrufları, orta ve uzun vadeli yatırımlara yönlendirmek,

(v) Menkul kıymetlerini portföyünde tuttuğu ortaklıklarla, diğer ortaklık ve kuruluşların durumlarını devamlı izlemek ve gerekli önlemleri almak.

MKYO'nun fonksiyonları olarak sıralanan bu hususlar, esas olarak portföy yönetim ilkeleridir ve uyulması doğal olan şartları içermektedir.

Herhangi bir tasarruf sahibinin, sermaye piyasasının yapısını, işleyişini ve inceliklerini bilip, ona göre yatırım yapma olasılığı çok zayıftır. MKYO, uzmanları vasıtasıyla oluşturdukları portföylerde hem çeşitlendirme yolu ile riski azaltır hem de tasarruf sahiplerini bir takım iş ve işlemleri yapmaktan kurtarırlar.

MKYO, küçük tasarruf sahiplerinin yatırıma ve dolayısıyla ekonomik kalkınmaya katılmalarında, onlara güven ve istikrar sağlayan kuruluşlardır. Yatırım ortaklıkları vasıtasıyla piyasada gerekli sermaye yaratılarak, sermaye darlığı ortadan kaldırılmakta ve yabancı sermayeye duyulan ihtiyaç da önemli ölçüde azalmaktadır⁽¹⁸⁾.

MKYO'nun portföy işletmeciliği yanında yapabilecekleri iş ve işlemler tebliğin 11. maddesinde şöylece belirtilmiştir;

(i) Menkul kıymet ve yatırım konularında danışmanlık hizmetleri,

(ii) Menkul kıymetlerin anapara, faiz, temettü gibi gelirlerinin ödenmesine ilişkin hizmetler,

(iii) Menkul kıymetlerin muhafazası, anapara, faiz, temettü gibi gelirlerinin tahsili, opsiyon haklarının kullanılması,

(iv) Hisse senetlerinden doğan oy haklarının, yazılı direktiflere uygun olarak senet sahipleri adına kullanılması.

(18) M. Uğur Aksoy. "Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine". İkt.Mal. Dergisi, C.XXI, Sa:11, 1973-74, s.412.

MKYO'nun ödünç para veremeyecekleri, mevduat toplayamayacakları, menkul kıymet işletmeciliği dışında ticari amaçla mal alıp satamayacakları ve aracılık faaliyetinde bulunamayacakları da tebliğin 12. maddesinde belirtilmiştir.

2. Portföy İşletmeciliği

Yatırım ortaklıklarının ana konusu portföy işletmeciliğidir. Bu kurumlar, tasarruf sahiplerinden topladıkları fonlar karşılığında onlara hisse senedi vermekte ve toplanan meblağ ile diğer ortaklıkların menkul kıymetlerini satın alarak oluşturdukları portföyü işletmektedirler⁽¹⁹⁾.

Sermaye Piyasası Kurulu ise portföy işletmeciliğinin tanımını tebliğde şu şekilde yapmaktadır; "Menkul kıymetlerin getirilerinden ve kıymet artışlarından yararlanmak, bu senetlere bağlı hakları kullanmak ve hizmetleri yapmak amacıyla yönelik bir faaliyet türüdür" (m.1/3).

Bu anlamda bir MKYO'ndan söz edebilmek için, ortaklığın menkul kıymet portföyüne sahip olması ve bu portföyü tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde bizzat işletmesi gerekmektedir.

a. Portföyün Hukuki Niteliği

SPK, portföyü ayrı bir mal varlığı olarak kabul etmemiştir. Başka bir ifadeyle, portföyü oluşturan değerlerin, ortaklığın mal varlığından ayrı hukuki bir bağımsızlığı söz konusu değildir. MKYO bir anonim ortaklık olduğundan tüzel kişiliğe sahiptir ve portföy de dahil olmak üzere tüm mal varlığının sahibi durumundadır. Ortaklar yani pay sahipleri ise MKYO'nun tüm mal varlığının, dolayısı ile de portföyün sahibidirler.

b. Portföyün Oluşturulması

SPK ve Sermaye Piyasası Kurulu, yatırım ortaklıklarının, portföylerini menkul kıymetlerden oluşturmaları şartını getirmiştir. Menkul kıymet deyimine daha ayrıntılı bir tanım getiren Kurul, "Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar" tebliğinde

(19) Hamdi Yasaman. "Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları". İkt.Mal.Dergisi, C.XX, Sa:5,1973-74, s.149.

(m.1/4), menkul kıymetin, yine Kurul'un Seri:V, No.1 tebliğinin 2. maddesinde sayılan menkul kıymetleri ifade ettiğini belirtmiştir.

Bu tanıma göre, MKYO portföylerini şu kıymetlerden oluşturabileceklerdir;

(i) Hisse senetleri ve geçici ilmühaberleri,

(ii) Tahvil,

(iii) İntifa senedi,

(iv) İki yıl ve daha uzun vadeli kâr ve zarar ortaklığı belgeleri,

(v) Hazine bonoları, Devlet ve diğer kamu tüzel kişilerinin tahvil ve bonoları,

(vi) Tertip halinde çıkarılan iki veya daha uzun vadeli ipotekli borç ve irat senetleri.

MKYO'nın sayılan bu menkul kıymetlerden bir portföy oluştururken göz önünde tutmaları gereken en önemli nokta, riskin dağıtılması ilkesidir. Çünkü yatırımcılar, bilhassa da küçük tasarruf sahipleri genellikle düzenli ve güvenli bir gelir elde etmeyi amaçlarlar. Bu kişilerin ellerindeki küçük sermayeyi kaybetmeye tahammülleri yoktur. Bunun tam tersine, her menkul kıymet az veya çok bir risk taşır. İşte MKYO böyle bir ortamda, risk ve gelir arasında bir denge kurmaya çalışarak, tasarruf sahiplerinin yatırım yapmalarına yardım etmektedirler.

C. Kuruluş Koşulları ve İşlemleri

1. Kuruluş Koşulları

MKYO'nın kuruluş koşulları, SPK'nda (m.34) ve Kurul tebliğlerinde (Seri I, No.1 m.10 ve Seri VI, No.1 m.3) belirtilmiştir. Buna göre MKYO'nın kuruluşuna izin verilebilmesi şu koşullara bağlanmıştır;

(i) Anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermayeli olarak kurulmaları.

SPK, yatırım ortaklıklarının, sadece anonim şirket şeklinde kurulmalarını ve kayıtlı sermaye sistemini almalarını zorunlu tutmaktadır. Kayıtlı sermayeli olabilmek için ise, halka açık anonim ortaklık statüsünde olmak gereklidir. Dolayısı ile MKYO halka açık niteliğini de taşımaktadırlar.

Halen uygulanmakta olan sisteme göre şirketler, ana sözleşme ile saptanan esas sermaye ile kurulmaktadır. Sermayenin azaltılması ve artırılması için ana sözleşmede değişiklik yapılması gerekmektedir. Oysa yatırım ortaklıkları için farklı bir uygulama

getirilerek, sermayenin azami sınırı ana sözleşmede gösterilmekte, bu sınıra ulaşıncaya kadar yönetim kuruluna hisse senedi çıkarma yetkisi verilmektedir. Bu durum, yatırım ortaklıklarına, sermaye artırımını için gereken formaliteleri yerine getirmeden, kolayca sermayelerini artırma avantajı tanımaktadır⁽²⁰⁾.

(ii) Başlangıç sermayelerinin Maliye Bakanlığınca belirlenen miktardan az olmaması.

Başlangıç sermayesi kanunda (m.3/e), "Kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların sahip olmaları zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayeleridir" şeklinde tanımlanmaktadır.

SPK'nun ana amaçlarından birisi, tasarruf sahiplerinin haklarının korunması olduğuna göre, bu piyasada kötü niyetin yaratabileceği olumsuz durumlara mani olmak için belli kurallar ve sınırlamalar konması gayet doğaldır. Başlangıç sermayesi ile ilgili bend bu amaçla konulmuştur. Kurul tebliğlerinde, Maliye Bakanlığınca belirlenen başlangıç sermayesinin 250 milyon liradan az olamayacağı belirtilmiştir.

(iii) Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkartılması.

MKYO'nun hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılacağı SPK'nda ve Kurul tebliğinde belirtilmiştir. Bu durumda yatırım ortaklıklarının aynı sermaye ile kurulmaları yasaklanmış olmaktadır. Yatırım ortaklıklarının kuruluşunda, hisse senetlerinin nama veya hamiline yazılı olması konusunda bir sınırlama bulunmadığından MKYO'nun hisse senetleri kısmen veya tamamen, nama veya hamiline yazılı olabilir.

(iv) Ticaret ünvanlarında "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması.

Yatırım ortaklığı dışında hiç bir kuruluşun, bu adı veya aynı anlama gelecek başka bir ibareyi ticaret ünvanlarında veya ilan ve reklamlarda kullanamayacakları SPK'nda belirtilmiştir (m.34/5).

(v) Kurucuların müflis olmadığının veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hüküm giymiş bulunmadığının tespit edilmiş olması.

Yatırım ortaklıklarının kuruluşunda aranan bu koşullar, tasarruf sahiplerinin haklarının korunması amacına yönelik koşullardır. Yine bu amaçla, daha önce bahsedilen herhangi bir ortaklığın yönetimini ele geçirme girişimini önleyen sınırlamalardan başka,

(20) Uluer Aral. "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Vergilendirme". İkt.Mal.Dergisi, C.XIX, Sa:6, 1982, s.235.

yatırım ortaklıklarının, kurucu ve imtiyazlı hisse senedi ve tahvil ihraç etmeleri, faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınmaz mal edinmeleri, borsa rayiç değerinin üstünde menkul kıymet satın almaları veya borsa rayiç değerinin altında menkul kıymet satmaları yasaklanmıştır.

2. Kuruluş İşlemleri

MKYO'nun kuruluş işlemlerini tebliğ;

(i) Ticaret Bakanlığından izin alınması,

(ii) Halka arz için Kurul'dan izin alınması ve

(iii) Kurul izninden sonra yapılacak işlemler, şeklinde üç ana başlıkta toplamıştır (m.4 ilâ 8).

Yatırım ortaklıklarının kuruluş izni önce Ticaret Bakanlığından alınmaktadır. Bu iznin alınabilmesi için, ortaklık esas sözleşmesinin ve kurucu ortakların imzalarının noter tarafından onaylanması, kayıtlı sermaye sisteminin belirtilmesi, birinci temettü oranının gösterilmesi, sermayenin % 10'unun kurucular tarafından bir bankada bloke bir hesaba yatırılması, kurucuların müflis olmadığı ve hükümlü bulunmadığının belgelenmesi gerekmektedir. Daha sonra Ticaret Bakanlığı, Maliye Bakanlığından uygun görüş aldığı taktirde kuruluş iznini verir.

Ticaret Bakanlığı'nın izninden sonra kurucular, halkı ortaklığa katılmaya davet izni için, ortaklık esas sözleşmesi, Ticaret Bakanlığı izni, kurucuları ve ortaklığı tanıtıcı bilgiler, varsa fizibilite raporu, yoksa gelecek beş yıla ait tahmini bilanço, kâr-zarar tablosu ve tahmini temettü oranları, izahname ve sirküler taslağı ve payların tamamen satılıp bedellerinin ödeneceğini, süre sonunda satılmayan payların kurucular tarafından bedellerinin tamamen ve nakden ödenerek satın alınacağını gösterir noter tasdikli taahhütname ile birlikte Kurul'a başvururlar. Kurul gerekli incelemelerden sonra, izahname ve sirkülerin kesin şeklini onaylarsa, kuruculara halkı katılmaya davet izni verir.

Kurul izninden sonra yapılacak işlemler tebliğin 8. maddesinde belirtilmiştir. Bu işlemler, diğer ortaklıklarda hisse senetlerinin halka arzı için yapılan işlemlerdir. MKYO'nda tedrici kuruluş düşünüldüğünden ilâve olarak, kuruluş genel kurulu toplantıya çağrılır ve kuruluş mahkemeye tasdik ettirilir. Ortaklığın tescil ve ilânından itibaren en

çok üç ay içinde ortaklık, hisse senetlerini bastırarak ortaklarına verir. Ortaklık çıkardığı hisse senetlerini, satış süresinin bitiminden itibaren en geç 30 gün içinde, kote edilmesi isteği ile menkul kıymetler borsasına başvurur.

D. Kuruluş Modelleri

Kollektif yatırım kurumlarının kuruluşunda bugüne kadar iki temel model kullanılmıştır. Bunlardan birincisi "Ortaklığa Dayalı" model, diğeri ise "Sözleşmeye Dayalı" veya güvenilir kişi eli ile yönetim modelidir.

1.Ortaklığa Dayalı (Ortaksal) Model

Bu model, yatırım ortaklığının bir anonim şirket olarak, ortaklarının kendisine verdiği fonlarla kendisinin yatırımda bulunmasıdır. Ortaklık modelinde, anonim şirketin esas mal varlığı, işletme sermayesi dışında menkul değerler portföyünden oluşur. Böyle bir ortaklığın hisse senetlerine sahip olmak demek, ortaklığın menkul kıymetler portföyünün de sahibi olmak demektir.

Ortaklığa dayalı model, anonim şirkete ait ilkeler ve kurallar üzerine kurulur. Bu modelde ortaklık mal varlığı dışında özel bir mal varlığı yoktur. Ortaksal modelde riskin dağıtılması ilkesi yasa gereğidir. Bu düzenlemede yatırım ortaklığının gelirini, işletilen menkul değerler portföyünden elde edilen kazanç oluşturur ve bu tutar anonim ortaklık ilkelerine uygun olarak pay sahiplerine dağıtılır⁽²¹⁾.

2. Sözleşmeye Dayalı Model

Güvenilir kişi eliyle yönetim olarak da adlandırılan bu modelde, tasarruf sahiplerinin katılmalarıyla bir fon oluşturulmakta ve bu fon kanunların öngördüğü kişiler tarafından yönetilmektedir. Güvenilir kişi sayılan bu kişilerle, fona katılan tasarruf sahipleri arasındaki ilişkiler bir sözleşmeye dayanmaktadır. Oluşturulan fonun, bir

(21) M. Uğur Aksoy. "Yatırım Ortaklıklarının Almenya'daki Gelişimi ve Kuruluşu". İkt.Mal. Dergisi, C.XXI, 1974-75, Sa:2, s.70.

ortaklık veya yöneticiler grubu tarafından, tasarruf sahipleri hesabına güven ilkesine uygun olarak yönetilmesi gerekmektedir. Fonu yönetenlerle katılanlar arasında bir ortaklık bağlantısı söz konusu değildir. Taraflar arasında yapılan sözleşme bir inanç sözleşmesi niteliğindedir ve genel olarak üç tarafı bulunmaktadır.

Taraflardan ilki, fonun kurucusu ve yöneticisi olan bir finansman kuruluşu, bu amaçla kurulmuş bir anonim veya limited ortaklık veya bankadır. Diğeri, nakit ve pay senetlerini koruyan ve fona katılma sertifikalarını halka satan yed-i emin sıfatını taşıyan bir bankadır. Üçüncüsü ise, katılma belgelerini satın almak suretiyle fon sözleşmesine taraf olan gerçek veya tüzel kişilerdir⁽²²⁾.

Fonun tüzel bir kişi tarafından yönetilmesi halinde iki tür mal varlığı ortaya çıkar. Fonun portföyünden oluşan özel mal varlığı ile, fonu yöneten kişinin mal varlığı birbirinden bağımsızdır.

Oluşturulan portföy, yöneticiler (güvenilir kişiler) tarafından cari fiyatlara göre değerlendirilip, karşılığında katılma belgeleri çıkartılır. Katılma belgelerinin halka satışından sonra, özel mal varlığının mülkiyeti paydaşlara yani katılma belgesi sahiplerine geçer.

E Yatırım Ortaklıklarının Türleri

Yatırım ortaklıklarını çeşitli bakımlardan sınıflandırmak mümkündür. Ortaklık yönetimine verilen yetki açısından, ortaklık paylarının çıkarılışı ve geri satın alınması açısından, sermaye yapısı açısından, portföy yapısı, risk derecesi ve yatırım politikası açısından yatırım ortaklıkları bir çok sınıfa ayrılabilir. Biz yatırım ortaklıklarının sermaye yapıları bakımından yapılan ayırma değinmek istiyoruz. Bu ayırma göre yatırım ortaklıkları Kapalı (Closed-End) ve Açık (Open-End) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

A. Kapalı (Sabit Sermayeli) Yatırım Ortaklıkları

Kapalı yatırım ortaklıkları, anonim ortaklık statüsünde ve sabit sermayeli olarak

(22) Güven Vural. age, s.24.

kurulurlar. Diğer anonim şirketlerden tek farkı işletme konusudur. Kapalı yatırım ortaklıkları, hisse senetlerini belirli bir sermaye karşılığında çıkarırlar. Sürekli olarak hisse senedi çıkaramaz ve belli formaliteleri yerine getirmeden sermaye artırımında bulunamazlar. Ayrıca hisse senetlerini geri alma taahhüdündem de bulunamazlar⁽²³⁾.

Gerek sürekli olarak hisse senedi çıkartamamaları, gerekse, çıkarılmış hisse senetlerini geri satın alma zorunluluğunda olmamalarından dolayı, kapalı yatırım ortaklıklarının hisseleri, net varlık değeri esasına göre değil, piyasada oluşan fiyata göre satılır. Piyasa fiyatının, net varlık değerinden yüksek veya düşük olması durumu değiştirmez. Genellikle kapalı yatırım ortaklıklarının hisseleri ihraç sırasında yatırımcılara iskontolu olarak satılır⁽²⁴⁾.

2. Açık (Değişir Sermayeli) Yatırım Ortaklıkları

Değişir sermayeli veya açık yatırım ortaklıklarının sermayeleri önceden belirlenmemiştir. Bu tip yatırım kuruluşları, değişir sermayeli olmaları nedeniyle sürekli olarak yeni hisse senedi çıkarabilir ve daha önce çıkardıkları hisse senetlerini de geri satın alabilirler. Ancak, imtiyazlı hisse senedi ve tahvil ihraç edemezler.

Ortaklığın yeni hisse senedi çıkararak satması, portföy oluşturmaya hazır fonlarını artırırken, hisse senetlerini geri satın alması da kullanılabilir fonları azaltır. Bunun anlamı, açık bir yatırım ortaklığında sermaye, hergün değişikliğe uğrayabilir demektir.

Değişir sermayeli yatırım ortaklıkları, gerek mevcut ortakların ayrılmaları, gerekse yeni katılmak isteyenlerin taleplerini karşılayabilme konularında, sabit sermayeli yatırım ortaklıklarına nazaran daha serbest davranabildikleri için uygulamada yaygın olarak görülmektedir.

F.Türkiye'de MKYO'nın Durumu

Sermaye Piyasası Kanunu çıkmadan önce Türkiye'de, tam anlamıyla yatırım

(23) Zühtü Aytaç. agm, s.253.

(24) Ünal Bozkurt. age, s.316.

ortaklığı olmasa bile benzeri ve değişik bünyeli yatırım holdingleri kurulmuş ve tasarruf sahiplerinden oldukça büyük miktarda sermaye toplamışlardı. Bu durum, Türkiye'de yatırım ortaklıklarının kurulup gelişebilmesi için gerekli olan tasarruf düzeyinin yeterli olduğunu göstermektedir. Bunun yanısıra, bilhassa son yıllarda gerek yeni kurulan, gerekse mevcut şirketlerin halka açılmak üzere hisse senetlerini piyasaya sürmeleri ve tahvil veya benzeri araçlar vasıtasıyla borçlanma yoluna gitmeleri, yatırım ortaklıkları için portföy oluşturmada gerekli miktar ve çeşitte menkul kıymet arzını sağlamaktadır.

Ülkemizde yatırım ortaklıklarının kurulup gelişebilmesi için uygun bir ortam varken, bu çalışmanın hazırlandığı tarihlerde kurulan tek bir yatırım ortaklığı bulunması düşündürücüdür. Onun da gösterceği gelişmeyi şimdiden kestirmek oldukça güçtür. Tabii ki bu durumu yaratan bazı faktörler de mevcuttur.

Yatırım ortaklıklarının ve dolayısı ile sermaye piyasasının gelişmesini engelleyen sebeplerin başlıcaları, enflasyon, istikrarsızlık, güvensizlik ve bilgi ve tanıtım eksikliğidir.

Bilhassa 1980 yılından sonra, halkın enflasyon ve faiz kavramlarını daha sıkça duyduğu ve ilgilenmeye başladığı, bilinen bir gerçektir. Bu tarihten sonra, yatırımcılar tasarruflarına, enflasyonun ve cari faiz oranlarının üzerinde bir getiri sağlamayı amaç edinmişlerdir. Hal böyle olunca, yatırım ortaklıklarının oluşturacakları portföylerle bu oranların üzerinde getiri elde etmeleri kaçınılmaz gibi görünmektedir. Aksi taktirde, yukarıda belirttiğimiz nedenlerin de (güven, bilgi ve tanıtım eksikliği) etkisi ile tasarruf sahipleri yatırım ortaklıklarına iştirak etmeye pek de hevesli olmayacaklardır.

Burada sorun enflasyonun üzerinde kâr sağlamak gibi görünüyorsa da, borsa göstergelerine bakıldığında, iyi bir zamanlama ve doğru menkul kıymetlere yatırım yapma sonucunda bu düzeyde bir kârın elde edilebileceği görülür. Asıl mesele, yatırım ortaklıklarına katılmayı teşvik edecek düzeydeki kârı sağlayacak uzman ve yöneticilerin bulunması ve yetiştirilmesidir⁽²⁵⁾.

Ayrıca, halkın menkul kıymetler, sermaye piyasası ve yardımcı kuruluşları hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması da yatırım ortaklıklarının gelişme olanaklarını kısıtlayan bir faktördür. Yeterli tanıtım faaliyetlerinde bulunulmamasının yanısıra halkımızın, tasarruflarını değerlendirmede, eski alışkanlıkları konusunda biraz tutucu

(25) Muharrem Karslı. age, s.117.

davranması da yatırım ortaklıklarının gelişmesini önleyen nedenlerden biri olmaktadır.

Ülkemizde yatırım ortaklıklarının bankalar öncülüğünde kurulmalarının yasa ile şart koşulmuş olması, halkın güven duyması bakımından olumludur.

III. Menkul Kıymetler Yatırım Fonları (MKYF)

A. Tanımı, Gelişimi ve Özellikleri

Yatırım fonları Anglo-Sakson hukukundaki "trust" (emanet) müessesesinden yararlanmak suretiyle kurulan ve oluşturulan portföyü ortakları adına, bir tür yed-i emin sıfatıyla işleten ve tüzel kişiliği bulunmayan kuruluşlardır⁽²⁶⁾.

Yatırım fonları ilk olarak Kara Avrupasında ortaya çıkmış ve ilk yatırım fonu Belçika'da kurulmuştur. ABD'nde ise XIX. yüzyılın sonlarında ilk örnekleri görülmeye başlamıştır. Daha önceleri kapalı sonlu olarak kurulan yatırım fonlarının sayısı 1920'li yıllardan itibaren artmaya başlamış ve bu tarihten itibaren de açık sonlu olarak kuruldukları görülmüştür. İlk açık sonlu fon 1924 yılında Boston'da kurulmuştur⁽²⁷⁾.

Yatırım fonları da çok doğal olarak 1929 krizinden etkilenmişler ve bu tarihten sonra gelişmeleri yavaşlamıştır. Bu durum 2. Dünya Savaşı sonuna kadar sürmüş ve daha sonra gelişmeleri tekrar devam etmiştir.

Türkiye'de ise, yatırım fonları ile ilgili yasal düzenlemeler SPK tarafından yapılmıştır. Daha sonra Sermaye Piyasası Kurulu, Seri VII, No.1 Tebliği ile Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esasları belirlemiştir. Böylece, fonların kurulması ve çalışması için yasal ortam hazırlanmıştır.

Menkul kıymetler yatırım fonu, SPK'nun 35. maddesinde şöyle tanımlanmaktadır; Bu kanun hükümleri uyarınca, halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanca bağlı mülkiyet esaslarına göre, menkul kıymetler portföyü işletmek amacı ile kurulan mal varlığına "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" adı verilir. Yatırım fonlarının özelliklerini daha iyi anlamak bakımından,

(26) İbrahim Öngüt. agm, s.58.

(27) Sevtap Süngü. "Dünya'da Yatırım Fonları". Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel) içinde. İAV Yayını, İstanbul 1989, ss.30-31.

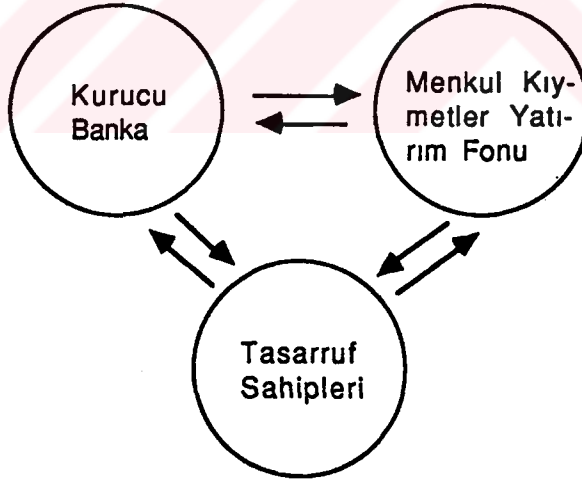
bu tanımlamadaki ögeleri biraz açmakta fayda görüyoruz.

- Menkul kıymetler yatırım fonu, bir mal varlığıdır. Fonu tasarruf sahiplerinden toplanan paralar oluşturmaktadır. Fon, riskin dağıtılması ve inanca bağlı mülkiyet ilkelerine göre ve menkul kıymetler portföyü işletmek üzere kullanılır. Bu mal varlığı, kurucu bankanın mal varlığından ayrı, müstakil bir mal varlığıdır.

- Fonun tüzel kişiliği yoktur. Medeni Kanuna göre kurulan vakıfların ve Türk Ticaret Kanununa göre kurulan şahıs şirketleri ile sermaye şirketlerinin tüzel kişiliği olduğu halde, menkul kıymetler yatırım fonu tüzel kişiliğe sahip değildir. Bu bakımdan fon, Borçlar Kanunu içinde düzenlenen adi ortaklığa benzemektedir⁽²⁸⁾.

- Türkiye'deki uygulamada, menkul kıymetler yatırım fonu sadece bankalar tarafından kurulabilmektedir. Bankalar dışında hiç bir kişi, kuruluş veya mal varlığının, menkul kıymetler yatırım fonu kurması ve ticaret ünvanlarında ve reklamlarında bu adı veya aynı anlama gelen başka bir ibareyi kullanması kanun tarafından yasaklanmıştır.

- Menkul kıymetler yatırım fonu, tasarruf sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde kurucu banka tarafından yönetilir. Yatırım fonunda üçlü bir ilişki söz konusudur. Bu ilişkiyi şekil yardımı ile şöyle gösterebiliriz.



Şekil III. 1. Yatırım Fonlarındaki Üçlü İlişki.

(28) Selahattin Tuncer. "Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu". Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel) içinde. İAV Yayını, İstanbul 1989, s.58.

Burada kurucu banka, fonu idare ve temsil eden, fon varlığını saklayacak yed-i emin müessesesidir.

Menkul kıymetler yatırım fonu, menkul kıymetler portföyünü işletecek olan uzman kuruluştur.

Tasarruf sahipleri ise, fona iştirak eden katılma belgesi sahipleridir.

Bu üçlü ilişkide kurucu banka ile yatırım fonu ve tasarruf sahipleri ile yatırım fonu arasında yakım bir işlem ilişkisi olduğu halde, tasarruf sahipleri ile kurucu banka arasındaki ilişki dolaylıdır. Çünkü katılma belgesi sahiplerinin muhatabı banka değil yatırım fonudur⁽²⁹⁾.

- Gerçek ve tüzel kişilerin fondaki ortaklık haklarını gösteren belgelere, kanun koyucu katılma belgesi adını vermiştir. Bu belge anonim şirketlerdeki hisse senetlerine benzemektedir. Katılma belgesi, nama veya hamiline yazılı olabilir ve bu nitelikleri ile de bir tür kıymetli evrak sayılmaktadır.

Yatırım fonunun özelliklerini bu şekilde belirttikten sonra, önceki kısımda verilen yatırım ortaklıklarından farkını göstermek için bu iki yardımcı kuruluşun ortak ve farklı yönlerine değinmek istiyoruz.

(i) Menkul kıymetler yatırım ortaklıkları ile menkul kıymetler yatırım fonlarının kuruluş amaçları aynıdır. Her ikisinin de amacı menkul kıymetlerden oluşan portföyü işletmektir.

(ii) Menkul kıymetler yatırım ortaklıkları anonim şirket şeklinde kuruldukları halde, menkul kıymetler yatırım fonları bir mal varlığından ibarettir ve şirket statüsünde kurulmazlar.

(iii) Ayrı statüde oldukları için doğal olarak ünvanları da farklıdır Yatırım ortaklıklarının ünvanlarında "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı", yatırım fonlarının ünvanlarında ise "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" ibaresi bulunur.

(iv) Menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, anonim şirket şeklinde kurulduklarından tüzel kişilikleri vardır. Oysa menkul kıymetler yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Fonun temsil ve yönetimi, kurucu banka tarafından yapılır.

(v) Yatırım ortaklıkları anonim şirket statüsünde oldukları için sermayeleri mevcuttur. Yatırım fonlarının ise sermayeleri yoktur. Fon mal varlığı sermaye yerine

(29) age, s.51.

geçmektedir.

(vi) Menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, herhangi bir kurum ya da kuruluşa bağlı değildir, kuruluş ve yönetimde bağımsızdır. Oysa ki yatırım fonları, bankalara bağlı olarak kurulurlar ve bankanın bir yan kuruluşu gibidirler.

(vii) Gerek yatırım ortaklıkları, gerekse yatırım fonları, sermaye piyasasının yardımcı kuruluşları oldukları için, Maliye Bakanlığından kuruluş izni almaları zorunlu tutulmuştur. Yatırım ortaklıkları, anonim şirket olduğundan ayrıca Sanayi ve Ticaret Bakanlığından da kuruluş için izin almalıdırlar. Yatırım fonları için böyle bir izne gerek yoktur.

(viii) Menkul kıymetler yatırım ortaklıkları anonim şirket olmaları nedeniyle piyasaya hisse senedi ihraç edebilirler. Hisse senetlerinin nominal değeri mevcuttur ve nama veya hamiline yazılı olur.

(ix) Yatırım ortaklıklarının hisse senetleri, belirli kural ve koşullarla menkul kıymetler borsasında işlem görürler. Halbuki yatırım fonlarının çıkardığı katılma belgeleri genellikle borsada işlem görmezler. Bu belgeler ihraç eden fon tarafından geri satış bedeli üzerinden alınır.

(x) Kâr payı dağıtımında ise, yatırım ortaklıklarının hisse senetlerine duruma göre kâr payı dağıtılabilir. Katılma belgelerine, ülkemizdeki uygulamaya göre kâr payı verilebilir. Ancak, katılma belgelerinde aslolan, bu belgelerin, alış ve satış bedelleri arasındaki pozitif farkın tasarruf sahibinin kârı olmasıdır.

Bu karşılaştırmalar, her iki kuruluşun da ortak amaç ve noktalara sahip olmakla beraber, nitelikleri ve hukuki yapıları itibariyle birbirlerinden ayrıldıklarını göstermektedir.

B. MKYF'nin Kuruluşu

Menkul kıymetler yatırım fonlarının sadece bankalar tarafından kurulabileceğini daha önce belirtmiştik. Yatırım fonu kurmak isteyen bir bankanın, bunun için bir fon iç tüzüğü hazırlaması ve notere onaylatması gerekmektedir. Daha sonra bankanın, onaylı iç tüzükle birlikte Maliye Bakanlığına müracaat ederek kuruluş izni alması lâzımdır. Maliye Bakanlığı, menkul kıymet portföyü işletmek amacı dışındaki bir amaçla yatırım fonu kurulmasına izin vermemektedir.

Yatırım fonları süreli ve süresiz olmak üzere iki şekilde kurulabilmektedir. Fon için belirli bir süre tayin edildiği takdirde, iç tüzükte bu süre (2-5-10-20 yıl gibi) belirtilir ve fonun ömrü bu zaman sonunda biter. Yatırım fonları süresiz olarak kurulduğu takdirde, zaman sınırlaması söz konusu değildir. Bu durumda da fon iç tüzüğünde bunun belirtilmesi gerekmektedir.

1. Fon İçtüzüğü

SPK, fon içtüzüğünü 37. ve 38. maddeler içinde düzenlemiştir. Fon içtüzüğünde bulunması gereken asgari hususlar 37. maddede şöylece sıralanmıştır.

- a) Fonun adı ile kurucu bankanın ünvanı ve merkezi,
- b) Fonun tutarı,
- c) Fonun yönetiminde uygulanacak şekil,
- d) Fonun yatırım yapacağı menkul kıymetlerin seçimi ve riskin dağıtılması esasları,
- e) Katılma belgelerinin satış ve geri satın alınış fiyatlarının tespiti usulü ve portföyün değerlendirilmesi esasları,
- f) Fon kârının tespiti ve katılma belgesi sahiplerine dağıtılması esasları,
- g) Kurucu bankanın yönetici sıfatıyla fondan alacağı ücret, başka menfaat ve gider karşılıklarının tespiti esasları,
- h) Fonun hesap dönemi,
- i) Varsa fonun süresi,
- j) Fonla ilgili bilgilerin açıklanma şekli,
- k) Fona katılma ve fondan ayrılma şartları,
- l) Fonun tasfiye şekli.

Maliye Bakanlığı tarafından uygun görülerek onaylanan fon içtüzüğü, yönetici bankanın merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve ilan olunur (m.38/1). Fon tüzel kişiliğe sahip olmadığı halde, içtüzüğünün tescil ve ilan olunması, fonun özelliğinden ileri gelmektedir.

2. Fon Tutarı (Sermayesi)

Yatırım fonlarında, fona ayrılan bir sermaye yoktur. Kanunda da sermaye sözcüğünden bahsedilmemiştir. Fon tutarını sermaye saymak gerekir. Yatırım fonları, fon tutarının veya sermayesinin sabit ve değişken olmasına göre iki gruba ayrılabilirler.

a. Kapalı (Closed-End) Fonlar

Sabit sermayeli fonlarda sermaye, fon içtüzüğünde belirtilir ve bu tutar değiştirilemez. Yeniden katılma belgesi çıkarılabilmesi için statünün değiştirilmesi gerekmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde ilk fonlar sabit sermayeli olarak kurulmuş, sonradan bu tür fonların sakıncaları görülerek, portföyün bileşiminde yöneticilere geniş yetkiler tanıyan değişken sermayeli fonların yaratılması yoluna gidilmiştir⁽³⁰⁾.

Türkiye uygulamasında ise, yatırım fonlarının sabit sermayeli olarak kurulması gerektiği, SPK'nun 37. maddesinde belirtilmiştir. Kanun, fon içtüzüğünde belirtilen fon tutarının artırılmasını Maliye Bakanlığı'nın iznine bağlamış ve ayrıca bunun tescil ve ilanını şart koşturmuştur. Böylece fon tutarındaki değişikliklerin kamuya duyurulması ilkesi benimsenmiş olmaktadır.

b. Açık (Open-End) Fonlar

Değişken sermayeli fonlarda, sermaye belli bir tutarla sınırlandırılmamıştır. Katılma belgelerine talep oldukça, geri satın alınmış belgelerle bu talep karşılanır. Mevcut belgeler yetişmediği taktirde de yeni katılma belgeleri ihraç edilir. Böylelikle fonun tutarı (sermayesi) talebe göre artar veya azalır. Bu modelde bir bakıma, daha sonra bahsedeceğimiz. hem avans sistemi, hem de önceden katılma belgelerinin satışı sistemi uygulanmış olmaktadır. Başlangıçta fon tutarını banka avans olarak koymakta, fakat katılma belgelerinin tümü satılıp, talep devam ettiği taktirde, artık yeni ihraç edilen belgeler. önceden satılanlardan toplanan paralar ile portföye yeni menkul kıymetler ilâve edilmektedir⁽³¹⁾.

(30) Selahattin Tuncer. "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu". Türkiye'de Sermaye Piyasası - Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-IAV Organizasyonu, İstanbul 1984, s.236.

(31) Muharrem Karslı. age, s.121.

Değişken sermayeli yatırım fonları, katılma belgeleri ibraz edildiği anda geri satın alarak, bedelini ödemek zorunda olduklarından portföyelerine likitidesi yüksek olan menkul kıymetleri alırlar. Banka tarafından geri alındıkları için, katılma belgelerinin likitidesi fazladır ve bu tip fonların katılma belgeleri genellikle borsaya kote edilmezler.

3. Fon Tutarının Sağlanması

Yatırım fonunun kuruluşu sırasında sermayenin sağlanması konusunda iki ayrı model kullanılmaktadır.

a. Güvenilir Kişinin Avansı

Fonun kuruluş aşamasında sermayenin, güvenilir kişi yani ülkemiz uygulamasında banka tarafından fona avans olarak verilmesi modelidir. Banka, fonun kuruluşu sırasında verdiği avansı, katılma belgeleri satıldıkça geri alır. Belgelerin tamamının satılmasından sonra da avansın tümünü çekmiş olur.

Kanun, fonun kuruluşu sırasında halktan para toplamanın zorluğunu gidermek için avans sistemini benimsemiştir.

b. Katılma Belgelerinin Önceden Satılması

Bu modelde, fonun kurulması için gerekli sermayeyi banka vermez, henüz fon oluşturulmadan katılma belgelerini ihraç edip satarak halktan toplar. Bu yoldan elde ettiği paralarla da menkul kıymetler yatırım fonunu oluşturur.

Fon oluşmadan katılımcılardan para toplamak, daha önce sözünü ettiğimiz, bilgi ve güven eksikliği gibi nedenlerden dolayı oldukça güçtür. Avans sistemiyle fonun oluşturulması yatırımcılar açısından daha güven verici olmaktadır.

C. Katılma Belgeleri

Menkul kıymetler yatırım fonlarının çıkardıkları katılma belgeleri (participation certificates) bir menkul kıymettir. SPK'nun 40. maddesine göre; "Katılma belgesi, belge sahibinin yönetici bankaya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç hisse ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senettir". Bu tanımlamaya göre

katılma belgesinin özellikleri şöyle sıralanabilir.

Katılma belgesi, menkul kıymet yatırım fonları tarafından ihraç edilen ve sahibinin fondaki hissesini ve haklarını göstern kıymetli evrak niteliğinde bir senettir.

Hisse senedinden farklı olarak, katılma belgesinin itibari değeri yoktur. Buna karşılık katılma belgesinin, ihraç veya satınalma gününde, fon içtüzüğündeki ilkelere göre tespit edilen, ihraç değeri ve geri satınalma değeri vardır. Buna göre, fonu oluşturan menkul değerlerin günlük rayiç bedeline göre fon tutarı değıştikçe, katılma belgelerinin değeri de yükselip azalabilir.

Fon tutarını artırmak suretiyle çıkarılacak yeni tertip katılma belgelerinin değeri, ihraç günündeki fon rayiç değeri, tedavülde bulunan katılma belgelerinin temsil ettikleri tüm hisselerin sayısına bölünerek hesaplanır.

Katılma belgeleri, emre, nama veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilir. Uygulamada genellikle, hamiline yazılı olarak çıkarılmaktadır.

Katılma belgeleri, yeknesak bir şekilde, belli bir birim ve bu birimin katları olarak basılır. Katılma payı sayısı, bir payın ihraç değeri 50.000 lirayı geçmeyecek biçimde tespit edilir.

Tasarruf sahipleri, menkul kıymetler yatırım fonlarına, katılma belgesi almak yoluyla hisseder olmaktadır. Ancak bu hissedarlık, anonim veya limited şirketlerdeki hissedarlıktan farklı olarak, sadece mali haklar tanıyan bir ortaklıktır. Katılma belgesi sahiplerinin, yönetime katılma, oy verme gibi hakları yoktur. Katılma belgeleri, sahiplerine; mevcutsa kâr payı alma, belgeyi satarak pozitif fiyat farkından yararlanma ve fonun tasfiyesi halinde tasfiye payı alma gibi haklar sağlamaktadır.

1. Katılma Belgelerinin İhracı ve Halka Arzı

Menkul kıymetler yatırım fonlarına ait katılma belgelerinin ihracı ve halka arzına ilişkin esaslar, SPK'nun 3. maddesi gereğince Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine tabidir. Kurul izninin ön koşulları, Seri VII. No.1 tebliğın 3. maddesinde şöyle belirlenmiştir.

a) Yatırım fonunun kuruluş için Bakanlıktan izin alınmış olması,

b) Bakanlıktan verilen izin çerçevesinde onaylanmış fon içtüzüğünün bankanın merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde

ilan edilmiş olması,

c) Banka yönetim kurulu tarafından, fon kurulu üyelerinin ve murakibinin atanmış olması,

d) Fona banka yönetim kurulu tarafından içtüzükte belirtilen tutarda avans tahsis edilmiş olması.

e) Tahsis edilen avansla fon kurulu tarafından fon portföyünün oluşturulmuş bulunması, şarttır.

Tebliğin 4. maddesine göre kurucu banka, kanun hükümlerine göre kuruluş işlemlerini tamamladığı fonun, katılma belgelerinin ihracına izin verilmesi talebini içeren bir dilekçe ve aşağıdaki belgelerle Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurur.

a) Tescil ve ilan edilen fon içtüzüğünün metni ve ilan yapıldığı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi,

b) Fon içtüzüğünde belirtilen esaslara göre oluşturulan fon kurulunun üyelerinin ve fon murakibinin atanmasına ilişkin banka yönetim kurulu kararının onaylı bir örneği ile bu kişilerin özgeçmişleri,

c) Fon içtüzüğünde belirtilen tutarda avansın fona tahsisine ilişkin banka yönetim kurulu kararının onaylı bir örneği,

d) Fon portföyünü oluşturan menkul kıymetlerin adet, birim, değer ve tutar olarak gösterildiği "Portföydeki Menkul Kıymetler Listesi",

e) "Fon Toplam Değeri" tablosu,

f) Tebliğ ekindeki örneğe göre düzenlenen iki nüsha izahname,

g) İhraç edilecek katılma belgesinin örneği (Specimen),

h) Kurulca gerekli görülecek diğer bilgi ve belgeler.

Kurul, başvuru üzerine gerekli gördüğü inceleme ve araştırmaları yaparak, uygun gördüğü takdirde, katılma belgesi çıkarılmasına ve halka satışına izin verir (tebliğ m.5).

Kurul tarafından verilen bu izin, yasal gerekliliklerin yerine getirildiğini ve ilgili fon ile katılma belgelerinin kamu denetimi altında olduğunu gösterir.

Tebliğin 7. maddesinde, fonların ihraç edeceği katılma belgelerinin halka arz şartları ayrıntılı bir biçimde belirlenmiştir. Buna göre, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan halka arz yoluyla katılma belgesi satışı için izin alan banka tarafından, Kurulca onaylanan izahname, ticaret siciline tescil ve Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edilir. Katılma belgeleri,

Kurul tarafından onaylanan örneğe uygun olarak bastırılır ve belgeler, izahnamenin Kurul izni tarihinden itibaren en geç 30 gün içinde, Türkiye çapında yayın yapan günlük bir gazete veya gazetelerde yayımlanarak satışa sunulur. Katılma belgeleri satış anında alıcıya teslim edilir.

D. Yönetim İlkeleri

Menkul kıymetler yatırım fonunun yönetim ilkeleri, SPK'nun 41. maddesinde belirlenmiştir. Bir çok teknik sorunu olan fon yönetiminin ana ilkesi, riskin dağıtılması ve inancılı mülkiyet esasına göre portföyün yönetilmesidir. Bu amaçla kanun bir takım koşullar belirlemiş ve bunlara uyulmasını gerekli görmüştür. Bu koşulları şu şekilde sıralamak mümkündür.

(i) Yatırım fonunun mal varlığı, yönetici bankanın fon içtüzüğü ve kanundan doğan yükümlülüklerini yerine getirmesi ve sorumluluğunu karşılaması dışında hiç bir amaçla kullanılamaz. Fon mal varlığı rehnedilemez veya teminat olarak gösterilemez.

ii) Yönetici banka fonun portföyünden, fon da yönetici bankanın portföyünde borsaya kote edilmiş olanlar dışında menkul kıymet satın alamaz. Fon, hiç bir nedenle yönetici bankanın hisse senetlerini ve tahvillerini ve başka fonların katılma belgelerini satın alamaz.

iii) Yönetici bankanın iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı, fon portföyünün % 20'sini aşamaz.

iv) Yatırım fonu, portföy değerinin % 20'sinden fazlasını bir ortaklığına menkul kıymetlerine yatıramaz. Bu sınır aşıldığı takdirde, fazla kısmın en geç 6 ay içinde tasfiyesi gerekir.

v) Yatırım fonları, hiç bir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının yüzde 10'undan fazlasına sahip olamazlar.

vi) Yönetici banka, fon hesabına borsa rayiç değerinin üstünde menkul kıymet satın alamaz ve fona ait kıymetleri borsa rayiç değerinin altında satamaz.

vii) Yönetici banka, ancak istisnai hallerde ve fon varlığının % 10'unu geçmemek üzere, fon hesabına kredi alınması için Kurul'dan izin isteyebilir. Bu kredinin alınması ve geri ödenmesi hakkında da Kurul'a bilgi verilecektir.

viii) Fon portföyündeki menkul değerlerle ilgili oy hakları bankanın yetkili

temsilcileri tarafından kullanılacaktır. Banka istisna durumlarda ve yazılı talimat vermek koşuluyla, bu konuda başkasına yetki verebilecektir.

ix) Banka, birden fazla fon kurup yönetebilir. Banka yönettiği her fonun varlıklarını kendi varlıklarından ayrı ve özel hesaplarda izlemek ve bunlar için ayrı muhasebe tutmakla yükümlüdür.

x) Bankanın kuracağı yatırım fonunun tutarı, kendi ödenmiş sermayesi ve yedek akçelerinin toplamını aşmamalıdır.

E. Fonların Yatırım Hedefleri

Fonların yatırım hedefleri, bir yanda riski dağıtma, diğer yanda güvenli getiri olmak üzere iki ekstrem hedefin arasında tercih edilen optimum noktaya göre belirlenir. Yatırım fonlarında bu hedefler, fona katılan kişilerin eğilimlerine göre ortaya çıkar. Bu iki uç hedef arasındaki yatırım politikaları şöyle sıralanabilir⁽³²⁾.

i) Aşırı büyüme amaçlı fonlar (Rapid Growth Funds) :

Bu tip fonlar, maksimum sermaye kazancını hedeflemişlerdir. Bu yüzden de, spekülasyon hisse senetlerine ve yeni kurulmuş şirketlere yatırım yaparlar. Aşırı büyümeyi amaçlayan fonlar, genellikle düşük gelir verirler. Bunun nedeni, yatırım yaptıkları yeni şirketlerin temettü dağıtmaması ve hisse senetlerine yatırım yaptıklarından faiz geliri elde edememeleridir⁽³³⁾.

Bu tip fonlar, ancak uzun vadede iyi getiri sağlamaktadır. Diğer taraftan, belli endüstrilerde uzmanlaşmış oldukları için portföy riskleri fazladır.

ii) Büyüme amaçlı fonlar (Growth Funds) :

Hızlı büyümeyi amaçlayan fonlara göre, bu fonların portföy riskleri daha düşüktür ve daha istikrarlıdır. Yeni kurulmuş şirketlere pek yatırım yapmazlar. Amaçları, düzenli bir gelir akışından daha çok değer artışı ve uzun vadede büyümeyi sağlamaktır.

iii) Büyüme ve gelir amaçlı fonlar (Growth and Income Funds):

Bu tip fonlar genellikle büyük ve tanınmış şirketlere yatırım yaparlar. Uzun

(32) age, ss.127-128.

(33) Sevtap Süngü. age, s.34.

vadede büyümeyi amaçlar ve portföy değerinde aşırı dalgalanmalardan kaçınırlar. Hem düzenli gelir hem de değer artışı elde etmeyi hedeflemişlerdir.

iv) Gelir amaçlı fonlar (Income Funds) :

Yüksek oranda temettü veren şirketlerin hisse senetlerine ve tahvillere ağırlıklı olarak yatırım yapan fonlardır. Ayrıca büyüme hızı az olan ve ucuz fiyatlı hisse senetlerini portföyelerine almayı tercih ederler.

v) Tahvil fonları (Bond Funds)

Düzenli ve güvenilir bir gelir elde etmeyi amaçlayan fonlardır. Özel sektör tahöillerine ve hazine bonolarına yatırım yaparlar. Tahvil fonları, sabit getirili olduklarından, cari faiz oranının yükselmesi halinde faiz oranı riski ile, enflasyon ortamında ise satınalma gücü riski ile karşı karşıya kalırlar.

F. Türkiye'de MKYF'nin Durumu

Türkiye'de menkul kıymetler yatırım fonları ile ilgili ilk çalışmalar SPK'nun çıkmasından sonra, 1982 yılında başlamıştır. Ancak, bir taraftan idari formaliteler, diğer taraftan vergi sorunları yüzünden fonların kurulması ve çalışması gecikmiştir. 1987 yılında, yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden elde ettikleri kazancın kurumlar vergisinden istisna edilmesinden ve katılma belgesi sahiplerinden alınan gelir vergisi stopajının da sıfıra indirilmesinden sonra, vergi konusundaki pürüzler giderilmiş oldu. Bu sorunların çözülmesinin ardından ilk yatırım fonu, kanunun çıkış tarihi itibarıyla 5 yıllık bir gecikme ile Türkiye İş Bankası tarafından 6 Temmuz 1987'de kuruldu. Ülkemizde bankalar, yatırım fonlarına ilgi duymuşlar ve bu tarihten sonra peşpeşe yatırım fonları kurmaya başlamışlardır. Ağustos 1991 sonu itibarıyla, ülkemizde kurulmuş yatırım fonlarının bugünkü durumu Tablo III. 1'de verilmiştir.

Tablo: III. 1- Yatırım Fonlarının Mevcut Durumu. Ağustos 1991. (000 TL)

Yatırım Fonu	Kuruluş Tarihi	Fon Başlangıç Değeri	Fon Toplam Değeri
1. Demirbankon 1	20.04.1990	5.000.000	8.598.569
2. Denizfon	04.04.1990	5.000.000	10.569.299
3. Dışbank 1	23.06.1988	3.000.000	3.083.139
4. Dışbank 2	06.04.1989	6.000.000	8.095.097
5. Dışbank 3	02.06.1990	12.000.000	3.256.447
6. Egebankon 1	20.12.1989	5.000.000	8.652.603
7. Emlakfon 1	12.01.1990	5.000.000	10.948.479
8. Emlakfon 2	13.07.1990	40.000.000	68.278.524
9. Esbank 1	12.11.1987	5.000.000	23.779.628
10. Esbank 2	27.10.1989	10.000.000	9.870.637
11. Esbank 3	20.06.1990	10.000.000	720.104
12. Etfon 1	01.10.1990	5.000.000	7.093.620
13. Finansfon 1	10.03.1989	2.000.000	Tasfiye Edildi
14. Finansfon 2	13.06.1989	10.000.000	4.247.414
15. Finansfon 3	08.12.1989	8.500.000	10.893.848
16. Finansfon 4	09.03.1990	9.000.000	2.686.415
17. Finansfon 5	05.11.1990	18.000.000	13.094.931
18. Garantifon 1	19.10.1987	5.000.000	34.582.372
19. Garantifon 2	27.02.1989	5.000.000	1.945.468
20. Garantifon 3	26.01.1990	10.000.000	9.935.088
21. Garantifon 4	21.05.1990	30.000.000	3.519.345
22. Garantifon 5	01.03.1991	10.000.000	354.917
23. Halkfon 1	13.10.1989	10.000.000	13.996.668
24. Halkfon 2	25.12.1989	10.000.000	8.425.405
25. Kaikunmafion 1	20.04.1990	5.000.000	8.999.903
26. Mitsufion 1	12.07.1988	2.000.000	3.797.980
27. Mitsufion 2	13.10.1989	5.000.000	7.538.514
28. Netbank 1	05.11.1990	5.000.000	5.918.006
29. Ortakfon	13.08.1990	60.000.000	17.999.206
30. Pamukfon 1	08.12.1989	5.000.000	6.583.468
31. Pamukfon 2	11.06.1990	5.000.000	3.522.553
32. Sümerbankfon 1	02.02.1990	5.000.000	9.808.233
33. Tarıfon	29.05.1990	5.000.000	8.814.777
34. Töbankfon 1	08.03.1990	10.000.000	17.153.748
35. Türkbankfon 1	10.08.1990	5.000.000	7.405.794
36. Tütünbank 1	24.06.1988	5.000.000	24.309.688
37. Tütünbank 2	26.11.1990	5.000.000	6.815.692
38. Vakıffon 1	18.04.1988	5.000.000	24.543.951
39. Vakıffon 2	14.04.1989	5.000.000	12.540.913
40. Vakıffon 3	06.10.1989	10.000.000	22.849.770
41. Vakıffon 4 HİSSE	19.03.1990	5.000.000	7.346.075
42. Vakıffon 5 DÜNYA	19.03.1990	5.000.000	9.907.388
43. Vakıffon 6	29.03.1990	50.000.000	74.535.969
44. Yapı Kredi 1	14.10.1987	10.000.000	27.505.178
45. Yapı Kredi 2 SEKTÖR	03.03.1988	7.000.000	9.270.201
46. Yapı Kredi 3 HİSSE	29.02.1988	1.000.000	2.381.512
47. Yapı Kredi 4 KAMU	29.02.1988	5.000.000	4.589.328
48. Yapı Kredi 5 LİKİT	29.02.1988	10.000.000	20.937.922
49. Yapı Kredi 6 KARMA	03.03.1988	5.000.000	6.071.862
50. Yapı Kredi 7 DÖVİZ	23.12.1989	5.000.000	581.219
51. Yapı Kredi 8	11.06.1990	30.000.000	3.892.497
52. Yapı Kredi 9	15.06.1990	18.000.000	27.933.011
53. İktisatfon 1	07.09.1987	5.000.000	19.046.158
54. İktisatfon 2	04.02.1988	5.000.000	8.662.808
55. İktisatfon 3	24.01.1989	5.000.000	3.824.602
56. İktisatfon 4	20.02.1989	10.000.000	5.595.883
57. İktisatfon 5	04.12.1988	10.000.000	557.534
58. İmpexfon 1	19.01.1990	5.000.000	2.062.267
59. İmpexfon 2	06.04.1990	5.000.000	77.471
60. İnterfon 1	31.07.1987	5.000.000	18.519.402
61. İnterfon 2	07.12.1987	5.000.000	14.100.783
62. İnterfon 3	13.02.1989	5.000.000	6.408.292
63. İnterfon 4	25.07.1989	5.000.000	2.884.715
64. İnterfon 5	25.12.1990	5.000.000	5.509.478
65. İğfon 1	06.07.1987	10.000.000	77.679.415
66. İğfon 2	10.03.1989	20.000.000	17.133.306
67. İğfon 3	29.09.1989	30.000.000	37.074.861
68. İğfon 4	12.01.1990	100.000.000	68.601.913
69. İğfon 6	25.06.1990	120.000.000	39.574.409
70. Ziraatfon 1	28.09.1989	10.000.000	25.816.192
71. Ziraatfon 2	02.02.1990	50.000.000	96.197.727
72. Ziraatfon 3	02.02.1990	50.000.000	101.744.014
73. Ziraatfon 4	11.06.1990	150.000.000	279.568.902
TOPLAM		1.137.500.000	1.479.722.091

Kaynak: SPK Aylık Bültenleri

Tablo III. 1'e bakıldığında yatırım fonlarının kısa süre içerisinde büyük bir artış ve gelişme gösterdikleri anlaşılmaktadır. Bu gelişmenin daha iyi yorumlanabilmesi için, 1987 yılından günümüze kadar yatırım fonlarındaki değişimleri gösteren özet bilgiler vermeyi yararlı görüyoruz. Yatırım fonlarının ve bunları kuran bankaların sayısı, fonların başlangıç ve toplam değerleri ve katılma belgesi sayıları ile ilgili rakamlar, Tablo III. 2'de sunulmuştur.

Tablo III. 2- MKYF'nin Yıl Sonları İtibariyle Durumu

	1987	1988	1989	1990	1991*
Fon Sayısı	7	18	36	71	73
Kurucu Banka Sayısı	6	10	13	27	27
Fon Başlangıç Değeri (Milyon TL)	45.000	98.000	262.500	1.122.500	1.137.500
Katılma Belgesi Sayısı (000)	4.500	9.650	24.800	86.914	66.556
Fon Portföy Değ. Toplam (Milyon TL)	53.097	136.134	441.186	1.515.131	1.460.756

* 27.8.1991 itibariyle

Kaynak: SPK Aylık Bültenleri, Yıllık Raporları

Tablodan da görülebileceği gibi, 4 yıl içinde, fon sayısı 10.4, kurucu banka sayısı 4.5 kat, fon başlangıç değerleri 25.3, fon portföy değerleri toplamı 27.5 kat ve katılma belgesi sayısı da 14.8 kat artmıştır. Bu durum, yatırımcıların piyasada alternatif araçlara olan talebinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Tüm aksayan yönlerine rağmen yatırım fonları, tasarruf sahibine geleneksel tasarruf araçlarının dışında, başka araçların da bulunduğunu göstermiştir.

1987 yılında 6 banka 7 tane yatırım fonu kurmuş iken, 1991 Ağustos ayı sonunda bu rakam 27 banka ve 73 fon olarak gerçekleşmiştir. Kısa süre içerisindeki bu artış, bankaların yatırım fonu kurma ve işletme konusunda istekli olduklarını ifade etmektedir. Bazı bankalar 1'den fazla fon kurup, bu fonların portföy yapılarını farklı ağırlıktaki menkul kıymetlerden oluşturarak, farklı yatırım politikalarına sahip tasarruf sahiplerine değişik seçenekler sunmaktadırlar. Yıllar itibariyle yatırım fonlarının portföy yapısı Tablo III. 3'de gösterilmiştir.

Tablo III. 3- Yıllar İtibariyle Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı (%)

Yıllar	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Döviz End. Senetler	Özel Sek. Tahvili	Finansman Bonosu	Hisse Senedi	Diğer
1987	12.67	11.90	10.10	51.00	6.72	0.46	7.15
1988	3.70	4.98	4.04	65.20	4.69	0.17	17.21
1989	9.22	19.84	5.18	38.62	24.45	1.98	0.85
1990	58.64	15.11	1.91	19.03	1.79	2.14	1.37
91-08	46.13	24.22	4.45	19.83	1.31	3.14	0.93
Yıllar Ortalaması	26.07	15.21	5.14	38.73	7.78	1.57	5.50

Kaynak : SPK Aylık Bültenleri

Yatırım fonlarının portföy yapılarına bakıldığında, ilk üç yıldaki dağılımın özel sektör tahvili ve finansman bonosu ağırlıklı olduğu görülmektedir. Oysa son iki yılda tablo tamamen tersine dönmüş, yatırım fonu portföylerinde özel sektör tahvili ve finansman bonosunun payı azalırken, kamu kıymetlerinin payı oldukça büyük bir artış göstermiştir. Fonların portföylerinin giderek kamu kıymetleri ağırlıklı olmasının sebepleri şöyle özetlenebilir.

Birincisi sermaye piyasasında kamunun menkul kıymet ihracı ile topladığı fonların tutarı artmaktadır (crowding out). Bu durum, özel sektör firmalarında, yeterli fon bulamama endişesi yaratmaktadır. Özel sektörün enflasyonun düşeceği beklentisi ile, tahvil ve finansman bonosu ihracını riskli ve yüksek maliyetli bulması da sorunun bir diğer nedeni olabilir. Ayrıca, kamu kıymetleri ihalelerine giren bankaların, aldıkları kamu kıymetlerinden satamadıklarını fonlara aktardıkları da düşünülebilir⁽³⁴⁾.

Yatırım fonlarının portföylerinde özel sektör tahvil ve finansman bonolarının payının azalmasının nedenlerinden biri de, az önce sözünü ettiğimiz, bu kıymetlerin ihracının yıldan yıla azalmasıdır. Yıllar itibariyle özel sektör menkul kıymet ihraçları Tablo III. 4'de gösterilmiştir.

(34) Selim Soydemir-Sevdi Yıldırım - "Türk Sermaye Piyasalarında MKYF'nin Kurumsal Tasarrufçu Olarak Yeri ve Hisse Senedi Fiyat Hareketleri Üzerindeki Etkileri". SPK Araştırma Raporu. Ankara 1990, s.6.

Tablo III. 4- Özel Sektör Menkul Kıymet İhraçları (Milyon TL)

Yıllar	Hisse Senedi	Yıllık Değ. (%)	Tahvil	Yıllık Değ. (%)	Fin.Bonusu	Yıllık Değ. (%)
1987	187.202	83,5	317.531	186,1	55.800	-
1988	364.478	94,7	210.860	-33,6	271.000	385,6
1989	966.758	165,2	604.514	186,7	465.350	71,7
1990	1.807.028	86,9	762.344	26,1	215.100	-53,8
1991 (*)	2.372.501	31,3	541.194	-29,1	359.037	66,9

(*) 1 Ocak - 31 Ağustos 1991.

Kaynak: SPK Aylık Bültenleri, Yıllık Raporları

Tablo III. 2 ve Tablo III. 4 karşılaştırıldığında, özel sektörün ihraç ettiği tahvil ve finansman bonusu miktarı ile, yatırım fonlarının toplam portföy değeri arasında ters bir ilişki olduğu görülmektedir. Fonların portföy değerleri her yıl önemli ölçüde artarken, özel sektör tahvil ve finansman bonusu ihracında, bu oranda bir artış olmamış, hatta bazı yıllarda azalma olmuştur. Bu büyüme farklılıkları sonucunda, gerek yeni kurulan fonlar, gerekse portföyünde vadesi dolan borçlanma senetleri yerine yeni varlıklar almak isteyen fonlar araç sıkıntısıyla yüz yüze gelmişlerdir. Buna karşılık, kamu kesimi menkul kıymet ihracında Tablo III. 5'de görüleceği gibi, her yıl büyük artışlar meydana gelmiştir.

Tablo III. 5- Kamu Kesimi Menkul Kıymet İhraçları (Milyar TL)

Yıllar	Devlet Tahvili	Hazine Bonusu	Gelir Ortaklığı Senedi	Konut Sertifikası	Toplam	Yıllık Değişim (%)
1987	2.045.4	3.954.5	660.0	-	6.659.9	103,2
1988	3.816.2	5.114.9	-	-	8.931.1	34,1
1989	9.061.0	7.634.3	400.0	183.7	17.279.0	93,5
1990	12.458.4	8.442.7	600.0	-	21.501.1	24,4

Kaynak: SPK Yıllık Rapor 1990

Tablodan görüleceği gibi, kamu kesimi menkul kıymet ihraçları yıldan yıla önemli artışlar göstermiştir. Bundan sonra da, kamu kıymetleri, özel sektör tahvili ve finansman bonoları ihraçlarının böyle bir seyir izleyeceği kabul edilirse, yatırım fonlarının

önümüzdeki dönemde, hisse senedi ve kamu kıymetleri dışında menkul kıymet bulmaları nispeten zor olacaktır.

Yatırım fonlarının portföylerinde, hisse senetlerinin çok küçük oranda yer aldığını Tablo III. 3'ten görmek mümkündür. Özel kesim tahvillerinin ve finansman bonolarının da payı gittikçe azalmaktadır. Bu durum, yatırım fonlarının, kamu kıymetleri fonu haline dönüşmelerine yol açacaktır. Bu ise, fonların aralarında var olan küçük farkları da yok edecek ve hepsini risksiz mevduat niteliğine dönüştürecektir. Risksiz mevduat niteliği de, yatırım fonlarının portföy işletmeciliği ve riskin dağıtılması gibi temel ilkelerini ortadan kaldıracaktır⁽³⁵⁾.

(35) age, s.7.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLERİN DEĞERLEMESİ VE PORTFÖY YÖNETİMİ

I. Hisse Senetlerinin Değerlemesi

Menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyen tasarruf sahiplerinin karşılaşılabilecekleri iki temel sorun vardır. Bu sorunlardan ilki, hangi menkul kıymete yatırım yapmanın daha doğru olacağıdır. Bu konu, yatırım yapılacak menkul kıymetin özellikleri, taşıdığı risk ve üstlenilen risk karşılığında sağlanacak getiri gibi faktörlerin analiz edilmesi sonucunda çözümlenecektir. Diğeri ise yatırım zamanının seçilmesi ile ilgilidir. Yatırım zamanının iyi seçilmesi, menkul kıymetin en düşük fiyattan alınıp, satışı sırasında da en yüksek fiyattan satılmasıdır. Bu iki temel sorun, diğer sabit getirili menkul kıymetlere oranla, belirsizliğin, başka bir ifadeyle riskin yüksek olduğu hisse senedinde daha açık bir şekilde kendini gösterir.

Hisse senedi değerlemesinde amaç, bir hisse senedinin gerçek değerini (intrinsic value) saptamaktır. Gerçek değer bulunması, şirket gelirlerinin, içinde bulunulan ve gelecekte beklenen ekonomik koşullar altında doğru tahmin edilmesine bağlıdır. Tahmin edilen bu değer, hisse senedinin gerçek değeridir ve muhasebe uygulamalarındaki farklılıktan veya piyasadaki geçici olumsuz durumlardan etkilenmez. Değerleme, ekonomideki düzenli hareketlerden geçici dengesizlikleri ve şirketteki düzenli gelişmelerden muhasebe oyunlarını ayıklayarak gerçek değeri bulmayı sağlamaya çalışır⁽¹⁾.

A. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler

Hisse senetlerinin fiyatı, piyasadaki arz ve talebe göre oluşmaktadır. Kelimelerle özetlenen bu iki faktör, esasında yapılan ince hesapların bir sonucudur. Ancak, piyasada

(1) Robert A. Levy. "Conceptual Foundations of Technical Analysis". Financial Analyst Journal, July-August 1966, s.83.

alım satım yapan herkes, gerek bilgi eksikliğinden, gerekse zaman bulamamaktan dolayı bu ince hesapları yapamaz. Bu nedenle, piyasada alım satım yapanların tamamının bilinçli hareket ettiği söylenemez.

Piyasada bir menkul kıymetin fiyatının oluşumunu sağlayan arz ve talep, çoğunlukla yapılan hesapların dışında bir takım faktörlerin de etkisi altındadır. Psikolojik ya da spekülasyon faktörleri de hisse senetlerinin fiyatlarını etkilerler. Ülkemizdeki gibi alım-satım hacmi bakımından yeterli olmayan piyasalarda ise psikolojik ve spekülasyon faktörlerinin etkisi daha da büyük olur. Gerçekte, bir hisse senedinin piyasa değerinin, onun gerçek değerini tam olarak yansıtmayı yansıtmadığını tespit etmeye yarayacak belli bir formül de yoktur. Ancak aşağıda verilecek bir takım ekonomik göstergeler ve yapılacak hesaplamalarla, piyasa değerinin, gerçek değeri ne ölçüde yansıttığı hakkında bir fikir sahibi olunabilir⁽²⁾.

1. Genel Faktörler

a. Ekonominin Genel Durumu

Piyasanın genel ekonomik durumu, bütün yatırım kararlarını etkileyen genel bir faktördür. Hisse senedi fiyatları da genel ekonomik durumdaki değişimlere karşı oldukça duyarlıdır. Batı ülkelerinde yapılan araştırmalarda bu ilişki saptanmıştır. Bu ülkelerde hisse senedi fiyatlarının, ekonomideki dalgalanmaları önceden haber veren göstergelerden biri olduğu kabul edilmektedir.

Genel ekonomik durumun incelenmesinde göz önünde tutulması gereken konuları şöylece özetlemek mümkündür.

(i) Milli gelir. Menkul kıymet değerlemesi yapılırken, GSMH ve unsurlarını, zaman içindeki değişim eğilimlerini incelemek gerekmektedir. Normal koşullarda, ekonomi reel bir büyüme göstermişse, hisse senedi fiyatları bu gelişmenin etkisiyle yükselir. Bunun tersine, enflasyon oranının yüksek olduğu dönemlerde, reel büyüme çok küçük hatta negatif olacağından, yatırımcılar kapitalizasyon oranını yüksek tutar ve hisse senedi fiyatları düşmeye başlar.

(ii) Yatırımlar. Kamu ve özel sektör yatırımlarının dağılımı, sektörlerin

(2) Muharrem Karşlı. age, s.375.

büyüme potansiyeli hakkında bir fikir verir. Yatırım teşviki politikaları, teşviklerin sektörel dağılımı ve miktarlarının incelenmesi de yine aynı konuda bilgi verir.

(iii) İstihdam. Bu faktörle genel ekonomik durum arasında kuvvetli bir ilişki vardır. Ekonomik durgunluk dönemlerinde işsizlik oranı (işgücü fazlası) artma eğilimi gösterir.

(iv) Enflasyon ve faiz hadleri. Hızlı bir enflasyon, ekonomik dengeleri, tüketim eğilimlerini ve yatırımları etkileyen bir faktördür. Hayat pahalılığı kişilerin bazı mallara olan talebini azaltacağından, işletmeler gerek talebin daralması, gerekse enflasyona bağlı olarak yükselen faiz hadlerinin maliyetleri artırması sonucunda, yatırım kararlarını ertelemek veya vazgeçmek durumunda kalırlar.

(v) Bütçe açığı. Bütçe açığındaki artış, ekonomik durumun kötüye gittiğinin habercisi olabilir. Bütçe açığının emisyon hacmini artırarak veya iç borçlanma yoluyla kapatılmaya çalışılması enflasyonu artırıcı bir etki yapar.

(vi) Dış ticaret. Bilhassa gelişmekte olan ülkeler için döviz kıt bir kaynaktır. Bu ülkeler, bazı hammadde ve yatırım malları itibarıyla sanayileşmiş ülkelere bağımlıdırlar. Ekonominin sağlıklı gidişatı ve büyümenin devamı bakımından dış ticaret trendi çok önemlidir. Dış ticaret dengesindeki değişimler ekonominin performansını, bu da hisse senetlerinin fiyatlarını etkiler⁽³⁾.

Ekonominin genel durumunu gösteren bu faktörlerin yanı sıra, başka bazı faktörler de, ekonomik ve sosyal yapı üzerinde uzun vadede etkili olur. Uzun vadede nüfus artış hızı ve yaş gruplarına göre dağılımı, tüketici talebinin hacmi ve türü hakkında bir fikir verir. İşletmeler de bu tahminlere dayanarak, yatırım planlarını ve büyüme stratejilerini saptarlar.

Nüfus artış hızı aynı zamanda, gelecekteki işgücü miktarının ve niteliğinin tahmin edilmesini de sağlar. Sanayileşme ve teknolojik gelişmelere paralel olarak oluşan işgücü verimliliğindeki artış, maliyetlerin ucuzlamasını, bunun mamul fiyatlarına yansımada talep artışını beraberinde getirir. İşletmelerin satış hacminin ve kârlarının büyümesi de hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olur.

Nüfus artış hızı ve dağılımından başka, hammadde kaynaklarının zenginliği, kişilerin eğitim durumu, ülkedeki haberleşme ağının yaygınlığı gibi konular da, gerek

(3) Ünal Bozkurt. age, s.133.

kişilerin tasarruf ve tüketim kararları, gerekse genel ekonomik durum üzerinde etkili olduklarından, hisse senetlerinin fiyatının oluşmasında önemli bir rol oynarlar.

b. Endüstrinin Yapısı ve Durumu

Genel ekonomik durum, piyasada faaliyette bulunan tüm işletmeleri dolaylı veya dolaysız şekilde etkiler. Bu etki de işletmelerin performansına ve dolayısı ile hisse senetlerinin fiyatına yansır. Ancak, hisse senedi fiyatları, sadece ekonominin genel durumuna bağlı olarak değil, aynı zamanda işletmenin faaliyette bulunduğu endüstri dalının şartlarına ve yapısına göre belirlir. Bu aşamada, işletmenin içinde bulunduğu endüstrinin özelliklerinin araştırılması gerekecektir. Bu inceleme sırasında, endüstri dalı ile ilgili aşağıdaki faktörlerin dikkate alınması yararlı olur.

(i) Endüstrinin geçmişteki performansı. Endüstrinin geçmiş yıllardaki performansının incelenmesi, gelecekteki durumu hakkında yatırımcılara önemli bilgiler sağlar.

(ii) Endüstrideki arz ve talep durumu. Hisse senetlerinin değerlemesinde, endüstri kolunda üretilen mal veya hizmetlerin arz ve talep trendlerinin geçmiş yıllarda nasıl bir seyir izlediği gözlenir ve uzun dönemde arz ve taleple ilgili beklentiler araştırılır. Talepte bir artış olacağı tahmin ediliyorsa, bu artışın nedenleri ve endüstrinin bu ihtiyacı karşılayacak kapasitede olup olmadığı incelenir.

(iii) Mamullerin özellikleri ve pazarın hacmi. Değerlemede yatırımcıya yol gösterecek bir başka konu da, endüstride üretilen mamullerin özelliği ve kullanım miktarıdır. Bazı mamuller, teknolojik gelişmelerin de etkisi ile günümüzde insan yaşamının bir parçası haline gelmiştir. Söz konusu edilen endüstrinin, bu türden mamuller üretmesi, talebin canlı olduğunu ve pazarın gittikçe büyüdüğünü ifade ettiğinden o endüstrinin geleceğinin parlak olacağı söylenebilir.

(iv) Talep esnekliği. Endüstri analizi yapılırken, tüketici gelirlerindeki değişmelerin veya mamul fiyatındaki değişmelerin, mamullere olan talepte ne gibi bir değişikliğe yol açtığı, yani talebin esneklik derecesinin incelenmesi de gerekmektedir. İstikrarlı ve güvenli bir gelir sağlamak isteyen yatırımcılar, talebin gelir ve fiyat değişmelerinden etkilenmediği veya az etkilendiği mamulleri üreten iş kollarına ait şirketlere yatırım yapmayı seçebilirler. Buna karşı, yüksek ancak riskli gelir elde etmek isteyen yatırımcılar da, talep esnekliğinin yüksek (1'den büyük) olduğu endüstrilere

yatırım yapmayı düşünebilirler.

(v) Devlet müdahalesi. Devletin ekonomiye müdahalesi, ülkeden ülkeye ve sektörden sektöre farklılık gösterebilir. Ancak az veya çok her ülkede devlet bazı sektörlerle müdahale etmektedir. Yatırımcıların, endüstri analizi yaparken, devlet müdahalesinin olup olmadığını, varsa niteliğini ve kapsamını da araştırmaları gerekir.

c. Firmanın Özel Durumu

Hisse senedi değerlemesinde, ekonomi ve endüstri ile ilgili incelemeler yapıldıktan sonra, analize firma bazında devam etmek gerekir. Yatırım yapılması düşünülen firma ve faaliyetleri hakkında bilgi sahibi olabilmek için, şu konular üzerinde durmak yararlı olur;

- Şirketin mazisi ve şöhreti,
- Yöneticilerin iş tecrübeleri ve yetenekleri,
- Personel sayısı,
- İşletmenin sendikalar, mahalli idareler ve kamu daireleri ile ilişkileri,
- Üretim konusu ve kapasitesi,
- Firmanın geçmiş yıllardaki performansı,
- Firmanın piyasadaki durumu, rekabet olanakları,
- Araştırma geliştirme faaliyetleri,
- Hammadde tedarik olanakları,
- Üretilen mal ve hizmetlerin kalitesi ve niteliği,
- Firmanın kâr dağıtma politikası.

Sayılan bu kalitatif faktörlerin sağlıklı bir biçimde değerlendirilmesinde karşılaşılan zorluk, firmanın içine yönelik, hatta özel diyebileceğimiz bilgilerin elde edilmesinin her zaman mümkün olamamasıdır. Bir kaç kişinin hakim olduğu veya aile şirketi özelliğindeki halka kapalı şirketlerde, bu tür bilgilerin sağlanması çok daha zordur. Şirketler halka açılıp hisse senetleri piyasada dolaştıkça ve hisse senetlerinin sahipliği yaygınlaştıkça, bu bilgilerin elde edilmesi nispeten kolaylaşacaktır. Bu taktirde, piyasa düzeni, şirketleri, bilgilerin halka ve yatırım yapmak isteyen tasarruf sahiplerine açıklanması konusunda zorlayacaktır⁽⁴⁾.

(4) age, s.147.

2. Teknik Faktörler

Hisse senedi fiyatını etkileyen genel faktörlerden bu şekilde bahsettikten sonra firmanın finansal bünyesini anlamak bakımından teknik faktörlerin de analiz edilmesi üzerinde duracağız.

Kantitatif yönden yapılacak firma analizi, firmanın geçmiş yıllarda gösterdiği performansın, finansal tablolar yardımı ile incelenmesidir. Firmanın durumunu en sağlıklı biçimde gösteren kaynak, finansal tablolar, bu tabloların en kolay bulunabileceği kaynak ise firmaların yıllık faaliyet raporlarıdır. Finansal tablolar aracılığı ile firmanın geçmişteki performansının incelenmesi, gelecekteki durumu hakkında daha kolay tahminde bulunulmasını sağlar. Yatırım yapılması düşünülen şirketin bilançosu, gelir tablosu ve fon kaynak ve kullanım tablosu ve bunlardaki kalemler yatırımcılara firmanın finansal yapısı hakkında fikir verir.

Finansal tablolarda görülen rakamlar tek başlarına fazla bir anlam ifade etmezler. Finansal tablo analizinde en çok kullanılan teknik, oran (ratio) analizidir. Bu teknik, finansal tablolardaki kalemler arasındaki oransal ilişkinin, sağlıklı ve sistemli bir biçimde açıklanmasını sağlar. Oran analizi belli bir yıl için yapılıyorsa, firmanın o yıldaki oranları hesaplanır ve aynı sektördeki standart kabul edilen oranlarla karşılaştırılır. Kesit analizi (cross section analysis) denen bu teknikle, söz konusu şirketin içinde bulunduğu sektöre göre başarısının ne olduğu araştırılır. Şirketin geçmişten bugüne kadar gösterdiği performansın araştırılmasına yönelik bir analiz (trend analysis) yapılacaksa, belli bir dönemdeki (5-10 yıl gibi) şirkete ait oranlar hesaplanır ve bu oranların zaman içindeki eğilimleri incelenir. Ancak, bir firmanın finansal durumu hakkında, oran analizi tek başına yeterli bilgiyi sağlamayabilir. Bunun için, oran analizi yoluyla elde edilen bulguların, başka analiz tekniklerinin de kullanılarak yorumlanması gerekir. Bu tekniklerden biri, finansal tablolardaki kalemlerin yüzde dağılımının zaman içerisinde gösterdiği değişimlerin incelenmesidir. Bilançoda, bilanço toplamı 100 kabul edilerek, diğer kalemlerin toplam içindeki payı, gelir tablosunda ise satışlar esas alınarak, gider ve kâr kalemlerinin satışlar içindeki payı hesaplanır.

Oran analizi, başlıca dört grupta yapılmaktadır. Bunlar; (i) şirketin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösteren likitide oranları, (ii) şirket varlıklarının kullanımındaki verimliliği ölçen faaliyet oranları, (iii) faiz ve borçların hangi

kaynaklardan ne şekilde karşılandığını gösteren finansal yapı ile ilgili oranlar ve (iv) firmanın, faaliyetlerinde gösterdiği verimliliği ölçen kârlılık oranlarıdır.

(i) Likitide oranları, şirketin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ve işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını gösterir. Bir işletme, borçlarını ve sabit dönemsel ödeme yükümlülüklerini, normal faaliyetlerinden sağladığı nakit ile karşılayabildiği ölçüde, sağlıklı bir finansman yapısına sahip demektir. İşletmenin, kısa vadeli borçlarını ödeme gücü olup olmadığını saptayabilmek için, dönen varlıklarını, kısa süreli borçlarını ve bu kalemler arasındaki ilişkiyi incelemek gerekir.

Likitide oranları kendi içinde, cari oran, asit test oranı ve nakit oranı gibi çeşitli gruplara ayrılırlar. Cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesi suretiyle bulunmaktadır. Bu oran, oldukça kaba bir ölçü olmasına karşın, işletmenin kısa vadeli borçlarına karşılık, elinde ne miktarda cari aktif bulunduğunu gösterir. Cari oranın yeterli olup olmadığı hakkında fikir sahibi olabilmek için, şirketin faaliyet gösterdiği endüstri kolundaki standart oranı bilmek gereklidir. Şayet bu standart oran bulunamıyorsa, geçmiş yılların verilerini kullanmak suretiyle trend analizi yapılması en uygun yoldur.

Asit test oranı ise, cari oranı tamamlayan ve onu daha anlamlı kılan bir orandır. Dönen varlıklar içinden, likitidesi nispeten az olan stokları çıkardığı için, kısa vadeli borçların ödenme gücünü göstermekte cari orana kıyasla daha hassas bir ölçüdür. Bilhassa, işletmenin faaliyetlerinin durgunlaştığı dönemlerde, stokların paraya dönüşmesi çok zaman alacağından, dönen varlıklar olarak, kasa ve banka, menkul değerler ve kısa vadeli alacakların kabul edilmesi daha anlamlıdır.

Nakit oranı, cari aktif olarak sadece tamamen likit olan kasa, banka ve menkul değerler toplamının, kısa vadeli borçlara oranını verdiği için, likitideyi dar anlamda ölçen bir orandır.

(ii) Faaliyet oranları, işletme varlıklarının kullanımındaki verimliliği, alacakların tahsil süresi, stokların, özsermayenin ve toplam varlıkların devir hızı gibi ölçütlerle değerlendiren oranlardır.

Alacakların tahsil süresi, firmanın alacaklarını paraya dönüştürme çabukluğunu gösteren bir ölçüdür. Likitide, bir iktisadi varlığın, bir değer kaybına uğramadan süratle paraya çevrilebilmesi olduğuna göre, alacakların, likitidesi yüksek bir varlık olarak kabul edilebilmesi için, uygun bir süre içinde hızlı bir şekilde tahsil edilmesi gerekir.

Alacakların tahsil süresinin kısılması, firmanın aynı düzeydeki bir iş hacmi için, daha az finansmana ihtiyaç duyduğunu, başka bir deyişle daha az işletme sermayesini alacaklara bağladığını gösterdiğinden, bu durum yatırımcılar tarafından genellikle, firma için olumlu bir gelişme olarak yorumlanır⁽⁵⁾.

Stok devir hızı, bir işletmede stokların ne kadar hızlı paraya çevrildiği ve buna bağlı olarak da stokların likitidesi konusunda iyi bir gösterge oluşturmaktadır. Stoklar da, alacaklar gibi ne kadar çabuk devrederse, işletme için o kadar iyidir. Böylelikle firma, stoklara bağladığı işletme sermayesini daha küçük düzeyde tutacaktır. Stok devir hızının yüksek olması, diğer şartların aynı kalması koşuluyla, şirketin kârını artırabilir. Ayrıca yüksek stok devir hızı, firmanın kâr marjını düşürerek, satış hacmini genişletmesine olanak tanıdığından, böyle bir firma, genellikle daha etkin bir rekabet ortamı da bulabilir. Bunun aksine, stok devir hızının yavaş olmasının, firmanın stok tutma maliyetlerinin ve finansman giderlerinin artması, stokların, tüketici zevklerindeki değişme, fiziki özelliklerin ve kalitenin bozulması, rakiplerin piyasaya daha yeni mallar sürmesi gibi çeşitli nedenlerle satış kabiliyetini yitirme olasılığının ortaya çıkması gibi sakıncaları vardır.

Stok devir hızı, işletmenin satınalma politikası, işin niteliği gereği, kullanılan üretim teknolojisi, emniyet stoku bulundurma politikası gibi firma içi faktörlerin yanı sıra, enflasyon düzeyi ve döviz durumu gibi bazı dış faktörlerin de etkisiyle değişebilir. Yatırımcıların, firmanın stok devir hızı ile ilgili yorumlarında, bu faktörleri de dikkate almalarında yarar vardır.

Faaliyet oranlarından biri de, bir firmanın özsermayesini ne ölçüde etkin kullandığını ifade eden, özsermaye devir hızı oranıdır. Analiz edilen firmanın özsermaye devir hızının yeterli olup olmadığı, firmanın geçmiş yıllardaki sonuçları ve aynı faaliyet kolundaki diğer firmalarla karşılaştırmalar yapılmak suretiyle yorumlanabilir. Ancak, özsermaye devir hızı bazı durumlarda yanıltıcı yorumlar yapılmasına da sebep olabilir. Özsermaye devir hızının yüksek oluşu, firmanın sermayesini etkin ve ekonomik bir biçimde kullandığını gösterebileceği gibi, özsermaye yetersizliğinden dolayı, firmanın büyük ölçüde yabancı kaynak finansmanından yararlanması bir sonucu da olabilir. İşletmenin satış tutarının özsermayeye oranı olan özsermaye devir hızı rakamının yüksek

(5) Öztin Akgüç. Finansal Yönetim. ss.48-49.

oluşunun, firmanın satış hacminin yüksekliğinden mi yoksa özsermayenin yetersizliğinden mi kaynaklandığı, sağlıklı biçimde yorumlanabilir.

Toplam varlıkların dönme çabukluğunu gösteren ve net satış tutarının toplam aktiflere oranı olan aktif devir hızı, bir işletmede sermaye yoğun teknoloji kullanıldığının bir işareti veya varlık kullanımının bir ölçüsü olarak kabul edilebilir. Aktif yapısı içinde, sabit varlıklar büyük bir yer tutuyorsa, bu tip işletmelerde aktif devir hızı küçüktür.

Toplam aktiflerin devir hızı, işletmelerin kârlılığını belirleyen ve risk derecesinin göstergesi sayılan önemli etmenlerden birisidir. Toplam aktifleri içinde sabit varlıkların payı yüksek, dolayısı ile aktif devir hızı düşük firma veya endüstrilerde kârlılık, büyük ölçüde gelecekteki talep hacmine bağlı olduğundan, bu endüstri kolları ve firmalar riski yüksek olarak nitelendirilir⁽⁶⁾. Ancak, aktif devir hızının düşüklüğü, firmanın yeni yatırımlara girmesinden kaynaklanıyorsa, uzun vadeli ve spekülâtif amaç taşımayan yatırım yapma arzusunda tasarruf sahipleri için, böyle şirketler bir yatırım alternatifi olarak düşünülebilir. Zira yatırımların, satış hacmi ve kârlılık üzerindeki etkileri belirli bir süre sonra görülebileceğinden, mevcut durumda düşük görülen aktif devir hızı, zamanla yükselme eğilimine girecektir.

(iii) Firmanın, faaliyetlerini ve yatırımlarını hangi kaynaklarla finanse ettiğine, finansmanı hangi şartlarla yaptığının ve uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğine yönelik bilgileri, firmanın finansal yapısı ile ilgili analiz sonucu elde etmek mümkündür. Bu tür bilgileri edinmek için de, firmanın kullandığı yabancı kaynaklarla özsermaye arasında, bir takım karşılaştırmalar ve oranlamalardan yararlanılır. Firma yatırımlarının ve faaliyetlerinin finansmanında, giderek yabancı kaynaklara yöneliyorsa, bu durum o işletmenin finansal riskinin artışı da beraberinde getirir. Finansal riskin artması, firmanın daha güç ve yüksek maliyetle ek kaynak bulmasına yol açar. Bu da doğal olarak, işletmenin hisse senedi fiyatlarına olumsuz şekilde yansır. Bir firmanın, finansal yapısı ile ilgili olarak yapılacak oranlamalar, firmanın uzun vadeli borçlarını ve yükümlülüklerini karşılayabilmesi konusunda önemli ip uçları verir.

Bir işletmenin, aktiflerinin yüzde kaçını yabancı kaynaklarla finanse ettiğini anlamak için, toplam borçlarını, aktif toplamına oranlamak gerekir. Bu oranın yüksek

(6) age, s.59.

oluşu, firmanın finansman yapısının sağlam olmadığını ve mali yükümlülüklerini yerine getirme olasılığının az olduğunu gösterir. Ancak, işletmenin faaliyetlerinden sağladığı kâr oranı, borç maliyetinin üzerinde ise, bu durumda işletme borçtan yararlanmakta ve finansal kaldıraçın olumlu etkisini görmektedir. Borçların toplam aktiflere oranının ne olması konusunda ülkemizde belli bir standart yoktur. Batı ülkelerinde bu oranın % 50 olması normal kabul edilirken, ülkemizde özsermaye sağlanmasında yaşanan bir takım kurumsal güçlükler, enflasyonist baskı ve durgunluk nedeniyle, işletmeler yabancı kaynak kullanımına ağırlık verdiklerinden, bu oranın biraz daha yüksek olması normal karşılanmaktadır.

Firmanın toplam borçlarının özsermayesine oranı da finansal riskin bir göstergesi olarak kabul edilir. Finansal yapı içinde, borçların özsermayeye göre payı ne kadar yüksek olursa, finansal risk de o oranda yükselir. Toplam borçların özsermayeye oranı, şirketin borçlanma yoluyla sağladığı yabancı kaynaklar ile, şirket sahiplerinin koyduğu sermaye arasındaki ilişkiyi göstermesi bakımından önemlidir. Bu oranın 1'den büyük olması, firmaya kredi sağlayanların, firmanın sahiplerine oranla, o şirkete daha fazla yatırım yapmış olduklarını gösterir ki, bu durum da şirketin ağır bir faiz yükü altında bulunduğunun ve alacaklılar için önemli ölçüde bir riskin söz konusu olduğunun ifadesidir. Borçların özsermayeye oranı yüksek olan şirketler, ürettikleri mal ve hizmetlerin fiyat dalgalanmalarına karşı duyarlı olduklarından, fiyatlardaki ani düşüşlerden olumsuz şekilde etkilenerek, sermayelerini kaybedebilecekleri gibi mali yükümlülüklerini de yerine getirmekte güçlük çekebilirler. Bu bakımdan, analiz yapılırken bu oranın dikkate alınmasının yanı sıra, firmanın satışlarındaki istikrar, rekabet olanakları ve üretim maliyetlerindeki dalgalanma olasılığı gibi konuların da, değerlendirmede göz ardı edilmemesi yararlı olur.

Hisse senedi fiyatını etkileyen, finansal yapı ile ilgili oranlardan birisi de, toplam borçlar içinde kısa vadeli borçların oranıdır. Bu oran, firmanın borçlarının vade yapısı hakkında bir fikir verir ve firmanın aktif yapısı, kullandığı teknoloji ve uzun vadeli borç kullanma olanağı gibi faktörlerden etkilenir. Buna göre, emek yoğun teknoloji kullanan firmalarda, toplam borçlar içinde kısa vadeli borçların payının yüksek, buna karşılık sermaye yoğun teknoloji kullanan firmalarda ise bu payın düşük olması doğaldır. Orta ve uzun vadeli kredi sağlayan finansman kurumlarının yetersiz olduğu, enflasyonist baskılar yüzünden bankaların daha çok kısa vadeli kredi verme eğiliminde olduğu ekonomilerde bu

oran, kısa vadeli borçlar lehinde artmaktadır. Kısa vadeli borçların, toplam borçlar içindeki payı, endüstrilere göre farklılık gösterebilmesine karşın, bu oranın ülkemizde genel olarak % 80'ler düzeyinde olduğu görülmektedir.

Finansal yapı ile ilişkisi dolaylı da olsa, firmanın finansal riski hakkında bir fikir veren diğer bir oran da faiz karşılama oranıdır. Bu oran, şirketin vergi ve faizden önceki kârının, firmaya sabit bir yük getiren faiz giderlerini ne ölçüde karşıladığını gösterir. Faiz karşılama oranının yüksek oluşu, firmanın finansal risk derecesini azaltır ve yükümlülüklerini zamanında yerine getirebileceğini ifade ettiğinden, hisse senedi fiyatı üzerinde olumlu etkide bulunur.

(iv) Hisse senetlerinin fiyatını belirleyen faktörlerden bir tanesi de, firmanın faaliyetleri sonucu elde ettiği kâr ve bu kârın ölçülü ve yeterli olup olmadığıdır. Firmanın verimliliği değerlendirilirken, bu kârın elde edilmesini sağlayan sermayenin diğer alanlardan sağlayabileceği gelir, genel ekonomik gelişmeler, aynı endüstrideki benzer firmaların kârları ve firmanın amaçladığı kâr hedefleri ve bu hedefe ulaşip ulaşmadığı gibi etmenler de dikkate alınmalıdır. Firmanın kârlılığını ölçmekte kullanılan oranlar, aşağıdaki gibi bir kaç başlık altında toplanabilir.

Firmanın kârlılık durumunun analizinde, vergiden sonraki net kârın, özsermayeye oranı anlamlı bir ölçü olarak alınabilir. Bu oran, işletmenin sahipleri tarafından sağlanan sermayenin verimliliğini gösterir. Ancak bu oranın bir anlam ifade edebilmesi için, özsermaye rakamının, firmanın gerçek özsermaye tutarını göstermesi gerekmektedir. Bunun için de aktiflerin ve borçların tutarının doğru şekilde değerlendirilmesi gerekir. Özellikle, hisse senetleri borsaya kote edilmiş şirketlerde, özsermaye rakamı olarak, dolaşımdaki hisse senetlerinin borsa değerleri toplamının alınması ve vergiden sonraki kârın bu rakama oranlanması, gerek şirket ortakları gerekse hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen tasarruf sahipleri açısından daha yararlıdır.

Kâr/özsermaye oranının yüksek olması, bazen yanıltıcı yorumlar yapılmasına da neden olabilir. Firmanın yetersiz düzeyde özsermaye ile faaliyette bulunması halinde, oran yüksek görünebilir. Daha sağlıklı bir yorum, özsermaye devir hızı yardımıyla, özsermayenin yeterli olup olmadığı anlaşıldıktan sonra yapılabilir⁽⁷⁾.

Bir hisse senedinin fiyatını etkileyen en önemli faktörlerden bir tanesi de hisse

(7) Ünal Bozkurt. age, s.171.

başına sağlanan kazanç olduğundan, tasarruf sahibi yatırımcılar ve şirket sahiplerinin, vergi sonrası net kârın, dolaşımda bulunan hisse senedi sayısına oranını veren, hisse başına kazanç rakamını hesaplamaları gerekir. Çünkü bir şirketin gelir rakamları çok büyük tutarlarda olabilir. Ancak, burada önemli olan, gelirin büyüklüğünden ziyade, hisse senedi başına ne düştüğü yani hisse başına gelirin ne olduğudur.

Analiz sırasında dikkat edilmesi gereken bir başka konu da hisse başına kazanç ile hisse senedinin borsa değeri arasındaki ilişkidir. Hisse senetlerinin fiyatı borsada sürekli olarak değişim gösterir. Bunun yanı sıra, şirketin gelirleri de yıldan yıla değişir. Değişen hisse senedi fiyatlarına göre, hisse başına kazancın izlenmesi, belirli bir zamanda hisse senedi fiyatının ucuz ya da pahalı olduğu hakkında bir fikir verir. Özellikle, hisse senetlerine yatırım yapmış veya yapmak isteyen tasarruf sahipleri tarafından, fiyat-kazanç oranının bilinmesi, onlara alma ve satma konusunda iyi bir zamanlama yapma olanağı sağlar. Fiyat-kazanç oranı, hisse senetlerinin gerçek fiyatlarının oluşmasına yardım eden önemli değerlendirme araçlarından bir tanesidir⁽⁸⁾.

Vergiden sonraki net kârın, aktif toplamına oranı ise, işletmenin yapmış olduğu yatırımın kârlılığını, başka bir ifadeyle, aktiflerini ne ölçüde verimli kullandığını göstermesi bakımından, kârlılık analizinde kullanılan bir orandır. Bu oran, firmanın finansman yapısına göre farklılıklar göstereceğinden, analiz sırasında titizlikle değerlendirilmelidir. Zira, büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan işletmelerde net kârın toplam aktiflere oranı, varlıklarını geniş ölçüde öz kaynakları ile finanse eden işletmelere nazaran daha düşüktür. Aktif kârlılığı oranı, aktif devir hızı ile net kâr marjının çarpımı olduğundan, tek başına da anlam ifade edebilen bir orandır.

Buraya kadar sayılan oranlar, yatırımlara göre kârlılığı gösteren oranlardır. Bunlardan başka, brüt satış kârının, satılan mal maliyetinin, faaliyet kârının ve net kârın, net satış tutarına oranlarını veren ve satışlara göre kârlılığı gösteren oranlar da, kârlılık analizi sırasında göz önüne alınması gereken faktörlerdir. Satışlarla kâr arasındaki ilişkilerin incelenmesi, işletmenin faaliyetlerinde ne ölçüde kârlı olduğunu, brüt ve net kârının yeterli olup olmadığını belirlediğinden, firmanın faaliyetleri ve faaliyet sonuçlarının daha iyi anlaşılmasına da olanak sağlar. Satışlarla kârlılık

(8) Haim Levy-Marshall Sarnat. Investment and Portfolio Analysis. John Wiley and Sons Inc. New York 1972, s.170.

arasındaki ilişkinin, geçmiş yıllarla karşılaştırmalar yapılarak incelenmesi, analizin hangi konular üzerinde yoğunlaştırılması konusunda da analizi yapanlara önemli ip uçları sağlamaktadır.

B. Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri

Teorik olarak bir hisse senedinin gerçek değeri, gelecekte sağlayacağı tüm gelirlerin, bugüne indirgenmiş değerine etittir. Hisse senetleri, üzerinde, ifade ettiği değer yazılı olmaması, ödenecek tutarın ve ödeme tarihinin bulunmaması nedeniyle borçluluk gösteren kıymetlerden farklıdır(9). Bu bakımdan hisse senetlerinin değerlemesi, diğer menkul kıymetlere oranla daha farklı ve zordur. Genel ekonomik durumdaki değişmeler, ilgili endüstrideki gelişmeler ve şirketin göstereceği performans sabit getirili menkul kıymetlerin getirilerini ya hiç etkilemez, ya da sınırlı şekilde etkiler. Oysa ki saydığımız bu faktörler ve hisse senedini çıkaran ortaklığın gelir yaratma potansiyeli, hisse senedi değerini etkilerler. Değerleme sürecinde, sağlanacak kârın gerçekleşme olasılığının da dikkate alınması gerekir. Diğer bir ifadeyle hisse senedi değerlemesinde, hisse senedinin sağlayacağı getiri ile taşıdığı risk, ana değişkenler olarak düşünülmekte ve hisse senedi değerinin de bu değişkenlerden büyük ölçüde etkilendiği kabul edilmektedir(10).

Hisse senedi, sahibine, elde tutulduğu sürece, dağıtılması kararlaştırılan kârdan pay alma, elden çıkarıldığında sağlayacağı değer artışı ve sermaye artırımını sırasında eğer varsa, rüçhan hakkının sağladığı düşük bedelli veya bedelsiz yeni hisse senedi alma hakkı verir. Bu nedenle hisse senedi değerlemesinde, farklı yaklaşımlar görülür. Bunlar; kâr payını dikkate alan yaklaşım, hisse başına kazanç yaklaşımı ve fiyat/kazanç yaklaşımıdır.

1. Kâr Payı (Dividant) Yaklaşımı

Bu değerlendirme yaklaşımında, hisse senedinin fiyatını, getirdiği gelirlerin belirli

(9) Charles L. Hubbard-Clark A. Hawkins. Theory of Valuation. International Textbook Co. Pennsylvania 1969, ss.150-151.

(10) Öztin Akgüç. Finansal Yönetim. s.661.

bir iskonto oranı ile kapitalize edilmiş bugünkü değeri oluşturmaktadır. Başka bir ifade ile, hisse senedinin gelecekte sağlaması beklenen kâr payları ile elden çıkarılması durumunda, satış fiyatının, cari faiz oranına ek olarak, yatırımcının gelecekte elde etmeyi umduğu gelirlere ilişkin bir risk primini de içeren iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmesi, kâr payı yaklaşımının temelini oluşturmaktadır.

Bu yöntem, hisse senedi fiyatlarının, büyük ölçüde dağıtılması beklenen kâr payına göre dalgalanma gösterdiği piyasalarda, en pratik ve geçerli olan yöntemdir.

Bir hisse senedinin; elde tutma dönemi (t yılı), bu süre içerisinde sağlayacağı kâr payları (D_1, D_2, \dots, D_t), elde tutma dönemi sonundaki satış fiyatı (P_1) belirlenmişse ve yatırımcının bu yatırımdan beklediği verim (k) tespit edilmişse, bu durumda hisse senedinin fiyatı (P_0) şu formülle hesaplanabilir.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_1}{(1+k)^t}$$

Kâr payı yaklaşımında hisse senedi fiyatını belirleyen faktörler, gelecekteki kâr payları ve hisse senedinin gelecekteki satış fiyatı olduğuna göre, hisse senedinin sınırsız bir süre elde tutulması durumunda, hisse senedinin cari fiyatının, her yıl elde edilmesi beklenen kâr paylarının bugünkü değerleri toplamına eşit olacağı söylenebilir. Buna göre denklem şu şekilde genelleştirilebilir.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Hisse senedini çıkaran ortaklığın, her yıl dağıtacağı kâr payının değişmeyip aynı kalacağı, ortaklığın ömrünün sınırsız olacağı ve iskonto oranının da sabit kalacağı varsayımlarına göre, hisse senedinin bugünkü değerini veren formül,

$$P_0 = \frac{D}{k}$$

şeklinde olacaktır.

Kâr payı yaklaşımı, değerlemede gelecekteki kâr paylarını temel aldığına göre gelecekte beklenen kâr paylarının sabit kalacağını varsaymak pek gerçekçi bir yaklaşım

değildir. Elde edilmesi beklenen kâr paylarının her yıl sabit bir oranda büyüyeceği varsayılabilir gibi, farklı zamanlarda farklı büyüme oranlarının gerçekleşebileceğini varsayarak da modeli geliştirmek mümkündür.

Dağıtılması beklenen kâr paylarının her yıl sabit bir hızla büyüyeceği ve bu büyümenin sonsuza kadar devam edeceği varsayımına göre hisse senedinin bugünkü değerini veren denklem;

$$P_o = \frac{D_1}{k-g} \quad \text{şeklini alır.}$$

Bu modelin geçerli olabilmesi için, yatırımcının belirlediği iskonto oranının (k), kâr paylarındaki büyüme oranından (g) büyük olması ve ortaklığın kâr payı dağıtım konusundaki politikasının aynı kalması gerekmektedir.

Gelecekte elde edilmesi beklenen kâr paylarının sonsuza dek sabit bir oranda büyüyeceği varsayımı, özellikle yeni ve hızlı büyüyen endüstrilerdeki şirketler için geçerliliğini kaybetmektedir. Bu yüzden, teknolojik gelişmelere çabuk uyum sağlayan veya piyasaya yeni mamullerin sunulduğu endüstrilerdeki şirketlerin, ilk yıllarda daha hızlı bir gelişme göserecekleri ve buna bağlı olarak daha yüksek oranda kâr payı dağıtacakları, sonraki yıllarda ise talepte zaman içerisinde ilk yıllara göre nisbi bir azalış olması nedeniyle, kâr paylarının düşeceği varsayımıyla, sabit oranda bir büyüme oranı yerine, değişken büyüme oranları kullanmak daha sağlıklı olabilir. Bunun için modelin geliştirilmesi ve farklı büyüme oranlarını da değerlendiren bir şekle getirilmesi gerekmektedir⁽¹¹⁾.

Hızlı büyümenin devam edeceği süre N yıl, kâr paylarında normalin üzerindeki büyüme hızı (g_s), normal büyüme hızı (g_n) ve kâr paylarının ilk yıllardaki normalin üzerinde büyüme dönemi sonunda ulaşacağı değer D_N ile gösterilirse, hisse senedinin cari değerini veren formül şu şekli alır.

$$P_o = \sum_{t=1}^N \frac{D_o (1+g_s)^t}{(1+k)^t} + \sum_{t=N+1}^n \frac{D_N (1+g_n)^t}{(1+k)^t}$$

(11) Ünal Bozkurt. age, s.110.

Hisse senedi değerlemesinde sadece kâr paylarının dikkate alınması, firmanın birikmiş kârlarının yani yedek akçelerinin ihmal edilmesi sonucunu doğurur. Oysa ki, dağıtılmamış kârlar, iyi kullanıldığı takdirde, firmanın gelecek dönemlerdeki kâr dağıtım kapasitesinin genişlemesini sağlarlar. Dağıtılmamış kârlar gerçekte, dağıtımı bir süre ertelenmiş kâr payları olduğundan ve şirketin büyüme hızı da büyük ölçüde dağıtılmamış kârlara bağlı olduğundan, hisse senedi değerlemesinde, yalnız dağıtılan kâr payının dikkate alınmasından ziyade, hisse başına düşen kazancın saptanması daha gerçekçi bir yaklaşım olacaktır.

2. Hisse Başına Kazanç Yaklaşımı

Hisse başına kazanç yaklaşımına göre, hisse senedinin cari değerini, gelecekte elde edilmesi beklenen düzeltilmiş kazançların net bugünkü değeri verir. Düzeltilmiş kazanç deyimi ile, öngörülen kazanç akışının devamı için ilâve bir yatırım yapılması gerekiyorsa, her yıl bu yatırım tutarının indirilmesinden sonra kalan yıllık kazanç miktarı ifade edilmek istenmiştir.

Bu yaklaşıma göre, bir hisse senedinin cari teorik değeri (P_0) hisse başına beklenen yıllık kazançlardan (E_1, E_2, \dots, E_t), bu kazanç akımının devamını sağlayabilmek için her yıl yapılması gerekli ek yatırımların hisse başına düşen miktarının (N_1, N_2, \dots, N_t) indirilmesi ile, düzeltilmiş kazanç niteliği kazanan tutarın, tasarruf sahibinin belirlediği verim ya da kârlılık oranına bölünmesi ile tespit edilmektedir. Bunu şu şekilde formüle etmek mümkündür⁽¹²⁾.

$$P_0 = \frac{E_1 - N_1}{(1+k)} + \frac{E_2 - N_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E_t - N_t}{(1+k)^t}$$

Hisse başına kazanç yaklaşımı, hisse senedi değerlemesinde dağıtılmamış kârları da dikkate aldığından, hisse başına kazançları aynı olan ve gelecek dönemlerde de aynı olması beklenen iki şirketten, kârının tümünü dağıtabilen şirketin hisse senetlerinin değeri, kârının bir bölümünü dağıtmayarak ilâve yatırımlara ayıran şirkete kıyasla daha

(12) Öztin Akgüç. Finansal Yönetim. s.666.

yüksek olacaktır.

3. Fiyat - Kazanç Yaklaşımı

Hisse senedi değerinin saptanmasında, kâr payı yerine kazanca öncelikli olarak yer verilmesinden hareketle, fiyat-kazanç oran da (price-earnings ratio), bir değerlendirme aracı olarak kullanılabilir.

Özellikle batı ülkelerinde sıklıkla kullanılan fiyat-kazanç oranı, işlemenin 1 liralık vergi öncesi hisse başına kârına karşılık yatırımcıların kaç lira ödemeye razı olduklarını gösterir. Örneğin, fiyat-kazanç oranı 10 ise, yatırımcılar hisse başına düşen kârın 10 katını, hisse senedini edinmek için ödemeye razılar demektir.

Büyük, gelişmiş ve sermaye birikimi oluşmuş piyasalarda, ayrıca büyüme potansiyeli olan geleceği parlak şirket veya endüstrilerde, hisse başına düşen kâra, yatırımcılar daha fazla ödeyebilecekleri için bu oran yüksektir. Buna karşılık, yeni kurulmuş ve gelişme sürecindeki piyasalarda ve enflasyonist baskı nedeniyle, yatırımcıların yüksek verim aradığı piyasalarda fiyat-kazanç oranı düşüktür.

Hisse senedi değerlemesinde, gelecek dönemlerde hisse başına düşecek kâr belirlenmişse, fiyat-kazanç oranı bu tutarla çarpılmak suretiyle, hisse senedinin fiyatı bulunur $P = (F/K) (HBK)$. Fiyat-kazanç oranı ise iskonto oranının tersine eşittir ($F/K = 1/k$).

Ülkemizde işletmelerin kârları yıllar itibariyle büyük dalgalanmalar göstermektedir. Ayrıca sermaye artırımını sıkça yapılmaktadır. Bazen hisse başına düşen kâr, artan kâra rağmen düşme eğilimi gösterebilir. Değerlemede fiyat-kazanç oranı kullanıldığında, hisse başına düşen kâr rakamlarının sermaye artırımına göre düzeltilmesi gerekli olmaktadır.

II. Tahvillerin Değerlemesi

Menkul kıymet yatırımlarında en önemli sorunlardan biri, menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarının, yüksek ya da düşük olup olmadığını saptamaktır. Değerinden yüksek bir fiyata satın alınan bir menkul kıymetin, taşıdığı risk düzeyine göre getirisi düşük olacak, dolayısı ile sermaye kaybına yol açacaktır. Diğer yandan, düşük fiyatlandırılmış

bir menkul kıymetin ise, sermaye kazancı ve buna bağlı olarak yüksek getiri sağlaması beklenecektir⁽¹³⁾.

Tahvillerin de gerçek fiyatının belirlenebilmesi için, fiyata etki eden faktörlerin hesaba katılması ve değerlemenin buna göre yapılması gerekmektedir.

A. Tahvil Fiyatını Etkileyen Faktörler

1. Risk Faktörü

Objektif olasılıkla belirlenebilen kaybetme şansı olarak basitçe tanımlanabilen risk faktörü, az ya da çok her menkul varlık için söz konusudur.

Tahvil yatırımcısının beklediği verim diğer bir deyişle minimum kârlılık oranı, fonların ödünç verilmesi karşılığında beklenen gelir ile (risksiz verim oranı), bu fonların geri dönüşünde karşılaşılabileceği düşünülen riskin yarattığı primden oluşmaktadır . Özetle, yatırımcı için gerekli verim oranı, veya nakit akımlarının bugünkü değerinin bulunmasında kullanılan uygun iskonto oranı, risksiz verim oranı ve risk primi olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır⁽¹⁴⁾.

$$r = r_o + r_p$$

Risksiz verim oranı, yatırımcının tüketim konusundaki zaman tercihine bağlıdır. Yatırım yaparak, tüketim harcamalarını gelecek dönemlere erteleme isteği azaldıkça, beklenen verim oranı yükselecektir. Ayrıca yatırımcının, parasından ayrılmasının alternatif maliyeti de, reel getiri oranı bekleyişini etkileyen diğer bir faktördür.

Risk primini ise, tahvil yatırımcısının üstlendiği çeşitli riskler oluşturmaktadır. Bunlar; (i) faiz oranı riski, (ii) enflasyon riski, (iii) vade riski, (iv) ödememe (default) riski (v) geri çağırma (callability) riski ve (vi) likitide riskidir⁽¹⁵⁾.

Beklenen verim oranının saptanmasında, yatırımcıların riske karşı farklı tutumları da etkili olmaktadır. Fertlerin risk konusundaki tutumlarını üç grupta toplamak

(13) Jack Clark Francis. Investments: Analysis and Management. s.183.

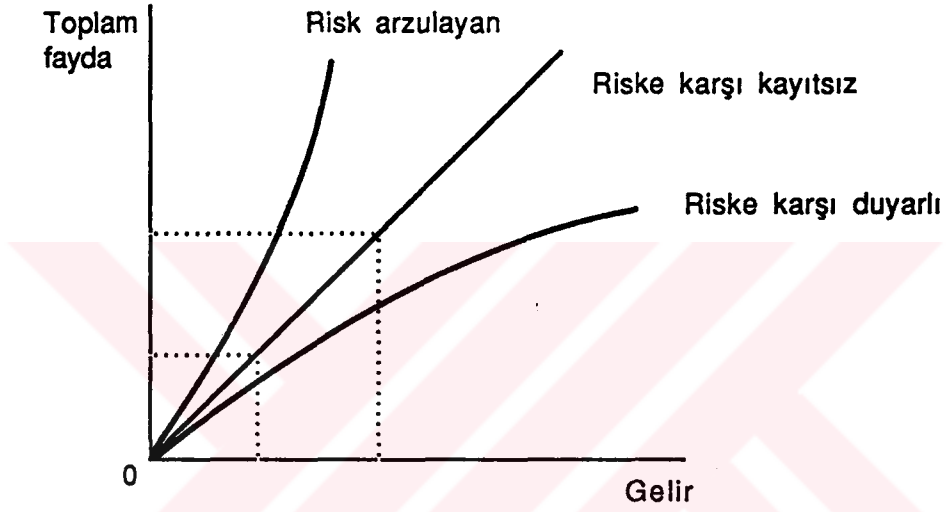
(14) Robert M. Soldofsky-Roger L. Miller. "Risk Premium Curves for Different Classes of Long-Term Securities 1950-1966". Journal of Finance. Vol.24, No:2, June 1969, s.429.

(15) Jack Clark Francis. Management of Investments. 2. Edition, Mc Graw-Hill Inc. Nev York, 1988, s.305.

mümkündür.

1. Riske karşı duyarlı olanlar (risk averter),
2. Riske karşı kayıtsız olanlar (risk indifferent),
3. Riski arzulayanlar (risk taker).

Fertler genellikle riske karşı duyarlıdırlar. Kayıtsız kalma ve riski arzulama durumları istisna sayılabilir. Fertlerin riske karşı farklı olan tutumları fayda teorisinde aşağıdaki gibi gösterilebilir⁽¹⁶⁾.



Şekil IV.1. Kişilerin Riske Karşı Tutumları

Şekilde görüldüğü gibi, riske karşı kayıtsız olanlar için eğri, orijinden geçen 45°'lik bir doğrudur. Çünkü fertler için, ilâve kazançlar da aynı değeri ifade etmektedir. Teorik olarak fertler, riske karşı belli bir düzeye kadar kayıtsız kalacaklar, o düzey aşıldığında ise, ya risk arzulayan ya da riske karşı duyarlı bir tutum içine gireceklerdir. Değerlemede, yatırımcının hangi eğri üzerinde olduğunun bilinmesi, rasyonel bir karar almak için gereklidir⁽¹⁷⁾.

(16) R. Metin Türko. İşletme Finansmanı. Atatürk Üni. İşletme Fak. Araş. Ens. Ders Notları: 63, Erzurum 1980, s.199.

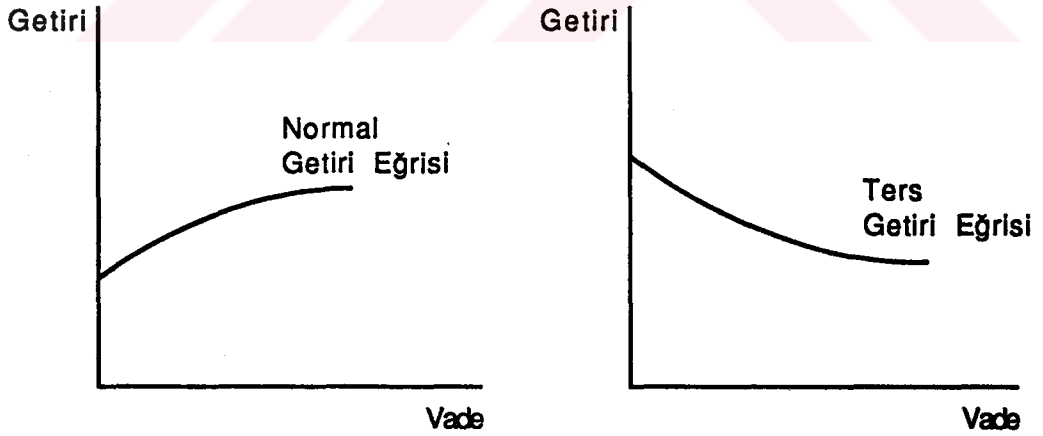
(17) age, s. 200.

2. Faiz Oranı ve Vade Faktörü

Tahvilin fiyatını etkileyen faktörlerden biri de vade faktörüdür. Vade, firmaların bugün iyi olan mali durumunun ileride ne olacağını ve ekonomide bu süre içinde ne gibi enflasyonist baskılar olacağı ve bunların şirket üzerinde nasıl etki bırakacağını kestirilmesi oldukça güç olduğundan, değerlemede önem taşımaktadır.

Diğer bütün özellikleri aynı sadece vadeleri farklı olan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki yapısal ilişki, genellikle grafik üzerinde "getiri eğrisi" ile gösterilir. Faiz oranlarının vade yapısı (term structure of interest rates) olarak bilinen bu ilişkide, tahvil veriminde yalnızca vade faktörü nedeniyle oluşan farklılıkları, getiri eğrisi yardımıyla açıklayabilmek için, vade dışındaki risk durumu, geri ödeme koşulları, vergi yükümlülükleri gibi diğer özellikler bakımından birbirine benzer tahvillerin seçilmesi önemlidir⁽¹⁸⁾.

Normal piyasa koşullarında, vade uzadıkça borç verenin parasını uzun süre kullanamamasının karşılığı olarak, elde edeceği getirinin de artması beklenir. Ancak, faiz oranlarının çok yüksek olduğu dönemlerde, borçluluk ifade eden kıymetlerin vadesi uzadıkça vadeye kadar getirileri düşebilir. Bu durumda da "ters getiri eğrisi" (inverse yield curve) denen aşağıya doğru eğimli eğri oluşur.



Getiri eğrisinin çizilmesindeki amaç, getiri oranları, vadeleri ve diğer özellikleri itibarıyla, birbirine benzeyen tahviller içinde farklı olanı tespit etmektir. Verim farkı

(18) Meral Tecer. Tahvil Yatırımlarının Yönetimi. TODAIE Yayınları No: 233, Ankara 1989, s. 87.

sebebiyle tahvil fiyatları, getiri eğrisinin üstünde veya yakınında olanlara göre farklı düzeylerde oluşacaktır. Eğrinin üstünde bulunanlar düşük fiyatlandırılmış, altında olanlar ise yüksek fiyatlandırılmış demektir. Etkin olmayan bir piyasada geçici bir süre için de olsa, kârlı tahvil yatırımı fırsatları ile karşılaşılabilir. Bu bakımdan getiri eğrisi, çeşitli kuruluşlara ve tahvil yatırımcılarına, yüksek verimli ve kısa vadeli yatırım olanakları sağlamada bir araç olarak kullanılmaktadır⁽¹⁹⁾.

Getiri eğrisi, faiz oranlarının gelecekteki gelişimi hakkında bilgi verdiği için, tahvil yatırımcıları için çok önemlidir. Bu konuda bir çok teorik ve pratik çalışma mevcuttur. Bunlardan başlıcaları; (i) beklentiler (pure expectations) kuramı, (ii) likitide primi (liquidity premium) kuramı ve (iii) pazar bölümlenmesi (market segmentation) kuramıdır.

a. Beklentiler Kuramı

Beklentiler kuramı, faiz oranlarının gelecek dönemlerdeki düzeyinin tahmin edilmesi esasına dayanır. Vadeleri farklı tahviller için, halen piyasada geçerli olan verim oranı üzerinden yapılan hesaplamalarla, gelecekte birer yıllık dönemler itibarıyla verim oranlarının tahmin edilebileceği varsayılır. Bu yaklaşıma göre;

(i) Yatırımcıların, gelecekteki kısa vadeli verim oranlarına ilişkin beklentileri, getiri eğrisinin şeklini veya faizlerin vade yapısını belirlemek için yeterlidir.

(ii) Tüm yatırımcıların gayesi, kârlarını maksimize etmektir. Bu konuda kesin ve birbirinden farklı olmayan beklentileri vardır.

(iii) Belli bir vade içinde tahvil yatırımından sağlanacak verim oranı, cari ve beklenen bir dizi yıllık verim oranının geometrik ortalamasına eşittir. Diğer bir ifadeyle, tahvillerin vadeleri ve verim oranları birbirinden farklı bile olsa, risk düzeyleri birbirinin aynı olan tahviller, aynı dönem içinde aynı ortalama verimi sağlayacaklardır.

Bu varsayımlardan hareketle, faizin vade yapısı veya getiri eğrisi ile hesaplanan gelecek dönemlere ait verim oranları, gelecekte beklenen verim düzeyi olacaktır.

Beklentiler kuramına göre, eğer ileride kısa vadeli faiz oranlarının yükselmesi bekleniyorsa, getiri eğrisinin eğimi pozitif olur. Faiz oranlarında ileriki dönemlerde bir

(19) Joseph F. Sinkey. Commercial Bank Financial Management. Mac Millian Pub. Co. Inc. New York 1983, s.101.

düşüş olacağı tahmin ediliyorsa, bu durumda negatif eğimli getiri eğrisi söz konusudur. Bununla beraber, kuramın geçerliliği, kârlarını maksimumlaştırma amacıyla olan ve kesin bir vade tercihi bulunmayan yatırımcıların varlığına bağlıdır⁽²⁰⁾.

b. Likitide Primi Kuramı

Bu kurama göre, yatırımcıların riskten kaçınan bir tutum içinde olacakları ve kısa vadeli tahvilleri, uzun vadeli tahvillere tercih edecekleri varsayılmıştır. Bunun gerekçesi de, kısa vadeli tahvillerde faiz oranı veya piyasa riskinin daha düşük ve satış değerlerinde düşme olasılığının daha zayıf olmasıdır. Bu nedenle, uzun vadeli tahvillerin yatırımcılara cazip hale getirilmesi için daha yüksek bir verim taahhüt etmeleri gerekmektedir. Başka bir ifade ile, kısa vadeli tahvillerin tercih edilmesi nedeniyle, yatırımcılar bu tip tahvillere ek bir ödeme yapmaya razı olacaklar demektir. Bu da, verim oranının kısa vadeli tahvillerde, uzun vadeli tahvillere oranla daha düşük olması sonucunu doğurur. Meydana gelen bu farka "likitide primi" denir ve gelecek dönemlere ait verim oranı bekleyişi içinde bu risk primi de yer alır. Dolayısı ile, vade uzadıkça risk artışına bağlı olarak, beklenen likitide primi de yükselecektir.

Yatırım dönemi aynı uzunlukta olsa bile, likitide primi nedeniyle, uzun vadeli tahvil yatırımları daha yüksek bir ortalama verim sağlayacaktır. Bu noktada, beklentiler ve likitide primi kuramları arasındaki görüş ayrılığı, tahvil yatırımcılarının kesin bir vade tercihleri olup olmaması üzerinde toplanmaktadır.

c. Pazar Bölümlenmesi Kuramı

Bu kuram, faizin vade yapısına ilişkin açıklamalarını, bireysel yatırımcılar yerine, kurumsal yatırımcıların tercih ve davranışlarına dayandırır. Piyasadaki uygulayıcılar arasında büyük bir kabul görmüş olan pazar bölümlenmesi kuramına göre, farklı kurumsal yatırımcıların vade tercihleri de farklıdır. Faizin vade yapısı da belli başlı mali kurumların, yatırım politikalarının bir sonucu olarak şekillenmektedir.

Mali kurumlar yatırım politikalarını, borçlarının vade itibarı ile dağılımı, tasarruf sahiplerinin elde etmeyi bekledikleri getiri düzeyi, enflasyon oranı ve vergi faktörü gibi konuları dikkate alarak belirlemektedirler. Bu nedenle, ticari bankalar kısa

(20) Meral Tecer. Tahvil Yatırımlarının Yönetimi. ss.89-92.

vadeli, kaza ve yangın sigortası yapan kuruluşlar orta vadeli, hayat sigortası şirketleri ise uzun vadeli tahvillere yatırım yapmayı tercih ederler.

Pazar bölümlenmesi kuramının savunucuları, piyasanın kısa, orta ve uzun vadeli kesimlerinin etkin bir şekilde ayrılmış olduğunu ve tahvil verimlerinin tümüyle, bu bölümlerdeki arz ve talep koşulları tarafından belirlendiği görüşünü ileri sürerler. Ayrıca, yine bu görüşe göre, faizin vade yapısına ilişkin açıklamalar bakımından piyasadaki çeşitli kurumsal yatırımcıların vade ve gelir tercihleri geleceğe yönelik verim beklentilerinden çok daha önemlidir⁽²¹⁾.

B. Tahvilin Piyasa Fiyatının Saptanması

1. Faiz Ödeme Dönemi Başında

Tahvil yatırımlarında, hisse senetlerinden farklı olarak, nakit akımlarının zamanı ve miktarı önceden bilindiğinden, değerlendirme nisbeten daha kolaydır. Bir tahvilin değeri, yatırımcıya gelecekte sağlaması beklenen nakit akımlarının, istenen verim oranı ile bugüne indirgenmiş değerleri toplamına eşittir. Buna göre, istenen verim oranının belirlendiği durumlarda, tahvilin piyasa fiyatı şu şekilde hesaplanabilir.

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t} + \frac{ND}{(1+k)^n}$$

Bu hesaplama şekli, tahvilin ihracı esnasında veya faiz ödemesinden hemen sonra satın alınması halinde yapılabilir. Yani bir sonraki faiz ödeme tarihine tam 1 yıl kalması durumunda yukarıdaki denklem, tahvilin cari piyasa fiyatını saptamak için kullanılır.

2. Faiz Ödeme Dönemleri Arasında

Tahvilin faiz ödeme dönemleri arasındaki bir tarihte satın alınması durumunda ise, değerlemede, şimdiye kadar tahakkuk etmiş faizlerin de dikkate alınması ve buna uygun değişikliklerin formüllere yansıtılması gerekmektedir. Bu konuda farklı

(21) age, s.96.

varsayımlara göre değişen çeşitli yaklaşımlar mevcuttur.

a. Vadeye Kadar Getiri Yaklaşımı

Bu yaklaşımla değerlendirme, nakit girişlerinin gelecekte hangi tarihlerde elde edileceği ve buna bağlı olarak değerlendirme gününden itibaren, tahvilin ilk faiz ödeme tarihine kaç gün kaldığı temeline dayanır. Bu suretle, faiz ödeme dönemleri arasında tahvil satın alan bir yatırımcının, tahvil vade sonuna kadar elde tutmasıyla sağlayacağı getiri hesaplanmış olmaktadır.

$$P = \frac{F_1 + BA_1}{1 + \frac{k}{365} \times c} + \frac{1}{1 + \frac{k}{365} \times c} \left[\sum_{t=2}^N \frac{F_t + N}{(1+k)^{t-1}} \right]$$

Burada;

BA_1 = Faizin ödeneceği ilk dönemde anapara ödemesi (varsa),

c = Değerleme gününden ilk faiz ödeme gününe kadar geçecek gün sayısıdır.

b. Tahakkuk Eden Faiz Yaklaşımı

Faiz ödeme dönemleri arasında, tahakkuk eden faizi esas alarak yapılan değerlemede, dönem arasında tahvil satın alan yatırımcıya değil, tahvile dönem başında sahip olan yatırımcıya, belli bir oranda getiri sağlayacak fiyat veya belli bir fiyatta sağlayacağı getiri, nakit akımlarının bugüne indirgenmesiyle hesaplanmaktadır. Bunun için, tahvilin dönem başında faiz kuponu kesildikten sonraki değeri bulunur ve bu değere, dönem başından değerlemenin yapılacağı güne kadar geçen süre için faiz tahakkuk ettirilir⁽²²⁾.

$$P = \left[\sum_{t=1}^N \frac{F_t + BA_1}{(1+i)^t} \right] \times \left(1 + \frac{i}{365} \times c \right)$$

(22) Gültekin Karaşin. Sermaye Piyasası Analizleri. SPK Yayını No: 4, II. Baskı, Ankara 1987, s.49.

c. Günlük Bileşik Faiz Yaklaşımı

Faiz dönemleri, bir yatırımdan hangi en kısa zaman biriminde nakit girişleri sağlanacağı ve sağlanan nakit girişlerinin yeniden yatırıma dönüştürülmesiyle, bu yeni yatırımdan hangi en kısa zaman biriminde faiz elde edileceğine göre belirlenir.

Faiz ödeme dönemleri arasında yapılan değerlemelerde, tahvili hem alana hem de satana aynı getiriyi sağlayacak fiyat, ancak günlük bileşik faiz esasına göre yapılan değerlendirme ile bulunabilmektedir. Çünkü bu yaklaşımda, hergün bir faiz dönemi olarak kabul edildiğinden, daima faiz ödeme döneminin başında bulunmaktadır⁽²³⁾. Buna göre tahvilin fiyatını belirleyen denklem şöyle olmaktadır;

$$P = \frac{F_1 + BA_1}{(1+i)^{c/365}} + \frac{1}{(1+i)^{c/365}} \left[\sum_{t=2}^N \frac{F_t + ND_t}{(1+i)^{t-1}} \right]$$

III. Portföy Yönetimi

Tasarruf sahipleri için, tasarruflarını değerlendirme açısından pek çok alternatif yatırım fırsatları mevcuttur. Buraya kadar olan kısımlarda tek bir menkul varlığın özellikleri ve fiyatlandırılması üzerinde durulmuştu. Oysa ki, tasarruf sahipleri genellikle, ellerindeki imkânlar dahilinde, tek bir finansal varlık yerine çeşitli menkul kıymetlere aynı anda yatırım yapma eğilimindedirler. Bu amaçla da, tasarruflarını çeşitli menkul kıymetler arasında optimal bir biçimde bölüştürerek bir portföy oluştururlar. Oluşturulan portföyde, belirli bir risk derecesinde kârı maksimize edecek veya belirli bir kârlılık düzeyinde riski minimize edecek kompozisyonlar aranacaktır. Ancak, portföye alınacak menkul kıymetlerin seçimi, ağırlıkları ve alım satımda zamanlamanın iyi yapılması çok kolay işler değildir. Portföyün oluşturulması ve işletilmesi, portföy yönetimi denen ve bu konuda uzmanlaşmış kuruluşlar tarafından yapılan bir işidir.

Portföy yönetimi belli bir politika izlenerek yürütülür. Yatırımcının risk, verim ve kıymet artışı faktörleri arasında yapacağı tercihe göre belirlenen bu politika, ya kendisi ya da portföy yöneticisi tarafından uygulanır. Portföy yönetiminin mutlaka bir uzman yönetici tarafından yapılması gerekmez. Portföyün sahibi de, bir yatırım danışmanından (investment adviser) aldığı bilgilerle veya kendi bilgi ve tecrübelerine

(23) a.g.e, s.52.

dayanarak portföyünü yönetebilir. Burada en önemli konu, portföye alınacak menkul kıymetleri iyi tanımak ve yatırım zamanını iyi seçmektir. Bu yapıldığı takdirde, yatırımcı tasarruflarını enflasyona karşı koruyabilir ve hatta enflasyon oranının üzerinde reel gelir elde edebilir⁽²⁴⁾.

Özetle portföy yönetiminin amacı, çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılması ve asgari risk düzeyinde kârın maksimumlaştırılmasıdır. Aynı zamanda, portföy sahibinin tercihleri doğrultusunda, yatırımları yüksek gelirli veya yüksek güvenceli ve kısa veya uzun vadeli olarak yönlendirmektir.

A. Yatırımcının Tercihleri ve Portföy Seçimi

Daha önceki kısımlarda değinildiği gibi, kişilerin riske karşı tutumları farklı farklıdır. Tasarruf sahipleri, yaşları, sosyal durumları, yapıları veya ellerindeki tasarruf miktarı gibi faktörlerin etkisiyle, ya riskssiz veya az riskli buna karşılık istikrarlı ve düşük gelirli yatırımları, ya da riski yüksek, dolayısı ile yüksek getirili ve kaybetme olasılığı da mevcut yatırımları tercih ederler. Durum bu olmakla beraber, yine daha önce bahsedildiği gibi tasarruf sahipleri genellikle risk sözcüğüne soğuk bakmaktadırlar. Bu nedenle, hemen her yatırımcının, satın almayı ve portföyüne dahil etmeyi düşündüğü menkul kıymetlerde, ağırlıkları kişiden kişiye biraz farklılık gösterse de, aradığı bazı özellikler vardır. Bunlar, yatırımda güvence, yüksek gelir, değer artışı ve likitidedir.

Güvence faktörüne ağırlık veren yatırımcı, yüksek gelir ve değer artışından vazgeçerek, risk taşımayan tam güvenceli devlet tahvili almak isteyecektir. Tercihini yüksek gelir sağlama yönünde kullanan tasarruf sahipleri ise, güvence, değer artışı ve likitide gibi unsurları aramayıp, yüksek gelirli özel sektör tahvillerine yatırım yapacaklardır. Çünkü bu tür tahviller, ne devlet tahvilleri kadar güvenceli ve likittir, ne de hisse senetleri gibi değer artışı sağlarlar.

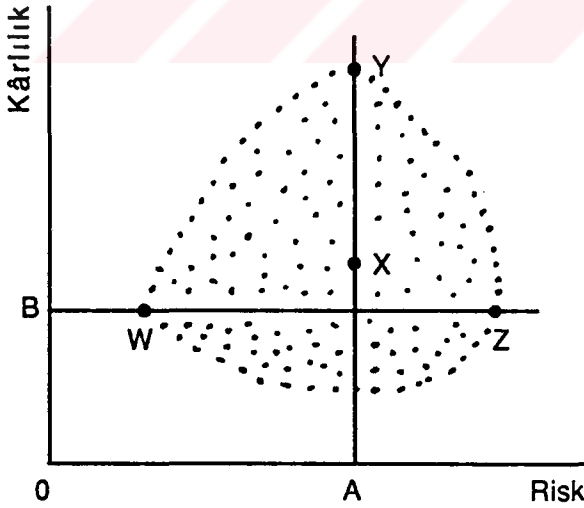
Bilhassa enflasyonist dönemlerde, birikiminin erozyona uğramasını istemeyen yatırımcılar, değer artışı sağlamak amacıyla hisse senedine yatırım yaparlar. Çünkü değer artışı, sadece hisse senetleri için söz konusudur. Bilhassa sermaye artırım ihtimali olan

(24) Muharrem Karslı. age, ss. 429-430.

veya yeni fakat gelecek vaad eden şirketler, yatırım yapıldığı dönemde kâr payı dağıtmasalar bile, uzun vadede değer artışı sağlarlar. Değer artışının tercih edilmesi ise, beraberinde güvence ve likitide faktörlerinden fedakârlık edilmesini getirecektir.

Menkul kıymetlerin, gerektiğinde çabuk ve kayıpsız paraya çevrilebilmesi önemli bir özelliktir. Yatırımcılar, gelecekteki belirsizlikler nedeniyle, karşılabilecekleri olumsuz durumlara karşı hazırlıklı olmak amacıyla, yatırımlarının likit özellik taşımasını istemektedirler. Bunun için de likititesi yüksek menkul kıymetlere (devlet tahvili vb.) yatırım yaparlar. Bu durumda, yüksek gelir ve değer artışı gibi avantajlar da ortadan kalkmış olmaktadır. Gerçi, yüksek performans gösteren şirketlerin hisse senetleri için piyasada bir talep mevcuttur ama, anında ve zararsız paraya çevrilebilme özelliği en fazla devlet tahvillerinde vardır.

Yatırımcılar, portföy seçimlerini yukarıda sayılan faktörlere verdikleri ağırlıklar doğrultusunda yaparlar. Yatırımcıların önünde geniş bir yatırım fırsatları seti vardır. Portföy seçiminde amaç, tasarruf sahibinin arzu ettiği risk-kârlılık bileşimine ulaşmaktır. Uygun portföyler oluşturmakla, tasarruf sahiplerinin çeşitlendirme sayesinde en iyi risk-kârlılık bileşimini elde etmeleri mümkündür. Yatırımcıların oluşturabilecekleri portföyler setini şekil üzerinde aşağıdaki gibi gösterebiliriz.



Şekil IV. 2. Yatırım Fırsatları Seti

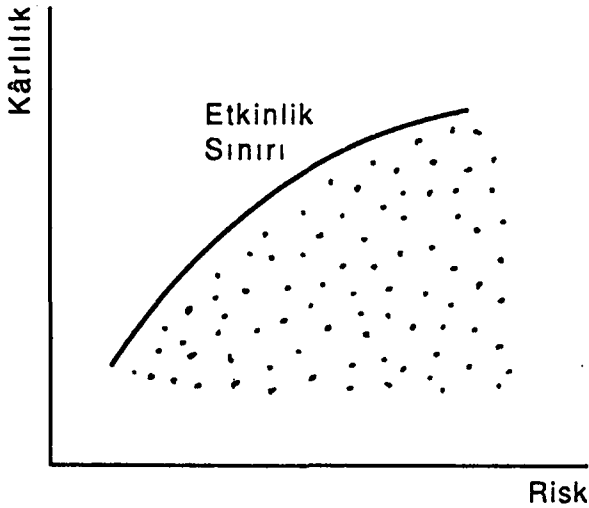
Şekildeki her bir nokta farklı risk ve kârlılık bileşiminden oluşan portföyleri temsil etmektedir. Tasarruf sahipleri, bu yatırım fırsatları seti içinden, kendilerine en uygun portföyleri seçebilmek için bir karar kriteri geliştirebilirler. Etkinlik kriteri olarak da adlandırılan bu karar aşamasında yatırımcılar, ya belli bir risk düzeyinde en yüksek getiri sağlayan portföyü, ya da belirli bir getiri düzeyinde en düşük riskli portföyü seçeceklerdir.

Şekildeki portföyler seti üzerinde görülen her nokta aynı derecede etkin değildir. Örneğin, X ve Y portföyleri aynı risk düzeyinde olmalarına karşın (OA kadar), Y portföyü X portföyüne göre daha fazla getiri sağlamaktadır. Bu da, Y'nin X'den daha üstün bir risk-kârlılık bileşimine sahip olduğunu gösterir.

Aynı şekilde W ve Z portföyleri karşılaştırıldığında, her iki portföyün getirisinin de aynı olduğu (OB kadar) görülmektedir. Burada W portföyünü Z portföyüne üstün (etkin) kılan özellik, aynı kârlılık derecesinde daha düşük riske sahip olmasıdır.

Sonuç olarak Y ve W portföyleri, yatırımcı açısından diğerlerine göre daha etkin portföylerdir. Etkinlik kriterine göre, set üzerinde bu portföylerden daha üstün başka bir portföy bulunmamaktadır.

Şekil IV. 2'de görüldüğü gibi etkinlik kriteri kullanılarak seçilen portföyler bir eğri oluşturmaktadır. Etkinlik sınırı denilen bu eğriyi başka bir şekil üzerinde göstermek mümkündür.



Şekil IV. 3. Etkinlik Sınırı

Etkinlik sınırı üzerinde bulunan tüm portföyler, nokta ile ifade edilen diğer alternatif portföylere göre daha üstündürler.

Şekilden, risk ile getiri arasında pozitif bir ilişki olduğu anlaşılmaktadır. Bu da, risk düzeyi yükseldikçe getirinin arttığını ve yüksek getiri için yüksek düzeyli bir riske katlanmak gerektiğini ifade etmektedir. Ancak, gerçek hayatta yüksek risk-yüksek getiri ilişkisinin her zaman gerçekleştiğini söylemek de mümkün değildir⁽²⁵⁾.

B. Portföy Oluştururken Dikkat Edilmesi Gereken Konular

Her yatırımcı tasarruflarını en iyi biçimde değerlendirmek arzusundadır. Bazıları güvenli ve istikrarlı gelir yeğlerken, bazı yatırımcılar ise spekülatif amaç taşırlar. Ancak yatırım tercihi ne olursa olsun, portföy oluştururken göz önünde tutulması gereken bazı ortak konular vardır. Bunlar hem risk faktörünü azaltmak, hem de elde edilecek faydayı artırmaya yönelik tedbirlerdir. Çeşitlendirme yoluyla riskin dağıtılması, alım satım zamanlamasının iyi yapılması gibi konular bu tedbirlerin başlıcalarıdır.

1. Riskin Dağıtılması

Portföyün büyük bir kısmını bir menkul kıymetten oluşturmak oldukça risklidir. Bunun yanında, aynı sektördeki firmalara veya firmalar farklı sektör ve bölgede dahi olsa, aynı cins menkul kıymetlere yatırım yapmak da iyi bir çeşitlendirme sayılmayacağından riskin dağıtılması yönünde çok olumlu sonuçlar vermez.

Portföy, değişik sektörlerde ve bölgelerde faaliyet gösteren, bazıları eski ve güvenilir, bazıları yeni ve gelişmeye müsait firmaların hisse senetleri ve tahvillerinden oluşturulduğu taktirde, genellikle iyi bir çeşitlendirme yapılmış ve risk dağıtımı sağlanmış sayılır. Bununla beraber, çeşitlendirmede aşırıya kaçılması, firmaların ve ait oldukları sektörlerin izlenmesini ve haklarında bilgi sahibi olmayı güçleştirir. Bu yüzden, az çok birbirini dengeleyen menkul kıymetlerden, birbirine yakın oranlarda guruplar yaparak portföye dahil etmek daha rasyonel bir davranış olur.

(25) Ünal Bozkurt. age, ss. 272-274.

2. Alım Satım Zamanının Ayarlanması

Menkul kıymetlerin alım-satım zamanlamasının iyi yapılması büyük önem taşır. İdeal olan, menkul kıymetleri, en düşük fiyatla alıp, en yüksek fiyatla satmaktır. Ancak uygulamada bu durumu gerçekleştirme şansı çok küçüktür. Yatırımcılara alım satım zamanlaması konusunda en iyi fikir verebilecek araç fiyat grafikleridir. Fiyat grafikleri, menkul kıymetlerin piyasa fiyatları ile dağıttıkları kâr paylarının zaman içindeki değişimlerini göstermesi bakımından oldukça anlamlıdır. Bu grafiklerdeki trend eğrileri yardımıyla, menkul kıymetlerde ve bilhassa hisse senedi fiyatlarında görülen mevsimlik, sektörel ve konjonktürel değişimler izlenerek, alım ve satımda iyi bir zamanlama yapılması konusunda fikir sahibi olunabilir.

C. Geleneksel Portföy Teorisi

Menkul kıymetler tek başlarına kendilerine özgü bir takım özelliklere sahiptirler. İyi olarak nitelendirilen bir kıymetin daha önce de bahsedildiği gibi, likitide, güvenilirlik, istikrarlı gelir, değer artışı, yatırım amacına uygun vade, vergisiz gelir ve yönetiminin kolay olması gibi özellikler taşıması beklenir⁽²⁶⁾. Menkul kıymetlerden oluşturulan portföyler ise, menkul kıymetlerin tek başlarına sahip oldukları özellikleri her zaman taşımazlar.

Geleneksel portföy yönetimi, 1950'lere kadar sermaye piyasasında, başarılı portföy seçimini ve yönetimini amaçlayan ve portföy analizinde riskin birden fazla menkul varlığa yatırım yapılarak dağıtılmasını hedefleyen bir yaklaşımdır. Bütün yumurtaları aynı sepete koymamak mantığı taşıyan ve riski, yalın çeşitlendirme (naive diversification) ile dağıtmayı amaçlayan bu yaklaşıma göre, 10 menkul kıymetten oluşan bir portföy, 2 menkul kıymetten oluşan bir portföye göre 5 kat daha iyi çeşitlendirilmiş sayılır. Menkul varlıkların getirileri arasındaki ilişki ise dikkate alınmaz.

Geleneksel portföy teorisine göre, farklı sektörlerden firmaların menkul kıymetleri portföye dahil edildiği taktirde iyi bir çeşitlendirme yapılmış olur. Ayrıca, aynı ortaklık veya endüstriye ait kıymetlere, tahvil portföylerinde de aynı vadeye sahip

(26) Richard Haft. Investing in Securities. Prentice-Hall Inc. New Jersey 1975, s.61.

tahvillere portföy içinde aşırı ağırlık verilmemesi gerektiği ve portföye 10'dan fazla menkul kıymet almak yoluyla yalın çeşitlendirme yapılarak, portföy riskinin oldukça düşük seviyelerde tutulabileceği savunulur.

Bu yaklaşımın, riskin dağıtılması yönünde temel varsayımı olan aşırı çeşitlendirmenin (superfluous diversification) yatırımcı açısından bazı sakıncaları da vardır. Bu sakıncaları şöyle sıralayabiliriz;

- Çok sayıda menkul varlığın araştırılması, yüksek bir maliyeti de beraberinde getirir.

- Portföye alınması düşünülen menkul kıymetler araştırılırken, taşıdığı riski yüklemek için gerekli getiriye sağlamayan kıymetlerin de satın alınabilmesi olanaklı hale gelir.

- Portföy yöneticilerinin çok sayıdaki menkul varlığın her biri hakkında bilgi sahibi olamamalarından kaynaklanan yönetim güçlüğü ortaya çıkabilir.

- Portföydeki menkul kıymet sayısının artması ile, aynı varlığın alım satım miktarı azaldıkça, alım satım giderlerinin payı toplam giderler içinde büyük boyutlara ulaşır.

Geleneksel portföy teorisi, portföy yönetiminde, yatırımcının amacının belirlenmesi, bu amaç doğrultusunda portföye alınacak menkul kıymetlerin seçilmesi ve gerekli durumlarda gerekli düzenlemelerin yapılması şeklinde bir süreç izlemektedir. Buna göre önce yatırımcının, gelir, büyüme, sermayeyi koruma gibi farklı amaçları ve risk düzeyi ile ilgili tercihleri belirlenerek, bu amaçlara uygun menkul kıymetler tespit edilir ve analize tabi tutulur. Daha sonra çok sayıda varlık seçilerek portföye dahil edilir, bu suretle yalın bir çeşitlendirme sağlanır. Portföy oluşturulduktan sonra da, menkul kıymetlerin performansına ve yatırımcının amaçlarındaki değişmelere göre gerekli düzeltmeler yapılır.

Geleneksel portföy teorisi, menkul varlıkların aralarındaki ilişkiyi dikkate almediği, bu yüzden de bilimsel dayanaktan uzak olduğu gerekçesi ile eleştirilmiştir. 1950'lerden sonra bu yaklaşıma alternatif olarak, matematik-istatistik modellere dayanan ve modern portföy teorisi olarak adlandırılan bir teori geliştirilmeye başlanmıştır.

D. Modern Portföy Teorisi

Modern portföy teorisinin, geleneksel yaklaşıma göre temel farklılığı, çok sayıda menkul kıymeti tek tek ele alıp yalın bir çeşitlendirme yapmak yerine, portföye alınacak varlıklar arasındaki ilişkiyi tespit etmek ve menkul varlıkları portföy içinde bir bütün olarak düşünmektir.

Bazı yatırımcılar ve portföy yöneticileri, tek tek menkul kıymetler ya da gruplar arasında, aynı ya da zıt yönde bir hareket olduğunu belirlemişler ancak bu ilişkiyi ölçebilecek formül veya teknikler geliştirememişlerdir. Modern portföy teorisinin mimarı diyebileceğimiz Harry Markowitz, bu ilişkinin ölçülmesini sağlayan ve kendi adı ile anılan modeli geliştirmiştir. Markowitz, "Portföy Seçimi" adlı makalesinde⁽²⁷⁾, portföyü oluşturan menkul varlıklar arasındaki ilişkinin araştırılması ve getirileri arasında tam pozitif korelasyon bulunmayan menkul kıymetlerle bir portföy oluşturulması suretiyle beklenen getiriye bir azalma olmaksızın, sistematik olmayan riskin düşürülebileceği görüşünü ileri sürmüştür.

Markowitz'den sonra, onun öğrencisi olan William Sharpe, bu görüşü geliştirip basitleştirerek, daha anlaşılır bir hale getirmiştir. Sharpe'in geliştirdiği ve "Tekil İndeks Modeli" (single index model) olarak adlandırılan bu yöntem, 1970'lerden sonra paket program haline getirilerek bilgisayarlarda kullanılmaya başlanmıştır.

Portföy yönetimi konusunda daha sonra, Sharpe, Lintner ve Mossin gibi araştırmacılar, bütün tasarruf sahiplerinin modern portföy teorisine uygun olarak menkul kıymetlere ve özellikle de hisse senetlerine yatırım yapmaları durumunda, fiyatların ne yönde hareket edeceğini araştırdılar. Yapılan çalışmaların sonucunda ise "Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli" (Capital Assets Pricing Model - CAPM) geliştirildi. Bu model, portföy yönetimi konusunda, uygulamada günümüze kadar geniş ölçüde kullanılmaktadır⁽²⁸⁾.

(27) Harry Markowitz. "Portfolio Selection". The Journal of Finance, March 1952, ss. 77-91.

(28) Özdemir Akmut. Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi. Ankara 1989, ss. 6-7.

1. Modern Portföy Teorisinin Temel Varsayımları

Bu yaklaşımın, portföy oluşturulması ve yönetilmesi sürecinde menkul kıymetlere ait bilgilerin değerlendirilmesi, yatırımcı davranışları, bu davranışların menkul varlık fiyatlarını nasıl etkilediği, bu etkinin ve varlıklar arasındaki ilişkinin kantitatif olarak nasıl ifade edilebileceği gibi konulara dair bir takım varsayımları bulunmaktadır. Bu varsayımları şöyle sıralayabiliriz.

(i) Menkul kıymet fiyatlarını etkileyen tüm bilgilerin tamamen ve süratle bu fiyatlara yansıtacağı ve buna bağlı olarak, piyasanın her an dengede olacağı kabul edilir. Yani, modern portföy kuramına göre sermaye piyasası, bilgilerin süratle edinildiği ve doğru olarak değerlendirildiği etkin bir piyasadır.

(ii) Tüm yatırımcılar, her dönemde beklenen faydalarını azami hale getirme amacındadırlar. Yani bütün yatırımcılar her yatırımı, elde tutma dönemi sonunda, en son içinde buldukları refah seviyesinin gelişmesine katkısı olacak, olasılık dağılımına sahip getirileri olarak algılamaktadırlar.

(iii) Geçmişteki getirilerin standart sapması, riskin tek göstergesi olarak kabul edildiğinden, yatırımcıların risk tahminleri, beklenen getirilerdeki değişmelerle orantılıdır.

(iv) Tasarruf sahipleri yatırım kararı verirken, sadece beklenen getiri ve risk faktörlerini dikkate alırlar. Buna göre fayda, beklenen getirinin ve getirideki değişimin bir fonksiyonudur.

(v) Tüm yatırımcılar, her risk düzeyinde yüksek getiriyi düşük getiriye ve her getiri düzeyinde, düşük riski yüksek riske tercih ederler.

2. Markowitz Modeli

Yukarıda da belirtildiği gibi Markowitz, menkul kıymetler arasındaki ilişkileri araştırarak, uygun bir çeşitlendirme ile riskin azaltılmasını ve bu arada getirinin de mümkün olduğunca artırılmasını sağlamaya çalıştı.

Markowitz'in çalışmalarının, geleneksel portföy yönetimine üç noktada önemli katkıları olmuştur. Bu katılardan ilki ve en önemlisi, portföy yönetiminde, parçaların toplamının bütüne eşit olmadığıının ispatlanmasıdır. Markowitz, bir portföyün riskinin,

portföyü oluşturan menkul kıymetlerin riskinden daha az olabileceğini ve belirli koşullar altında portföy riskinin sıfıra indirgenebileceğini göstermiştir. İkinci olarak, menkul varlıklara yatırım yapanların, bazı portföyleri aynı getiri düzeyinde olmalarına rağmen, daha riskli oldukları için bazı portföyleri ise, aynı risk düzeyinde olmalarına rağmen daha az getirili oldukları için seçmeyeceklerini, yani bir etkin sınır bulunduğu görüşünü ortaya atmıştır. Üçüncü önemli katkısı ise, etkin sınırın kuadratik programlama yolu ile elde edilebileceğini göstermesidir⁽²⁹⁾.

Markowitz modelini açıklamakta kullanılan bazı temel kavramlar vardır. Bu kavramları kısaca belirtelim.

(i) Portföyün beklenen getirisi.

Portföyün beklenen getirisi, portföyü oluşturan menkul varlıkların beklenen getirisi ile portföy içindeki paylarının çarpımıdır.

$$ER_p = \sum_{i=1}^N X_i \cdot ER_i$$

N : Menkul kıymet sayısı

ER_p : Portföyün beklenen getirisi

X_i : i menkul varlığının portföy içindeki payı

ER_i : i'inci menkul varlığın beklenen getirisi

(ii) Kovaryans.

Markowitz modelinde tek tek menkul kıymetlerin riskleri yerine, menkul kıymetlerin birlikte içerdikleri risk dikkate alındığından, bu ölçüm için standart sapma veya varyans değil, kovaryans hesaplanması gereklidir.

$$Cov_{a,b} = \frac{\sum_{t=1}^N (ER_{at} - ER_a) (ER_{bt} - ER_b)}{N-1}$$

Kovaryansın pozitif bir değer olması, iki menkul kıymetin de aynı yönde hareket ettiğini, negatif kovaryans ise zıt yönde hareket ettiklerini göstermektedir.

(29) age, s.6.

(iii) Korelasyon.

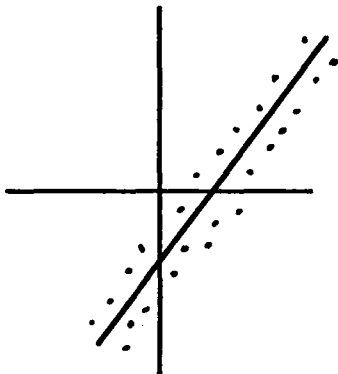
İki menkul varlık getirileri arasındaki korelasyon katsayısı, kovaryans değerinin, iki varlığın getirilerinin standart sapmalarının çarpımına bölünmesi ile belirlenir. Korelasyon katsayısı, iki değişken arasındaki yani iki menkul kıymetin getirileri arasındaki istatistikî ilişkiyi gösterir.

$$R_{a,b} = \frac{\text{Cov}_{a,b}}{\sigma_a \sigma_b}$$

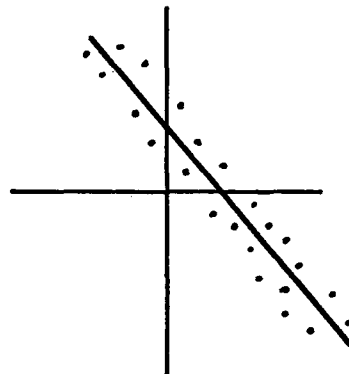
$R_{a,b}$: a ve b menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki korelasyon

σ_a, σ_b : Menkul kıymetlerin getirilerindeki sapmalar

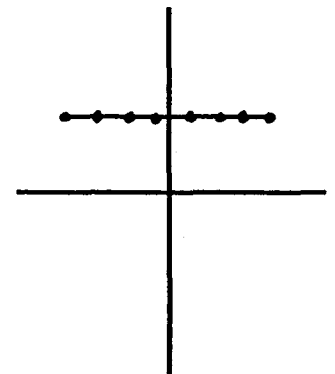
Korelasyon katsayısı (+1) ile (-1) arasında bir değerdir. Eğer getiriler arasında pozitif ve tam bir korelasyon varsa, bu durumda korelasyon katsayısı (+1) olur. Böylece, bir menkul kıymetin getirisi, bir başka kıymetin getirisi ile aynı yönde hareket ediyor demektir. Tam pozitif korelasyon halinde, portföyde çeşitlendirme yolu ile riskin azaltılması mümkün değildir. Korelasyon katsayısı (-1) ise, menkul kıymetlerin getirileri arasında ters yönlü bir hareket söz konusudur. Böyle bir durumda riskin azaltılması mümkündür. Menkul kıymetlerin getirileri arasında herhangi bir ilişki yoksa getiriler birbirinden bağımsız ve korelasyon sıfır demektir. Bu ilişkileri şekil üzerinde göstermek mümkündür.



Pozitif
Korelasyon



Negatif
Korelasyon



Sıfır
Korelasyon

(iv) Varyans.

Portföy riskinin belirlenmesinde kullanılan varyans ve onun karekökü olan standart sapma, menkul kıymetlerin getirileri arasındaki kovaryans dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Örneğin iki menkul varlıktan oluşan bir portföyün varyansı;

$$\sigma_p^2 = X_a^2 \sigma_a^2 + X_b^2 \sigma_b^2 + 2 \cdot X_a X_b \cdot \text{Cov}_{a,b}$$

şeklinde bulunmaktadır.

Portföyde yer alan varlıkların getirileri arasındaki korelasyon, portföy varyans ve standart sapmasını doğrudan etkilediği için, korelasyon katsayısının (+1), (-1) ve (0) olması durumunda, denklemler de buna uygun olarak yeniden düzenlenebilir.

Getiriler arasında tam pozitif korelasyon mevcutsa varyans;

$$\sigma_p^2 = X_a^2 \sigma_a^2 + X_b^2 \sigma_b^2 + 2 \cdot X_a \cdot X_b \cdot \sigma_a \cdot \sigma_b$$

standart sapma;

$$\sigma_p = X_a \cdot \sigma_a + X_b \cdot \sigma_b \quad \text{olacaktır.}$$

Getiriler arasında hiç bir ilişki yoksa, yani korelasyon katsayısı sıfır ise, bu durumda varyans;

$$\sigma_p^2 = X_a^2 \cdot \sigma_a^2 + X_b^2 \cdot \sigma_b^2$$

standart sapma;

$$\sigma_p = \sqrt{X_a^2 \cdot \sigma_a^2 + X_b^2 \cdot \sigma_b^2} \quad \text{olur.}$$

Menkul varlıkların getirileri arasında zıt yönlü bir hareket söz konusu ise, diğer bir ifadeyle korelasyon (-1) ise, bu durumda varyans;

$$\sigma_p^2 = (X_a \cdot \sigma_a - X_b \cdot \sigma_b)^2$$

Standart sapma ise;

$$\sigma_p = (X_a \cdot \sigma_a - X_b \cdot \sigma_b)$$

şeklinde belirlenebilir.

3. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)

Daha önce de sözünü ettiğimiz gibi, modern portföy teorisinde, Markowitz'den sonra araştırmacılar bu modeli, günümüzde de kullanılan şekliyle geliştirmişler ve finansal varlıkları fiyatlama modeli adıyla portföy yönetiminde kullanmaya başlamışlardır.

Finansal varlıkları fiyatlama modeli, menkul varlıkların ve özellikle hisse senetlerinin, risk durumlarına göre, fiyatlarının ne olacağını belirleyen faktörleri inceler. Modern portföy teorisinde olduğu gibi, bu modelde de bir takım varsayımlara dayanılmaktadır. Bu varsayımları kısa başlıklar halinde belirtmek mümkündür⁽³⁰⁾.

(i) Tüm yatırımcılar, alternatif portföyler içinde, beklenen getiri ve standart sapmaları esas alarak, servetlerini maksimum yapacak portföyleri seçerler.

(ii) Bütün yatırımcıların menkul kıymetlerin verimlerine ilişkin veriler hakkındaki tahminleri aynıdır.

(iii) Bütün yatırımcılar, risksiz faiz oranı üzerinden diledikleri kadar borçlanırlar ve borç verebilirler.

(iv) Yatırımcıların tümü riske ve menkul kıymet fiyatlarına karşı duyarlıdır.

(v) Menkul varlık alım satımında hiç bir kısıtlama ve maliyet söz konusu değildir. Vergi yoktur.

(vi) Bireysel olarak hiç bir yatırımcı, menkul kıymet almak ya da satmak suretiyle o menkul kıymetin fiyatını etkilememektedir.

(vii) Her yatırımcı, istediği menkul kıymete istediği kadar küçük miktarda yatırım yapabilmektedir.

Model, bu varsayımlara dayanarak, Markowitz modeli temelinde, ancak ondan daha basit şekilde, risk ve getiri arasındaki ilişkileri açıklamaya çalışır. Finansal varlıkları fiyatlama modeli, menkul kıymetlerin riskini direkt olarak ele aldığından, sağlam bir

(30) R.Metin Türko. Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası. Ata. Üni. Yayını No: 630, İİBF.

Yayını No: 82, Ata. Üni. Basımevi, Erzurum 1985, ss. 50-51.

Özdemir Akmut. age, ss. 146-154.

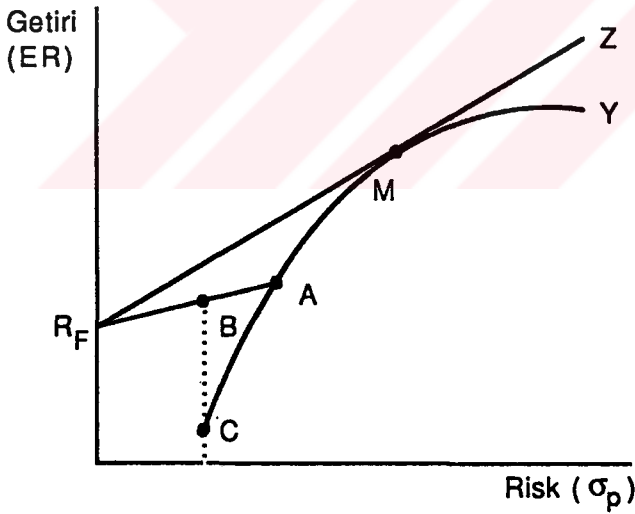
Ayrıntılı bilgi için bkz: William F. Sharpe. Portfolio Theory and Capital Markets. Mc Grow Hill Inc. New York 1970.

teorik temeli olduğu da söylenebilir. Model, menkul kıymet veya portföy değerinin hesaplanmasında bazı ilkeler saptamıştır. Bu ilke ve kavramlar üzerinde kısaca durmayı yararlı görüyoruz.

a. Risksiz Finansal Varlık

Risksiz menkul varlık, yatırımcı açısından, hiç bir risk doğurma olasılığı bulunmayan finansal varlıktır. Devlet tahvili, hazine bonusu gibi kıymetler, iflas etme, faiz ve anaparanın ödenememesi gibi riskler taşımadıklarından, risksiz menkul varlık olarak kabul edilmektedirler. Bu varlıkların verim oranına da, risksiz faiz oranı (R_F) denilmektedir.

Risksiz menkul varlık, riskli bir varlık veya portföy ile birleştirildiğinde risk ve kârlılık arasında doğrusal bir ilişki ortaya çıkacaktır. Bu ilişkiyi ve etkinlik sınırını şekil üzerinde göstermek mümkündür.



Şekil IV. 4. Risksiz faiz oranı ve etkinlik sınırı

Şekilde risksiz finansal varlık (R_F) ile etkinlik sınırı üzerinde bulunan A portföyü arasındaki kombinasyonlar, (R_F, A) doğrusu ile gösterilmiştir. Şayet yatırımcı fonlarının tamamını risksiz menkul varlığa yatırırorsa, risk sıfır ve getiri R_F kadar olacaktır. Fonların tamamı etkinlik sınırı üzerindeki A'ya yatırılırsa, bu durumda risk

yanında getiri de artacaktır. Tasarruf sahibi için bir başka seçenek, fonlarını risksiz menkul varlık ile riskli portföy A arasında bölüştürmektir. Şekildeki B noktası böyle bir kombinasyonu ifade etmektedir. Bu noktada B ve C portföyleri arasında bir tercih yapılırsa, etkinlik kriterine göre, aynı risk düzeyindeki iki portföyden, getirisi yüksek olduğu için B portföyü seçilecek ve C portföyü elimine edilecektir. Portföye risksiz menkul kıymetlerin katılmasıyla, etkinlik sınırı bir miktar daraltılmış olmaktadır.

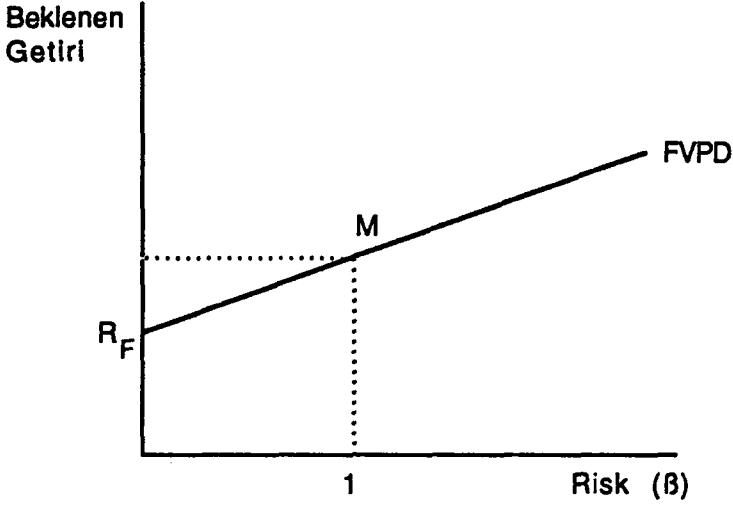
Etkinlik sınırı üzerindeki bir başka portföy olan M portföyü dikkate alınacak olursa, bu durumda etkinlik sınırının büyük bir kısmı daha elimine edilebilir. Bundan sonraki yeni etkinlik sınırı, bir doğru şeklinde oluşur (R_F, Z doğrusu). Yatırımcılar, risk ve getiri konusundaki kişisel tercihlerine bağlı olarak, bu doğru üzerinde yer alan kombinasyonu seçebilirler⁽³¹⁾.

b. Finansal Varlık Pazar Doğrusu (FVPD)

Önceki kısımda, etkin portföylerin getirileri ile riskleri (standart sapmaları) arasında doğrusal bir ilişki olduğunu görmüştük. Ancak bu doğrusal ilişki, etkin olmayan portföyler veya tek tek menkul varlıklar için geçerli değildir. Bu nedenle standart sapma yerine başka bir risk ölçüsünü dikkate almak gerekecektir.

Finansal piyasalarda finansal varlık fiyatlarının dengede olduğu varsayımına göre, tüm finansal varlık ve portföy getirileri bir doğru üzerinde bulunur. Finansal varlık pazar doğrusu (Security Market Line) denen bu doğru, risksiz faiz oranından (R_F) başlar ve menkul kıymetlerin beklenen getirileri ile riskleri (betaları) arasındaki ilişkiyi gösterir.

(31) Ünal Bozkurt. age, ss. 298-299.



Şekil IV. 5. Finansal Varlık Pazar Doğrusu

Risk ölçüsü olarak standart sapma yerine beta katsayısının dikkate alınmasının nedeni, çeşitlendirme ile riskin bir bölümünün yani sistematik olmayan riskin yok edilebilmesidir. Finansal varlıkları fiyatlama modelinde, sistematik olmayan riskin, menkul kıymetlerin fiyatları ve getirileri üzerinde bir etkisi olmayacağı varsayılmıştır. Bu durumda yatırımcıyı sistematik riskin ne olduğu ilgilendirmektedir. Standart sapma, toplam riski ifade ettiği ve yatırımcı riskin elimine edilebilen kısmı ile ilgilenmediğinden, risk ölçüsü olarak, sistematik riski ifade eden beta katsayısı (β) dikkate alınmaktadır.

Beta katsayısı finansal varlıkların getirilerinin, pazar portföyünün getirisindeki değişmelerden ne ölçüde etkilendiğini göstermektedir. Beta, herhangi bir değer olabilir. Bir menkul kıymetin yüksek beta değerine sahip olması, bu varlığın piyasadaki oynak olduğunu ve sistematik riskin yüksekliğini ifade eder. Küçük beta değeri ise, düşük sistematik riski ve menkul kıymetin getirisinin pazardaki değişmelerden daha az etkilendiğini gösterir. Beta katsayısı 1'den büyük olan varlıklar atak (agresive) varlıklar olarak tanımlanırlar. Pazar portföyü getirisindeki 1 birimlik artış (veya azalış) atak varlıkların getirisinde 1 birimden fazla artışa (veya azalışa) sebep olur. Buna karşılık tutucu (defensive) olarak adlandırılan, betası 1'den küçük olan varlıkların beklenen getirilerindeki artış veya azalışlar, pazar portföyünün beklenen getirisindeki

artış veya azalışlara göre daha düşük oranda gerçekleşir⁽³²⁾.

Hisse senedinin betası sıfır olduğunda, yani hiç risk üstlenilmediği durumda bile bir getiri söz konusudur. Bunun nedeni şekilde de görüldüğü gibi, FVPD orijinden değil risksiz faiz oranından başlamaktadır ve sıfır beta değerine sahip bir hisse senedi bile risksiz faiz oranı (R_F) kadar bir getiri sağlamaktadır.

Bu aşamada bir menkul kıymetin (i gibi) FVPD'nu veren denklem şu şekilde yazılabilir⁽³³⁾.

$$E(R_i) = R_F + [E(R_m) - R_F] \frac{\text{Cov}_{im}}{\sigma_m^2}$$

Burada $\text{Cov}_{im}/\sigma_m^2$ ifadesi beta katsayısını verdiği için, i menkul varlığının beklenen getiri oranını bulmak için denklem şu şekilde yeniden düzenlenebilir.

$$E(R_i) = R_F + [E(R_m) - R_F] \beta_i$$

c. Sermaye Pazarı Doğrusu (SPD)

Risksiz faiz oranı ile pazar portföyünün verim ve standart sapmasının belirlediği noktadan geçen doğru Sermaye Pazarı Doğrusu (Capital Market Line) olarak adlandırılır ve mükemmel şekilde çeşitlendirilmiş bir portföydeki risk ve kârlılık arasındaki ilişkileri gösterir⁽³⁴⁾.

Risksiz faiz oranı ve etkinlik sınırının gösterildiği şekilde (R_F, Z) doğrusu ile oluşturulan yeni etkinlik sınırı üzerinde bulunan herhangi bir portföyün getirisi şu formülle bulunabilir. Bu aynı zamanda, sermaye pazarı doğrusunun da formülüdür.

$$E(R_p) = \text{SPD} = R_F + \frac{E(R_m) - R_F}{\sigma_m} \sigma_p$$

(32) Mehmet Bolak. Sermaye Piyasası , .Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi. Beta Yayınları, İstanbul 1991, s.180.

(33) R. Metin Türko. Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası. s.58.

(34) age, s.55.

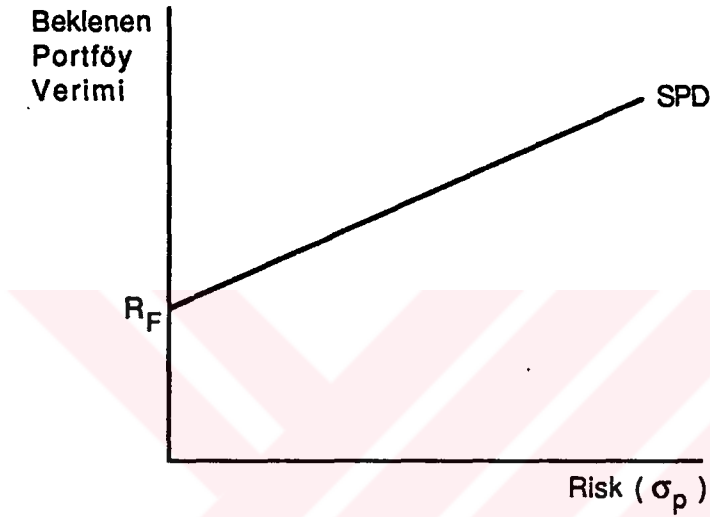
Ayrıntılı bilgi için bkz: William F. Sharpe. "Risk Aversion in the Stock Market: Some Empirical Evidence". Journal of Finance, September 1965, ss.416-422.

Burada;

$E(R_m)$ = Pazar portföyünün getirisi

σ_m = Pazar portföyü getirisinin standart sapması

σ_p = Portföy getirisinin standart sapmasıdır.



Şekil IV.6. Sermaye Pazarı Doğrusu

Görüleceği gibi, FVPD ile SPD büyük benzerlik göstermektedir. Ayrıldıkları noktalardan biri, SPD'nda portföye ait risk portföy varyansı ile ölçülürken, FVPD'nda portföydeki bir menkul varlığın riskinin, beta katsayısı ile ölçülmesidir. Diğer bir fark ise, SPD üzerinde sadece tasarruf sahiplerince yatırım yapılabilecek portföyler yer alırken, FVPD üzerinde hem bu portföylerin, hem de tek tek menkul varlıkların yer almasıdır.

Finansal varlıkları fiyatlama modeli, riske katlanmak istemeyen yatırımcı ile, risk üstlenmek suretiyle sağlayacağı verimi artırmak arzusundaki yatırımcı arasında bir denge oluşturmaya çalışır. Bu da riske katlanmanın karşılığı olan risk primidir. Risksiz menkul kıymetleri tercih eden yatırımcının sağlayacağı verim, risksiz faiz oranı (R_F) kadar olacaktır. Riskli kıymetlere yatırım yapanlar ise, pazar portföyünü oluşturacaklar ve bunun karşılığında da, pazar portföyü getirisi kadar (R_m) getiri elde edeceklerdir.

Pazar portföyü getirisi ile, risksiz finansal varlıkların getirisi arasındaki fark da ($R_m - R_F$), katlanılan riskin bedeli olan risk primidir. Bu model, riskin fiyatının belirlenmesini sağlayarak, yatırımcıların katlanacakları riske karşı isteyecekleri verimi tespit etmelerine ve dolayısıyla da menkul kıymetlerin gerçek değerinin saptanmasına yardımcı olmaktadır.

E. Portföy Yönetim Stratejileri

Menkul kıymetlerin fiyatlarının dalgalanmaları sırasında yatırımcılar, hatalı alım satım kararları alabilirler. Fiyatların yükseldiği dönemde, daha da yükseleceğini bekleyerek elde tutmak veya düştüğü dönemlerde paniğe kapılıp hemen elden çıkarmak suretiyle, yatırımcılar hatalı tercihler yapabilirler. Bu bakımdan, yatırımcıları hissi olarak aldıkları alım-satım kararlarından kurtarmak için, bir takım mekanik karar alma kurallarına ihtiyaç vardır. Portföy yönetimini mekanik hale getiren bu tekniklere "Formül Planları" adı verilmektedir⁽³⁵⁾.

Formül planları, hisse senedi fiyatlarının devresel olarak dalgalandığını ve yatırımcıların, dalgalanmanın yönünü önceden tahmin edemeyeceğini varsayarlar ve yatırımcıların, bu devresel dalgalanmalardan kazanç sağlamalarını amaçlarlar. Formül planları içinde en yaygın olarak kullanılanları, (i) maliyeti ortalama (cost averaging), (ii) sabit değer planı (constant value plan), (iii) sabit oran planı (constant ratio plan) ve (iv) değişken oran planı (variable ratio plan) dır⁽³⁶⁾.

I. Maliyeti Ortalama

Bu plan, portföy oluştururken, menkul kıymetlerin satın alınması aşamasındaki zamanlama sorununu, seçilen kıymeti bir defada almak yerine bir kaç defada eşit tutarlarda almak suretiyle çözmeyi amaçlamaktadır. Bilhassa her dönemde yatırım yapabilecek tasarrufa sahip yatırımcılara önerilen maliyeti ortalama planı, seçilen

(35) Gültekin Karaşın. Sermaye Piyasası Analizleri. s.130.

(36) Frederick Ambling. Investments. Prentice-Hall Inc. 5. Edition, New Jersey 1984, ss. 653-660.

menkul kıymetlerin fiyatını dikkate almaksızın, belli tarihlerde o menkul kıymetten eşit tutarlarda satın alınması esasına dayanır. Buna göre yatırımcılar, fiyatlar düştüğünde daha çok sayıda, yükseldiğinde ise daha az sayıda menkul kıymet almakta ve bunun sonucu olarak, ortalama alış fiyatı daima ortalama piyasa fiyatından daha düşük olmaktadır.

Bu durumu bir örnek ile gösterebiliriz. Fiyatların dalgalandığı 4 dönemde de 1.000.000 TL. tutarında ABC hisse senedi alan bir yatırımcının 4. dönem sonunda, portföyünün piyasa değeri ve hisselerin kendisine maliyeti şöyle olacaktır.

S	ABC Hisse Sen. Piyasa Fiyatı	Alınan Hisse Sayısı	Yatırım Tutarı (TL)
1	2.500	400	1.000.000
2	1.250	800	1.000.000
3	4.000	250	1.000.000
4	2.500	400	1.000.000
		1.850	4.000.000

Dönem sonu portföy değeri : $1.850 \times 2.500 = 4.625.000$ TL.

Ortalama piyasa fiyatı : $(2.500 + 1.250 + 4.000 + 2.500) / 4 = 2.562,50$ TL

Hisse senedinin ortalama maliyeti : $4.000.000 / 1.850 = 2.162$ TL

Maliyeti ortalamanın bu avantajının yanında, satın alma maliyetlerini yükseltmesi ve satın alınan kıymetlerin ne zaman elden çıkarılacağını belirtmemesi gibi yetersizlikleri de vardır.

2. Sabit Değer Planı

Sabit değer planı, portföyün belli bir bölümünün sabit getirili kıymetlere yatırılmasını ya da nakit olarak tutulmasını öngörmektedir. Portföyün hisse senetlerine ayrılan ve piyasadaki fiyat hareketlerinden daha fazla etkilenen bölümünün değeri ise sabit tutulur. Hisse senedi fiyatlarındaki değişimlere göre, portföyün sabit getirili menkul kıymetlere yatırılan kısmı da değişecektir. Yatırımcı bundan sonra hareket noktalarını tespit eder. Hareket noktası örneğin, portföyün hisse senetlerinden oluşan kısmının değeri % 20 değiştiği zaman, olarak belirlenmişse, sabit değer planını uygulayan bir yatırımcı,

yalnızca hisse senedi fiyatlarında % 20'lik bir değişme olduğunda yeniden değerlendirme yapacak demektir. Bu planın bir başka özelliği de, hisse senedi piyasası ile aynı yönde hareket eden hisse senetlerinin (betası 1'e yakın) portföye alınmasıdır.

Sabit değer planının uygulanışını da bir örnek yardımı ile gösterebiliriz.

2.000.000 TL'lik tasarrufunun yarısını sabit getirili menkul kıymetlere, yarısını da hisse senetlerine yatırmak isteyen bir yatırımcı, 2.000 TL'dan 500 adet hisse senedi almış ve hareket noktasını, "hisse senedi değeri % 20 değiştiği zaman" olarak belirlemiştir. Dönem başı ve dönem sonu fiyatlarının eşit olduğu bir durumda, sabit değer planı ile, hiç bir dönem içi değerlemenin yapılmadığı satın al ve elde tut yatırım politikasının sonuçları şöyle olacaktır

SABİT DEĞER PLANI

İndeks Değeri	Satın Al ve Elde Tut	Sabit Getirili Kıymet Değeri (1)	Hisse Senedi Değeri (2)	Portföyün Topl. Değ. (1)+(2)	Portföydeki Hisse Sayısı
20.0	2.000.000	1.000.000	1.000.000	2.000.000	500
18.0	1.800.000	1.000.000	900.000	1.900.000	500
16.0	1.600.000	1.000.000	800.000	1.800.000	500
16.0	1.600.000	800.000	1.000.000	1.800.000	625 (a)
18.0	1.800.000	800.000	1.125.000	1.925.000	625
21.0	2.100.000	800.000	1.312.500	2.112.500	625
21.0	2.100.000	1.001.600	1.110.900	2.112.500	529 (b)
23.0	2.300.000	1.001.600	1.216.700	2.218.300	529
23.0	2.300.000	1.217.800	1.000.500	2.218.300	435 (c)
20.0	2.000.000	1.217.800	870.000	2.087.800	435

(a) 1.600 TL'den 125 adet hisse alındı.

(b) 2.100 TL'den 96 adet hisse satıldı

(c) 2.300 TL'den 94 adet hisse satıldı.

3. Sabit Oran Planı

Sabit oran planında da, sabit değer planında olduğu gibi, portföyün bir kısmı, sabit getirili kıymetlere, bir kısmı da hisse senetlerine ayrılmıştır. Buradaki fark, iki ayrı bölüm arasındaki oranın sabit tutulmasıdır. Böylece, hisse senedi fiyatları

yükseldiğinde satmak, hisse senedi fiyatları düştüğünde satın almak gerekli olmaktadır.

Sabit oran planında da bir hareket noktası belirlenmekte ve hisse senetlerinin dalgalanabileceği azami yüzde tespit edilerek, bu sınırdan sonra yeniden değerlemeye gidilmektedir. Örneğin, portföyünde tahvillere ve hisse senetlerine yarı yarıya yer veren bir yatırımcı, fiyat dalgalanmaları sonucu, bu oranın % 20 (artı veya eksi) değişmesiyle birlikte, harekete geçecek ve hisse senedi alacak veya satacaktır.

SABİT ORAN PLANI

İndeks Değeri	Satın Al ve Elde Tut	Sabit Getirili Kıymet Değeri (1)	Hisse Senedi Değeri (2)	Portföyün Topl. Değ. (1)+(2)	Oran (2/1)	Portföydeki Hisse Sayısı
20.0	2.000.000	1.000.000	1.000.000	2.000.000	1.00	500
18.0	1.800.000	1.000.000	900.000	1.900.000	0.90	500
16.0	1.600.000	1.000.000	800.000	1.800.000	0.80	500
16.0	1.600.000	900.000	900.000	1.800.000	1.00	563 (a)
18.0	1.800.000	900.000	1.013.000	1.913.000	1.12	563
21.0	2.100.000	900.000	1.182.500	2.082.500	1.31	563
21.0	2.100.000	1.041.000	1.041.500	2.082.500	1.00	496 (b)
23.0	2.300.000	1.041.000	1.140.800	2.181.800	1.10	496
24.0	2.400.000	1.041.000	1.190.400	2.231.400	1.14	496
20.0	2.000.000	1.041.000	992.000	2.033.000	0.95	496

(a) 1.600 TL.den 63 adet hisse alındı.

(b) 2.100 TL.den 67 adet hisse satıldı.

Sabit oran planı, piyasanın düştüğü veya yükseldiği zamanlarda diğer planlara göre, yatırımcıya daha fazla getiri sağlar. Bunun sebebi, piyasanın yükseldiği dönemlerde daha büyük, düştüğü dönemlerde ise, daha küçük bir yatırıma sahip olunmasıdır. Ancak, fiyatların aşağı ve yukarı tam bir dalgalanma gösterdiği durumlarda, sabit oran planının başarısı, diğerlerine göre düşmektedir.

4. Değişken Oran Planı

Değişken oran planı, son iki formülde olduğu gibi, portföyü iki bölüme ayırır ve hisse senetlerinin fiyatı yükseldikçe, hisse senetlerinin sabit getirili menkul kıymetlere

oranını düşürmek, hisse senedi fiyatları düştükçe bu oranı yükseltmek esasına dayanır. Anlaşılacağı gibi, iki ayrı kıymet arasındaki oranın sabit kalması şartı aranmamakta, bu oranın fiyatlardaki dalgalanmalara göre değiştirilmesi öngörülmektedir. Buna göre yatırımcı, hisse senedi fiyatları arttıkça, tahvil ve benzeri kıymetler, hisse senedi fiyatları düştükçe, hisse senedi satın almaktadır.

Bu formülde de bir hareket noktası tespit edilmekte, bu noktaya gelindiğinde yine önceden belirlenmiş olan oranlara göre, hisse senetleri ve tahviller arasındaki oran değiştirilmektedir. Örneğin, yarı yarıya oluşturulmuş bir portföyde, hisse senetlerinin değeri başlangıç değerine göre % 20 artarsa, toplam içindeki oranı % 30'a düşürülecek, % 20 azalırsa, bu oran % 70'e yükseltilecek gibi bir yeniden değerlendirme noktası belirlenebilir.

DEĞİŞKEN ORAN PLANI

İndeks Değeri	Satın Al ve Elde Tut	Sabit Getirili Kıymet Değeri (1)	Hisse Senedi Değeri (2)	Portföyün Topl. Değ. (1)+(2)	Oran (2/3)	Portföydeki Hisse Sayısı
25.0	2.000.000	1.000.000	1.000.000	2.000.000	0.50	500
22.0	1.760.000	1.000.000	880.000	1.880.000	0.47	500
20.0	1.600.000	1.000.000	800.000	1.800.000	0.44	500
20.0	1.600.000	540.000	1.260.000	1.800.000	0.70	730 (a)
22.0	1.760.000	540.000	1.380.000	1.920.000	0.72	730
25.0	2.000.000	540.000	1.576.000	2.116.000	0.74	730
25.0	2.000.000	1.050.800	1.050.800	2.101.600	0.50	523 (b)
29.0	2.320.000	1.050.800	1.218.800	2.269.600	0.54	523
25.0	2.000.000	1.050.800	1.050.800	2.101.600	0.50	523

(a) 2.000 TL.den 230 hisse alınmıştır.

(b) 2.500 TL.den 207 hisse satılmıştır.

Değişken oran planı, hisse senedi piyasasında fiyatların istikrarlı olduğu, dalgalanmaların ortalama civarında iniş çıkışlar gösterdiği devrelerde, diğer planlara göre daha iyi sonuçlar vermektedir.

IV. Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Performansı

Türkiye'de 1986 yılından itibaren kurulmaya başlayan ve 1987'den sonra da sayıları hızla artan yatırım fonlarına ilişkin bazı konulara önceki bölümde kısaca değinmiştik. Mevcut yatırım fonlarının portföy yapıları ve katılma belgesi sahibi yatırımcılara sağladığı verime ise bu kısımda değinmek istiyoruz.

A. Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı

Türkiye'deki yatırım fonlarının genel olarak, yıllar itibariyle, ortalama portföy yapılarını III. Bölümde göstermiştik. Bu kısımda da, mevcut 73 yatırım fonunun portföy dağılımının son durumunu Tablo IV.1'de göstermek istiyoruz.

Aşağıdaki tablo IV.1 de görüleceği gibi, yatırım fonlarının çok büyük bir bölümü, portföylerini devlet tahvili ve hazine bonusu ağırlıklı olarak oluşturmuşlardır. Bu duruma istisna olarak, Garantifon 5, Vakıffon 4, Yapı Kredi 3 ve 9, İktisatfon 5, Interfon 5 ve İşfon 2, portföylerinde ağırlıklı olarak hisse senetlerine yer vermişlerdir. Ayrıca, Dışbank1, Egebankfon 1, Esbank 1, Garantifon 1 ve 4, Vakıffon 2, 5 ve 6, İktisatfon 1,2,3 ve 4, Interfon 1,2,3 ve 4 özel sektör tahvillerinin ağırlıkta olduğu portföyler oluşturmuşlardır. Yatırım fonları, portföylerinde finansman bonolarına ya hiç yer vermemişler, ya da çok küçük bir pay ayırmışlardır. Dövizle endeksli senetlerde de, görüntü aynı olmakla birlikte bir tek Yapı Kredi 7 bu tür kıymetlere, portföyünde büyük ölçüde yer vermiştir.

Bu görüntüleriyle Türkiye'deki yatırım fonlarının, yüksek likitideye sahip, risksiz ve vadesiz mevduat ile karşılaştırıldığında yüksek getirili bir yatırım alternatifi olduğu söylenebilir. Fonların portföy yapılarındaki benzerlik, yatırımcıya sağladıkları verimin de birbirine yakın olması sonucunu doğurmaktadır.

Table IV. 1. Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımı. 27.8.1991 (%)

Yatırım Fonu	Hisse Senedi	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Özel Sektör Tahvili	Finansman Bonosu	Döviz End. Senetler	Diğer
1. Demirbankden 1	0.00	0.00	63.08	36.92	0.00	0.00	0.00
2. Denizfon	0.00	4.38	36.88	13.38	25.30	14.48	5.57
3. Dıgbank 1	0.00	33.89	8.23	55.12	1.75	0.00	0.00
4. Dıgbank 2	0.00	77.99	0.00	0.00	9.49	12.52	0.00
5. Dıgbank 3	0.00	11.41	60.61	19.88	8.10	0.00	0.00
6. Egebankden 1	0.00	30.36	13.48	54.04	2.12	0.00	0.00
7. Emiağden 1	0.00	88.45	0.00	11.55	0.00	0.00	0.00
8. Emiağden 2	5.87	73.43	0.00	20.90	0.00	0.00	0.00
9. Esbank 1	0.00	2.21	44.02	53.78	0.00	0.00	0.00
10. Esbank 2	0.00	20.89	39.43	38.68	0.00	0.00	0.00
11. Esbank 3	0.00	40.21	18.92	40.88	0.00	0.00	0.00
12. Etifon 1	1.29	0.00	81.79	16.93	0.00	0.00	0.00
13. Finansfon 1	-	-	-	-	-	-	-
14. Finansfon 2	0.00	13.45	62.79	33.50	0.27	0.00	0.00
15. Finansfon 3	0.00	13.82	79.94	6.89	0.34	0.00	0.00
16. Finansfon 4	6.11	10.36	68.96	14.58	0.00	0.00	0.00
17. Finansfon 5	0.00	22.37	65.60	11.99	0.03	0.00	0.00
18. Garantifon 1	0.00	21.71	6.73	71.56	0.00	0.00	0.00
19. Garantifon 2	8.76	37.63	53.61	0.00	0.00	0.00	0.00
20. Garantifon 3	1.19	72.01	0.00	26.80	0.00	0.00	0.00
21. Garantifon 4	13.74	22.57	0.00	63.69	0.00	0.00	0.00
22. Garantifon 5	78.89	0.00	0.00	23.11	0.00	0.00	0.00
23. Halkden 1	6.27	18.39	61.12	14.22	0.00	0.00	0.00
24. Halkden 2	6.50	0.00	67.53	25.97	0.00	0.00	0.00
25. Kalkınmafon 1	0.09	32.66	3.18	38.07	11.88	0.00	14.31
26. Mitsuifon 1	0.00	0.00	49.88	39.38	10.74	0.00	0.00
27. Mitsuifon 2	0.00	0.00	62.94	32.64	4.42	0.00	0.00
28. Netbank 1	0.00	0.00	83.57	16.43	0.00	0.00	0.00
29. Ortakfon	0.00	92.98	7.02	0.00	0.00	0.00	0.00
30. Pamukden 1	7.87	0.00	57.65	27.66	6.82	0.00	0.00
31. Pamukden 2	13.08	0.00	39.32	36.39	9.20	0.00	0.00
32. Sümerbankden 1	2.70	47.46	0.00	38.84	2.80	0.00	8.40
33. Tarıfion	1.16	30.81	63.10	4.93	0.00	0.00	0.00
34. Töbankden 1	0.00	74.80	0.00	25.20	0.00	0.00	0.00
35. Türkbankden 1	2.73	55.82	41.44	0.00	0.00	0.00	0.00
36. Tütünbank 1	0.00	60.12	2.51	37.25	0.00	0.12	0.00
37. Tütünbank 2	0.00	71.74	0.00	28.26	0.00	0.00	0.00
38. Vakıfion 1	0.00	41.10	37.57	21.33	0.00	0.00	0.00
39. Vakıfion 2	0.00	27.23	20.74	52.03	0.00	0.00	0.00
40. Vakıfion 3	0.00	60.89	0.00	34.07	0.00	5.05	0.00
41. Vakıfion 4 HİSSE	40.12	18.45	6.95	20.84	0.00	13.64	0.00
42. Vakıfion 5 DÜNYA	43.23	0.00	0.00	56.77	0.00	0.00	0.00
43. Vakıfion 6	0.00	57.91	0.00	42.09	0.00	0.00	0.00
44. Yapı Kredi 1	0.54	59.49	23.87	16.10	0.00	0.00	0.00
45. Yapı Kredi 2 SEKTÖR	0.00	46.21	27.22	26.57	0.00	0.00	0.00
46. Yapı Kredi 3 HİSSE	50.41	42.27	7.32	0.00	0.00	0.00	0.00
47. Yapı Kredi 4 KAMU	0.00	41.40	30.32	28.28	0.00	0.00	0.00
48. Yapı Kredi 5 LİKİT	0.00	12.49	56.21	31.29	0.00	0.00	0.00
49. Yapı Kredi 6 KARMA	5.21	47.27	20.81	26.71	0.00	0.00	0.00
50. Yapı Kredi 7 DÖVİZ	0.00	22.48	0.00	0.00	0.00	77.52	0.00
51. Yapı Kredi 8	1.87	43.64	31.00	23.49	0.00	0.00	0.00
52. Yapı Kredi 9	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
53. İktisatfon 1	0.00	0.00	12.73	81.12	6.15	0.00	0.00
54. İktisatfon 2	0.00	0.00	17.47	62.94	19.59	0.00	0.00
55. İktisatfon 3	0.00	0.00	15.94	62.62	21.46	0.00	0.00
56. İktisatfon 4	0.00	0.00	15.04	79.73	5.23	0.00	0.00
57. İktisatfon 5	61.45	0.00	21.39	17.16	0.00	0.00	0.00
58. İmpexfon 1	0.00	98.86	0.00	1.14	0.00	0.00	0.00
59. İmpexfon 2	13.30	86.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
60. İnterfon 1	0.00	31.55	0.00	68.46	0.00	0.00	0.00
61. İnterfon 2	0.00	5.33	0.00	94.67	0.00	0.00	0.00
62. İnterfon 3	0.00	7.95	0.00	87.80	4.25	0.00	0.00
63. İnterfon 4	0.00	16.75	0.00	83.25	0.00	0.00	0.00
64. İnterfon 5	91.48	8.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
65. İgfon 1	0.07	36.35	60.71	12.86	0.00	0.00	0.00
66. İgfon 2	50.60	33.59	15.82	0.00	0.00	0.00	0.00
67. İgfon 3	0.00	46.02	42.80	11.18	0.00	0.00	0.00
68. İgfon 4	0.06	72.58	27.37	0.00	0.00	0.00	0.00
69. İgfon 6	0.17	15.80	69.24	0.00	14.79	0.00	0.00
70. Ziraatfon 1	8.99	28.13	17.20	5.42	0.00	39.93	0.33
71. Ziraatfon 2	2.60	76.34	3.77	5.38	0.00	10.84	1.06
72. Ziraatfon 3	0.00	78.50	2.74	4.53	0.58	13.14	0.51
73. Ziraatfon 4	0.00	47.41	34.63	4.66	0.50	9.61	3.30
TOPLAM	3.14	46.13	24.22	19.83	1.31	4.45	0.93

B. Yatırım Fonlarının Getirileri

Yukarıda değindiğimiz gibi, birkaç fon dışında Türkiye'deki yatırım fonları, portföylerini devlet tahvili ve hazine bonusu gibi kamu kıymetlerinden oluşturmakta, sabit getirili ve belirli bir vadeye sahip bu kıymetler de, fon katılma belgeleri verimlerinin aşağı yukarı aynı düzeyde olmasını sağlamaktadırlar. Verimler arasındaki küçük farklar ise, portföy bileşimindeki küçük farklardan kaynaklanmaktadır. Bu durumu daha iyi izah edebilmek için, Türkiye'deki Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarına ait katılma belgelerinin çıkış tarihi ve çıkış değerleri ile, bugünkü değerlerini bir tablo ile gösterebiliriz (Tablo IV.2.).

Aşağıda tablo IV.2'de verilen, yatırım fonlarına ait katılma belgelerinin fiyatlarındaki aylık ve yıllık değişimlere bakıldığında, tüm değişimler ortalamasından genellikle çok küçük sapmalar gösterdikleri görülmektedir. İstisnai olarak, bir kaç fona ait katılma belgesi fiyatındaki değişimler, ortalamalardan büyük sapmalar göstermiştir.

Ortalamanın çok altında veya üzerinde getiri sağlayan, Garantifon 4 ve 5, Yapı Kredi 3, 7 ve 9, İktisatfon 5 ve İnterfon 5, diğer yatırım fonlarının portföyleri gibi portföylerini devlet tahvili ve hazine bonusu ağırlıklı olarak oluşturmamışlardır.

Garantifon 4 özel sektör tahvili, Garatifon 5 ise hisse senedi ağırlıklı portföylere sahiptirler ve negatif verim sağlamışlardır. Yapı Kredi 3 ve 9 hisse senedi, Yapı Kredi 7 dövizde endeksli senetlerin yoğun olduğu portföyler oluşturmuşlardır. Yapı Kredi 3 ve 7 yıllık ortalamanın çok altında (sırasıyla % 15.44 ve % 29.93) getiri sağlarken, portföyünün tamamı hisse senetlerinden oluşan Yapı Kredi 9, ortalamasını çok üzerinde (% 82.81) verim sağlamıştır. İnterfon 5 portföyü de hisse senedi ağırlıklıdır ve aylık olarak negatif, yıllık olarak da sifıra çok yakın (4.74) bir gelişme göstermiştir. İktisatfon 5'in çok büyük bir bölümü hisse senetlerinden oluşan portföyü de aylık ve yıllık ortalamalardan çok farklı olarak düşük bir verim sağlamıştır.

Türkiye'deki yatırım fonlarının yatırım politikaları hemen hemen birbirinin aynıdır. Bunu portföylerinin bileşiminden kolayca anlamak mümkündür. Portföyün neredeyse tamamını, devlet tahvili ve hazine bonusu gibi kamu kıymetlerine ayırmak, çeşitlendirme ve riskin dağıtılması gibi portföy işletmeciliğinin temel ilkelerine de uymamaktadır. Sayıları fazla olmamakla birlikte, politikalarını bu genel tavırdan farklı olarak belirleyen yatırım fonlarının da bir ikisi dışında, ortalamadan olumsuz yönde büyük sapmalar gösteren verimler sağladıkları görülmektedir.

Tablo IV. 2. Yatırım Fonlarına Ait Katılma Belgelerinin Çıkış Tarihleri ve Değerleri.

Yatırım Fonu	Çıkış Tarihi	Çıkış Değeri	Fiyat 27.08.1991	Fiyat 31.07.1991	Aylık Değişim (%)	Yıllık Değişim * (%) (30.08.90-27.08.91)
1. Demirbankfon 1	07.05.1990	10.006	17.200	16.574	3.78	52.98
2. Denizfon	16.04.1990	10.808	21.139	20.378	3.74	57.67
3. Dışbank 1	28.06.1988	10.057	42.894	41.288	3.89	46.40
4. Dışbank 2	10.04.1989	20.558	56.335	56.912	4.26	52.85
5. Dışbank 3	28.06.1990	10.011	16.863	16.112	4.66	56.57
6. Egebankfon 1	04.05.1990	10.000	17.305	16.797	3.02	50.89
7. Emlakfon 1	22.01.1990	10.000	21.897	21.061	3.97	61.39
8. Emlakfon 2	18.07.1990	10.000	17.070	16.390	4.15	61.07
9. Esbank 1	16.11.1987	10.319	69.787	67.363	3.57	57.95
10. Esbank 2	31.10.1989	10.000	23.284	22.466	3.64	58.46
11. Esbank 3	11.07.1990	10.000	16.070	15.492	3.73	52.97
12. Elifon 1	01.11.1990	10.000	14.187	13.629	4.09	53.26
13. Finansfon 1	20.03.1989	9.948	-	-	-	-
14. Finansfon 2	20.07.1989	9.958	26.553	25.550	3.93	59.07
15. Finansfon 3	18.12.1989	10.428	22.595	21.734	3.96	60.24
16. Finansfon 4	20.03.1990	9.958	14.438	13.632	5.91	25.56
17. Finansfon 5	05.11.1990	10.000	14.907	14.310	4.17	63.88
18. Garantifon 1	22.10.1987	9.976	69.183	66.680	3.75	59.00
19. Garantifon 2	10.03.1989	9.731	26.705	25.916	3.04	28.25
20. Garantifon 3	12.02.1990	10.437	16.676	16.013	4.14	22.41
21. Garantifon 4	30.05.1990	9.936	11.117	10.939	1.63	-4.55
22. Garantifon 5	29.03.1991	9.209	9.118	11.105	-17.89	-2.37
23. Halkfon 1	01.11.1989	11.397	25.103	24.101	4.16	51.87
24. Halkfon 2	08.01.1990	10.357	19.369	18.509	4.65	46.32
25. Kalkınmafon 1	08.06.1990	10.000	17.999	17.418	3.34	55.12
26. Mitsuifon 1	15.07.1988	40.000	177.983	171.431	3.82	52.28
27. Mitsuifon 2	20.10.1989	10.000	21.369	20.679	3.34	49.33
28. Netbank 1	05.11.1990	10.000	14.795	14.236	3.93	62.36
29. Ortakfon	27.08.1990	10.000	14.965	14.497	3.23	49.00
30. Pamukfon 1	02.01.1990	10.724	26.334	25.094	4.94	54.63
31. Pamukfon 2	28.06.1990	10.469	17.613	16.669	5.66	50.94
32. Sümerbankfon 1	12.02.1990	10.405	19.616	18.994	3.27	47.22
33. Tarıfon	11.06.1990	10.000	17.630	16.929	4.14	59.54
34. Töbankfon 1	28.03.1990	10.000	17.951	17.360	3.40	51.90
35. Türkbankfon 1	03.06.1990	10.000	14.812	14.194	4.35	44.55
36. Tütöbank 1	04.07.1988	11.021	48.619	47.054	3.33	54.19
37. Tütöbank 2	10.12.1990	10.000	13.631	13.191	3.34	54.47
38. Vakıfon 1	09.05.1988	10.000	49.088	47.583	3.16	50.66
39. Vakıfon 2	24.04.1989	48.279	125.409	121.525	3.20	49.07
40. Vakıfon 3	18.10.1989	10.444	22.360	22.184	3.00	48.63
41. Vakıfon 4 HİSSE	22.03.1990	9.994	14.692	14.263	3.01	34.37
42. Vakıfon 5 DÜNYA	26.03.1990	9.874	19.814	19.203	3.18	68.97
43. Vakıfon 6	14.06.1990	10.000	14.907	14.516	2.69	38.28
44. Yapı Kredi 1	02.11.1987	10.477	62.587	60.503	3.44	51.70
45. Yapı Kredi 2 SEKTÖR	07.03.1988	9.785	48.790	47.144	3.49	49.63
46. Yapı Kredi 3 HİSSE	07.03.1988	9.713	65.050	58.753	6.86	15.44
47. Yapı Kredi 4 KAMU	07.03.1988	9.795	48.492	46.804	3.61	52.21
48. Yapı Kredi 5 LİKİT	07.03.1988	9.893	42.228	40.625	3.94	50.84
49. Yapı Kredi 6 KARIMA	07.03.1988	9.828	47.686	46.148	3.34	47.78
50. Yapı Kredi 7 DÖVİZ	02.01.1989	9.294	19.959	19.718	1.22	29.93
51. Yapı Kredi 8	19.06.1990	10.000	15.754	15.139	4.06	46.66
52. Yapı Kredi 9	19.06.1990	9.542	15.518	14.934	3.91	62.81
53. İktisatfon 1	16.09.1987	9.764	56.604	54.324	4.01	57.35
54. İktisatfon 2	10.02.1989	9.308	46.109	44.436	3.76	55.16
55. İktisatfon 3	08.02.1989	9.596	21.955	21.157	3.77	56.08
56. İktisatfon 4	28.02.1989	9.890	22.179	21.374	3.77	57.61
57. İktisatfon 5	11.12.1989	10.000	13.302	12.649	-15.00	4.74
58. İmpexfon 1	02.02.1990	10.086	20.318	19.538	3.99	57.18
59. İmpexfon 2	04.05.1990	9.962	14.137	13.425	5.30	42.82
60. İnterfon 1	19.09.1987	10.661	66.216	64.156	3.21	52.26
61. İnterfon 2	14.12.1987	9.960	56.999	55.235	3.19	52.50
62. İnterfon 3	27.02.1989	9.959	29.504	28.578	3.24	50.75
63. İnterfon 4	07.08.1989	10.200	26.526	25.678	3.31	48.30
64. İnterfon 5	09.01.1991	10.000	11.019	10.926	0.85	16.66
65. İşfon 1	13.07.1987	10.800	87.955	84.955	3.63	56.28
66. İşfon 2	14.03.1989	20.000	49.231	46.803	5.19	30.39
67. İşfon 3	09.10.1989	10.000	23.180	22.421	3.39	54.49
68. İşfon 4	17.01.1990	10.000	19.406	18.814	3.15	50.17
69. İşfon 6	04.06.1990	10.000	16.559	15.964	3.73	49.35
70. Ziraatfon 1	09.10.1989	10.100	25.616	24.230	5.72	51.31
71. Ziraatfon 2	14.02.1990	10.000	19.239	18.482	4.10	53.56
72. Ziraatfon 3	14.02.1990	10.000	20.348	19.607	3.78	58.39
73. Ziraatfon 4	20.06.1990	10.000	18.637	18.010	3.48	65.61
					3.17	48.57

* 30.08.1990 tarihinden sonra çıkarılmış katılma belgelerindeki değişim 1 yıla göre düzeltilmiştir.

V. Portföy Performansının Ölçülmesi

Bir yatırımcı, seçtiği veya seçeceği, bir portföy yöneticisi ise yönettiği portföyün başarısını saptamak ister. Bunun için hem o portföyün performansını, hem de diğer portföylerle karşılaştırılmalı performansını bilmek ister.

Portföyün başarısını ölçmenin en basit yolu, portföy performansını herhangi bir portföyün, ama daha sağlıklı, piyasanın performansı ile karşılaştırmaktır.

$$DG_{pt} = \frac{PD_t}{PD_{t-1}} - 1$$

Burada;

DG_{pt} : Portföyün döneme ait getirisi

PD_t : Dönem sonu portföy değeri (Portföydeki menkul kıymetlerin piyasa değeri alınan kâr payı ve faizler ile nakit miktarı kapsamaktadır)

PD_{t-1} : Dönem başı portföy değeri

$$DG_m = \frac{I_t + T_t + F_t}{I_{t-1}} - 1$$

Burada;

DG_m : Piyasa portföyünün döneme ait getirisi

I_t : Dönem sonu piyasa indeksi değeri

I_{t-1} : Dönem başı piyasa indeksi değeri

T_t, F_t : Dönemdeki kâr payı ve faizlerin indeksi

Böyle bir karşılaştırma, dönemin kısa olduğu ve portföy değerinde büyük dalgalanmaların olmadığı durumlarda yararlı olabilir. Ancak portföylerin risk ve verimlerini bir arada dikkate alan bileşik ölçütler, yukarıdaki hesaplamalara göre daha büyük üstünlük taşımaktadırlar⁽³⁷⁾. Portföy performansının ölçülmesinde, risk ve getiri faktörlerini birlikte değerlendiren üç ayrı indeks geliştirilmiştir.

(37) Gültekin Karaşin. Sermaye Piyasası Analizleri. ss.126-127.

A. Jensen İndeksi

Jensen, portföy performansının ölçülmesinde sermaye pazarı doğrusunu kullanmıştır. Portföyün gerçek getirisi ile, aynı portföyün menkul kıymet pazar doğrusu üzerinde bulunması halinde sağlayacağı getiri arasındaki fark, Jensen indeksine göre performans ölçütü olmaktadır. İndeks, risksiz faiz oranı (R_F)'nin değerlendirme dönemi boyunca sabit olduğunu varsaymıştır⁽³⁸⁾. Buna göre indeks;

$$J_i = E_{(rk)} - [R_F + (E_{(rm)} - R_F)\beta K]$$

şeklinde ifade edilir. İndeks değeri ne kadar büyükse, portföy o kadar başarılı yönetiliyor demektir. Şayet bu değer negatif olursa, portföyün sermaye pazarı doğrusunun altında bulunduğu ve piyasada aynı risk düzeyinde daha fazla getiri sağlayan portföyler olduğuna ve dolayısı ile de portföyün kötü yönetildiğine kanaat getirilir⁽³⁹⁾. Ancak indeks, genişlik boyutu ile ilgilenmediğinden yönetimin başarısı konusunda çok sağlıklı bir fikir vermemektedir.

B. Treynor İndeksi

Treynor⁽⁴⁰⁾, portföy performansını ölçmede, sistematik risk ile getiriyi karşılaştıran bileşik bir indeks geliştirmiştir. Buna göre önce, N gözlem dönemi boyunca portföy getirileri (Y_t) ile, piyasanın ortalama getirisi (I_t) arasındaki regresyon eşitliğini hesaplamıştır.

$$Y_t = a + b \cdot I_t$$

(38) Michael C. Jensen. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964". Journal of Finance, May 1968, ss.389-410.

(39) Özdemir Akmut. age, s.245.

(40) Jack L. Treynor. "How to Rate Management of Investment Funds". Harvard Business Review, January-February 1965, ss.63-72.

Burada, varyansın açıklanan kısmı sistematik riski, açıklanmayan kısmı ise, sistematik olmayan riski ifade etmektedir.

Treynor indeksi de, Jensen indeksinde olduğu gibi, portföy performansının ölçülmesinde, genişlik boyutu ile değil, derinlik boyutu ile ilgilendir. Yani bu indeks de, riski ve çok sayıda firma hakkında bilgi sahibi olmayı dikkate almayıp, daha çok portföy getirilerindeki değişmelerle ilgilendir. Ancak Treynor indeksi, portföy yöneticilerinin bir birim riske karşılık, ne oranda getiri sağladıklarını araştırdığından, derinliğine duyarlılık konusunda, Jensen indeksine göre üstünlüğe sahiptir.

Treynor indeksinde de risk ölçütü olarak beta katsayısı kullanılmıştır. Buna göre indeks;

$$T_i = \frac{ER_p - R_F}{\beta_i} = \frac{\text{Risk primi}}{\text{Sistematik risk}}$$

şeklinde hesaplanır.

İndekste risk ölçütü olarak kullanılan beta katsayısı, portföyde yer alan menkul kıymetlerin basit ağırlıklı ortalamasıdır. Risksiz faiz oranı üzerinde bir getiri sağlayan bir portföydeki menkul varlık sayısı artırıldığında Treynor indeksinde daha fazla bir artış olması beklenmemelidir. Çünkü portföydeki hisse senedi sayısı arttıkça beta katsayısının daha küçük bir oranda artması gerekmez. Bu nedenle, bu indeksin de portföy yönetiminin başarısını değerlendirmede kesin bir ölçü olduğu söylenemez⁽⁴¹⁾.

C. Sharpe İndeksi

Sharpe⁽⁴²⁾, geliştirdiği indekste sermaye pazarı doğrusunu kullanır ve portföy performansını, portföyün risk primini, standart sapmaya bölmek suretiyle değerlendirir.

$$S_i = \frac{ER_p - R_F}{\sigma_{(rp)}} = \frac{\text{Risk primi}}{\text{Toplam risk}}$$

(41) Özdemir Akmut. age, s.246.

(42) William F. Sharpe. "Risk Aversion in the Stock Market: Some Empirical Evidence". ss.416-422.

Sharpe indeksi, getiri ve standart sapma ilişkilerini sermaye pazarı doğrusu ile belirlemektedir. Sermaye pazarı doğrusu üzerinde bulunan portföylerin Sharpe indeksi değerleri, pazar portföyünün indeksine eşittir. Ayrıca sermaye pazarı doğrusu üzerinde bulunan portföy sahiplerinin riske karşı kayıtsız oldukları, herkesin firmalar hakkında bilgi sahibi olabileceği ve bilgileri bir ücret ödmeden elde edebilecekleri kabul edilmiştir. Buna göre, diğer iki indeksten farklı olarak Sharpe indeksi, portföy performansını değerlemede hem derinlik, hem de genişlik boyutunu dikkate aldığından, daha sağlıklı bir ölçüt olarak kabul edilmektedir.

VI. Yatırım Fonları Performansının Sharpe İndeksi ile Ölçülmesi

Yukarıda portföy performansının ölçülmesinde, Sharpe'in geliştirdiği modelin, hem derinlik hem de genişlik boyutunu dikkate alması dolayısıyla, diğer modellerden üstün olduğunun kabul edildiğini belirtmiştik. Sharpe modelinde kullanılan portföy verimini (ER_p), 1 Ocak 1990 ile 31 Temmuz 1991 tarihleri arasında, yatırım fonlarının sağladığı aylık verimlerin ortalaması olarak aldık. Yine modelde kullanılan standart sapma ise, tüm yatırım fonlarının verim ortalamasından, ilgili fon portföyünün gösterdiği sapma değeri ile ifade edildi. Ocak 1990 ile Temmuz 1991 tarihleri arasındaki ihale yöntemi ile satılan hazine bonosu ve devlet tahvillerinin yıllık faiz oranları ortalamasının 1 aya isabet eden oranını ise risksiz faiz oranı (R_F) olarak aldık. Her hafta ihale edilen bu kamu kıymetlerine ait yıllık faiz oranları ile ihale tarihleri aşağıda Tablo IV.3'de gösterilmiştir.

Tablo IV. 3. 03.01.1990 - 31.07.1991 Tarihleri Arası İhale Yöntemi İle Satılan Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri Faiz Oranları

Tarih	Faiz Oranı	Tarih	Faiz Oranı	Tarih	Faiz Oranı
03.01.1990	48.01	01.08.1990	44.08	02.01.1991	59.24
10.01.1990	43.54	08.08.1990	50.47	09.01.1991	57.48
17.01.1990	40.04	15.08.1990	48.45	16.01.1991	54.36
24.01.1990	50.77	22.08.1990	47.94	23.01.1991	60.08
31.01.1990	47.49	29.08.1990	45.84	30.01.1991	63.64
07.02.1990	43.06	05.09.1990	50.64	06.02.1991	63.04
14.02.1990	40.72	12.09.1990	50.07	13.02.1991	59.60
21.02.1990	50.26	19.09.1990	50.18	20.02.1991	65.44
28.02.1990	47.39	26.09.1990	47.20	27.02.1991	67.93
07.03.1990	44.36	03.10.1990	51.66	06.03.1991	67.86
14.03.1990	40.56	10.10.1990	51.17	13.03.1991	64.56
21.03.1990	50.41	17.10.1990	51.36	20.03.1991	69.71
28.03.1990	47.35	24.10.1990	48.00	27.03.1991	69.28
04.04.1990	44.54	31.10.1990	52.64	03.04.1991	68.48
11.04.1990	40.48	07.11.1990	52.63	10.04.1991	67.48
18.04.1990	50.54	14.11.1990	52.76	19.04.1991	72.89
25.04.1990	47.92	21.11.1990	50.36	24.04.1991	72.83
02.05.1990	45.24	28.11.1990	53.71	01.05.1991	71.64
09.05.1990	40.44	05.12.1990	54.35	08.05.1991	71.44
16.05.1990	50.33	12.12.1990	55.12	15.05.1991	75.05
23.05.1990	47.90	19.12.1990	55.12	22.05.1991	76.37
30.05.1990	45.42	26.12.1990	58.89	29.05.1991	66.46
06.06.1990	40.48			05.06.1991	67.72
13.06.1990	50.39			12.06.1991	6.099
20.06.1990	48.11			19.06.1991	62.99
27.06.1990	45.98			27.06.1991	66.60
02.07.1990	42.80			03.07.1991	67.80
18.07.1990	48.49			10.07.1991	61.00
25.07.1990	46.64			17.07.1991	63.00
				24.07.1991	65.99
				31.07.1991	67.60
				Ortalama	54.90

Tablodan bu dönemler arasındaki yıllık ortalama faiz oranının % 54.90 olduğu görülmektedir. Bu oranın 1 aylık değeri ise % 4.575 olmaktadır(R_f).

Yatırım fonlarının gözlem dönemi boyunca sağladıkları aylık ortalama verimler ile standart sapmalar ve her bir fonun performansını gösteren Sharpe İndeksi değerleri ise Tablo IV. 4'de sıralanmıştır.

Tablo IV. 4. Yatırım Fonlarının Sharpe İndeksi Değerleri.

Yatırım Fonu	Gözlem Sayısı	Ortalama Aylık Verim	Standart Sapma	Sharpe İndeksi
1. Demirbankfon 1	16	2.869	2.883	-0.592
2. Denizfon	17	3.989	1.126	-0.517
3. Dığbank 1	20	3.259	0.808	-1.623
4. Dığbank 2	20	3.583	0.908	-1.093
5. Dığbank 3	15	3.723	1.213	-0.706
6. Egebankfon 1	16	3.414	0.986	-1.176
7. Emiafon 1	20	4.035	1.343	-0.399
8. Emiafon 2	14	3.859	1.443	-0.496
9. Esbank 1	20	3.729	1.025	-0.820
10. Esbank 2	20	3.746	1.104	-0.750
11. Esbank 3	14	3.387	1.240	-0.955
12. Etifon 1	10	3.051	1.414	-1.081
13. Finansfon 1	20	3.806	1.122	-0.683
14. Finansfon 2	20	3.759	1.233	-0.662
15. Finansfon 3	18	1.754	6.066	-0.465
16. Finansfon 4	10	4.078	1.727	-0.238
17. Finansfon 5	20	3.814	1.121	-0.683
18. Garantifon 1	20	2.690	2.046	-0.914
19. Garantifon 2	19	2.511	2.475	-0.832
20. Garantifon 3	16	0.754	6.039	-0.633
21. Garantifon 4	5	-2.194	13.035	-0.519
22. Garantifon 5	20	3.302	1.240	-1.028
23. Halkfon 1	20	3.088	1.368	-1.083
24. Halkfon 2	15	3.663	1.118	-0.824
25. Kalkınmafon 1	20	3.474	1.012	-1.094
26. Mitsulfon 1	20	3.333	0.930	-1.338
27. Mitsulfon 2	10	3.995	1.513	-0.380
28. Netbank 1	13	3.333	1.002	-1.124
29. Ortakfon	20	3.568	1.497	-0.670
30. Pamukfon 1	15	3.540	2.238	-0.462
31. Pamukfon 2	19	3.300	0.903	-1.416
32. Sümerbankfon 1	15	3.868	1.454	-0.462
33. Tarığfon	18	3.408	0.997	-1.165
34. Töbankfon 1	13	3.077	1.542	-0.970
35. Türkbankfon 1	21	3.627	0.998	-0.945
36. Tütönbank 1	9	3.601	1.429	-0.681
37. Tütönbank 2	21	3.497	0.897	-1.194
38. Vakıffon 1	21	3.311	0.858	-1.470
39. Vakıffon 2	20	3.569	1.148	-0.873
40. Vakıffon 3	18	2.085	5.256	-0.472
41. Vakıffon 4 HİSSE	18	3.915	3.273	-0.200
42. Vakıffon 5 DÜNYA	15	2.684	2.080	-0.911
43. Vakıffon 6	20	3.419	0.983	-1.178
44. Yapı Kredi 1	21	3.328	1.101	-1.131
45. Yapı Kredi 2 SEKTÖR	21	1.972	12.571	-0.207
46. Yapı Kredi 3 HİSSE	21	3.451	1.113	-1.013
47. Yapı Kredi 4 KAMU	21	3.525	1.408	-0.741
48. Yapı Kredi 5 LİKİT	21	3.308	1.195	-1.054
49. Yapı Kredi 6 KARMA	21	2.451	1.490	-1.419
50. Yapı Kredi 7 DÖVİZ	16	3.313	1.700	-0.201
51. Yapı Kredi 8	15	3.008	5.650	-0.276
52. Yapı Kredi 9	21	3.344	1.318	-0.371
53. İktisatfon 1	21	3.190	1.462	-0.948
54. İktisatfon 2	21	2.885	1.596	-1.053
55. İktisatfon 3	21	3.204	1.490	-0.922
56. İktisatfon 4	21	0.842	5.820	-0.641
57. İktisatfon 5	19	3.657	1.299	-0.703
58. İmpexfon 1	17	2.153	4.641	-0.522
59. İmpexfon 2	20	3.456	0.977	-1.137
60. İnterfon 1	21	3.509	0.943	-1.132
61. İnterfon 2	21	3.497	1.000	-1.075
62. İnterfon 3	21	3.411	1.082	-1.078
63. İnterfon 4	8	0.015	4.960	-0.918
64. İnterfon 5	21	3.678	1.104	-0.813
65. İĞfon 1	21	2.127	3.668	-0.666
66. İĞfon 2	21	3.610	1.070	-0.901
67. İĞfon 3	20	3.359	0.963	-1.265
68. İĞfon 4	15	3.404	1.094	-1.077
69. İĞfon 6	21	3.649	3.616	-0.200
70. Ziraatfon 1	19	3.550	1.197	-0.854
71. Ziraatfon 2	19	3.768	1.038	-0.774
72. Ziraatfon 3	15	4.239	1.311	-0.255
73. Ziraatfon 4				

Tablodan tüm yatırım fonlarının indeks değerlerinin negatif olduğu görülmektedir. Bunun nedeni, her fonun aylık ortalama veriminin risksiz faiz oranından düşük olmasıdır. Tüm portföylerin yaklaşık olarak birbirine benzer negatif değerler alması, daha önce de sözünü ettiğimiz gibi, portföy bileşimlerinin hemen hemen aynı olmasının yanı sıra, yüksek faiz oranlarından da kaynaklanmaktadır. Ayrıca, portföylerin, oluşturulduktan sonra vadesi dolan kıymetleri çıkarmanın dışında hareketli olmaması, faiz oranlarının yükseldiği dönemlerde getirisinin cari faiz oranının altında kalmasına yol açmaktadır.



SONUÇ :

Gelişmekte olan ülkelerin ortak sorunlarından olan sermaye faktörünün kıtlığı, sanayileşme ve büyük yatırımların gerçekleştirilmesi konularında sıkıntılar doğurmaktadır. Sermaye birikiminin sağlanması, gelişme sürecinde önemli bir yer tutmaktadır. Ülkemizde de aynı sıkıntılar yaşanmakta ve bu sıkıntının giderilmesi için çabalar harcanmaktadır.

Küçük fonların bir araya geldiğinde önemli işler başarabileceği gerçeği, bu fonları toplayıp, çeşitli yatırım alanlarına aktaran bir sistemin, yani sermaye piyasası sisteminin oluşmasına neden olmuştur.

Türkiye'de sermaye piyasasının, kurumsal bir yapıya kavuşması için uzun zamandır yapılan çalışmalar, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkması ile sonuçlanmıştır. Kanun, tasarrufların menkul kıymetler vasıtası ile yatırımların finansmanında kullanılması, piyasanın açıklık, istikrar ve güven içinde çalışması ve halkın çıkarlarının korunması ilkelerini benimsemiştir.

İlk defa sermaye piyasası kanunu ile hukuk ve finansal sistemimize giren yardımcı kuruluşlar, tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlere yatırım yapmasına yardım ve aracılık etmek üzere kurulmuşlardır.

Sermaye piyasası yardımcı kuruluşlarından, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları ile menkul kıymetler yatırım fonlarının durumlarını incelediğimiz çalışmamızda, yatırım ortaklıklarına bankaların ilgi göstermediğini ve bir banka dışında yatırım ortaklığı kuran banka bulunmadığını gördük. Bu kuruluşların ortaklık statüsünde kurulmaları, henüz halka açıklık olgusunun gelişmiş olmaması nedeniyle, bizde bankalara fazla cazip gelmediği kanısı uyandırmaktadır. Ayrıca vergi teşviklerinin olmaması, piyasada yeterli ve çeşitli menkul kıymet bulunmaması ve istikrarlı bir borsa sisteminin işlerlik kazanamaması kanımızca yatırım ortaklıklarını kurulup gelişmesini önleyen faktörlerin başlıcalarını oluşturmaktadır.

Yatırım fonları için ise durum tamamen farklıdır. Yatırım ortaklıklarının aksine, ülkemizde bankalar ve tasarruf sahipleri, yatırım fonlarına ilgi duymuşlardır. Bugüne kadar kurulan fon sayısı 73'ü bulmuştur. 27 ayrı banka tarafından kurulmuş yatırım fonlarının toplam değeri de 1,5 trilyon liraya yaklaşmaktadır. Yatırım fonlarının daha

fazla rağbet görmesinin en önemli nedeni, katılma belgelerinin ilgili banka şubelerinden kolayca alınabilmesi ve satılabıllmesidir. Tarassuf sahipleri, yurdun her tarafından fonlara yatırım yapma imkanına sahiptirler. İstenildiği anda paraya çevrilebilme özelliği de katılma belgelerinin rağbet görmesinin bir diğer nedenidir. Ancak, SPK tarafından düzenlenmesine rağmen, kâra iştirakli tahvil, hisse senediyle değiştirilebilir tahvil ve katılma intifa senedi gibi kıymetlerin uygulamaya intikal etmemesi yüzünden yatırım fonları portföylerinde yeterli düzeyde çeşitlendirme yapamamaktadırlar. Piyasada bulunan hisse senedi, özel sektör tahvili ve finansman bonusu gibi araçların da ne arzı, ne de çeşidi, geniş ölçüde bir çeşitlendirme yapılmasına imkan vermemektedir. Bu olumsuz faktörler, yukarıda yatırım fonları için sayılan olumlu görüntüyü bozucu bir etki yaratmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının kıt olması, yatırım fonu portföylerinin, devlet tahvili ve hazine bonusu gibi kamu kıymetlerinden oluşturulması sonucunu doğurmaktadır. Finansal araçların kıtlılığının yanında, kanımızca yatırım fonu portföylerinin kamu kıymetleri fonu kimliğinde oluşması sonucunu doğuran bir diğer faktör de, halkımızın istikrarlı, güvenli ve likititesi yüksek bir yatırım yapma isteğidir. Altın, gayrimenkul ve banka faizi gibi klasik ve güvenli yatırımlara alışık tasarruf sahipleri, getirisi dalgalı, değişken verim sağlayan veya sabit getiril olsa da risk taşıyan kıymetlere yatırım yapmaktan çekinir görünmektedirler.

Tasarruf sahiplerinin bu ürkekliğini gidermek açısınan yatırım fonlarına bu aşamada düşen en önemli görev, kamu kıymetleri yanına, özel sektöre ait kıymetleri de katmak suretiyle karma portföyler oluşturarak, hem halka arzu ettiği düzeyde güvenli ve verimli bir yatırım olanağı tanımak, hem de fon ihtiyacı içindeki kuruluşlara kaynak temininde yardımcı olmaktır

Yatırım fonlarına ait katılma belgelerinin tamamının birbirine çok yakın verimler sağlaması, yukarıda saydığımız, birbirinin neredeyse aynı portföy kompozisyonlarına sahip olmalarındandır. Bu durumda, yatırım fonları birbirlerine alternatif teşkil etmemektedirler. Tasarruf sahiplerinin yatırım fonlarına sıcak bakması ise, yeni bir finansal araca olan merakın ötesinde, çok fazla hesaplanarak yapılmış bir yatırım olarak görünmemektedir. Yatırım fonlarını, banka faizi veya devlet tahvili almak yerine düşünölen bir yatırım aracı görüntüsünden çıkarmak için, özel sektörün menkul kıymet ihracını, bilhassa da hisse senedi ihracıyla halka açılmasını teşvik edecek tedbirlerin alınması yararlı olacaktır. Bu aynı zamanda yüksek maliyetli ve zaman alıcı

banka kredilerinin getirdiği sıkıntılarını ortadan kaldırarak, yatırımlara uygun finansman olanakları sağlayacak, hem de halkın ekonomik kalkınmaya daha etkin bir biçimde katılımının gerçekleşmesine neden olacaktır.

Tüm kurumlarıyla ve araçlarıyla etkin bir biçimde işleyen sermaye piyasasının varlığı ile, sözü edilen sıkıntıların büyük bir kısmı zaman içerisinde kaybolacaktır. Sermaye piyasasının işlerlik kazanması ile tasarruf sahipleri güvenli ve cazip yatırım fırsatları sayesinde refahların artıracaklardır. Ülkemizde oldukça büyük fonlara sahip kurumsal yatırımcılar da bu olanaklardan yararlanarak, tasarruflarına reel anlamda bir verim kazandırabileceklerdir.



SUMMARY

In our country, both public and private enterprises face with great difficulties in financing their investments. Because of scarce capital factor, investments cannot be realized as planned and/or not accomplished in time. For financing public sector investments, money supply is expanded and this, in turn, causes higher rate of inflation. On the other hand high cost of credit leads to distortions in financial structures of private enterprises. In these circumstances, the only cheapest and easiest alternative in financing is to apply to capital market by issuing securities. This also coincides with the objectives of financial investors who seek out productive and reliable investment opportunities in order to increase their welfare.

Capital market, much discussed but not realized in Turkey for a long time was established and institutionalized by the Capital Market Law, numbered 2499 and dated 1981.

In this study, our purpose is to investigate the operational, functional and practical aspects of investment companies and mutual funds both are subsidiaries of capital market . This institutions have recently entered into our legal and financial systems by this Law.

In the process of economic development the savings by itself and the degree of their direction towards productive investment areas are of great importance. Investment companies and mutual funds which have the functions of shortening the distance between those who have savings and investors and of remedying the communication difficulties, create capital source for investments, on the one hand and make use of savings by reducing risk through portfolio-forming on the other.

The capital Market Law has been prepared in such a way that it aims to protect the rights of financial investors. This mainly because of improper experiences seen in financial intermediation and bankers system in Turkey. Some taxation and restrictive measures imposed upon investment companies and mutual funds have delayed the establishment of institutions. Only banks have been authorized to establish investment companies and mutual funds. In practice, the former has not been much demanded, while the latter has more interest after some restrictive measures have been lessened or abolished.

There are now 73 mutual funds established by 27 banks in Turkey. The total value of these funds are about 1500 billion Turkish Liras. When the portfolios composition are examined in order to see how such a big source is used, it is observed that a great amount of it is formed by public securities. Public securities such as treasury bills and government bonds are riskless and liquid. In addition their revenues are approximately near to each other. This conflicts with the mutual funds objectives such as portfolio management and diversification. Participation certificates of mutual funds in our country tend to be in the nature of current account with those features and function to finance public sector.

When evaluating the potfolios of mutual funds in Turkey with Sharpe index it is seen that all of them have negative values. The most important reason for this is that the riskless interest rate calculated by using average interest rates of public securities is higher than average portfolio return.

In conclusion, we believe that mutual funds will be operating more efficiently in respect to their objectives if the rate of shares in the portfolios is increased.

KAYNAKÇA

- AKGÜÇ, Öztin, Finansal Yönetim. Muhasebe Ens. Yayını No: 56, 5. Baskı, İstanbul 1989.
- _____, "Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler". T.M.U.D. Semineri, İstanbul 1975.
- AKMANSU, Mehmet, "Sermaye Piyasası Kanununun Getirdikleri". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul 1984.
- _____, Sermaye Piyasası. Ankara 1975.
- AKMUT, Özdemir, Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi. Ankara 1989.
- AKSOY, M. Uğur, "Yatırım Ortaklıklarının Almanya'daki Gelişimi ve Kuruluşu". İkt. Mal. Der. C. XXI. Sa:2 1974-1975.
- _____, "Yatırım Ortaklıklarının Temel Kavramları Üzerine". İkt. Mal. Der. C. XXI, Sa.11, 1973-1974.
- ALPASLAN, Faruk, "Sermaye Piyasasının Önemi ve Türkiye'deki Durumu". Atatürk Üni. İşletme Fak. Der. C. 3, S. 3-4, Kasım 1978.
- AMBLING, Frederick, Investments. Prentice-Hall Inc. 5. Edition, New Jersey, 1984.
- ARAL, Uluer, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları ve Vergilendirme". İkt. Mal. Der. C. XIX, Sa: 6, 1982.
- AŞIKOĞLU, Rıza, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme. Yayınlanmış Doktora Tezi. Anadolu Üni. Yayınları, No: 35, Eskişehir 1983.
- AYTAÇ, Zühtü, "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-İAV Organizasyonu. İstanbul 1984.
- BABAYİĞİT, Latife, "Finansal Varlık Performans Ölçüleri ve Hesaplama Şekilleri". Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, S. 9, Eylül 1987.
- BAKLACIOĞLU, Sadık, "Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul 1984.
- BOLAK, Mehmet, Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi. Beta Yayınları, İstanbul 1991.

- BOZKURT, Ünal, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi. İktisat Bankası Eğitim Yayınları No: 4, İstanbul 1988.
- BÜKER, Semih, Anonim Şirketlere Yapılacak Yatırımlarda Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri. EİTİA Yayınları No: 156/98, Eskişehir 1976.
- ÇAKICI, Latif, "Türkiye'nin Ekonomik Gelişmesinin Süratlandırılması İçin Sermaye Piyasası ve Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar". Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankalar Seminerinde sunulan tebliğ. Çeşme, Ekim 1983.
- D'AMBROSIO, Charles A, A Guide to Succesful Investing. Prentice-Hall Inc. New Jersey, 1970.
- DEMİRKAN, Uçar, Sermaye Piyasaları ve Türkiye'deki Uygulamaları. Maliye Bak. Tetkik Kurulu Yayını No: 229, Ankara 1981.
- DOMANIÇ, Hayri, Kıymetli Evrak Hukuku. İstanbul 1975.
- ERTAY, Menteş A, Sermaye Piyasası ve Tekniği. Ankara 1975.
- ERTUNA, İ. Özer, Türkiye'de Mali Piyasalar -Sorunlar ve Çözümler-. İTO Yayınları No: 6, İstanbul 1987.
- ERTUNA, Özcan, Finansal Kurumlar. Teori Yayınları, II. Baskı, Ankara 1986.
- EŞ, Mecit. Kuruluş Döneminde (1961-1982) Türkiye Sermaye Piyasası (Gelişmeler Sorunlar). Anadolu Üni. Yayınları No:328, Kütahya İİBF Yayınları No: 3, Kütahya 1989.
- FERTEKLİGİL, Azmi, "Menkul Kıymet Borsaları". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul 1984.
- FRANCIS, Jack Clarck, Investments, Analysis and Management. Mc Grow Hill Book Co. New York, 1972.
- _____, Management of Investments. 2. Edition, Mc Grow Hill Inc. New York, 1988.
- GÖNENLİ, Atilla, İşletmelerde Finansal Yönetim. İstanbul Üni. İşletme Fak. İşletme İktisadi Ens. Yayını No:79, 5. Bası, İstanbul 1985.
- GÜNAL, Vural, "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul 1984.
- _____, Sermaye Piyasası Hukuku. SPK Yayını No: 5, II. Baskı, Ankara 1987.
- HAFT, Richard, Investing in Securities. Prentice Hall Inc. New Jersey, 1975.
- HANSON, William C, Capital Sources and Major Investing Institutions. New York, 1973.

- HUBBARD, Charles L, - HAWKINS, Clarck A, Theory of Valuation. International Textbook Co. Pennsylvania, 1969.
- İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI, Kuruluş, Organizasyon, İşleyiş, Faaliyet. İMKB Yayınları No: 2.
- JENSEN, Michael C, "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964". Journal of Finance, May 1968.
- KARAŞIN, Gültekin, Bilgisayar Uygulamalı Menkul Kıymet Matematiği. İstanbul 1989.
- _____, Sermaye Piyasası Analizleri. SPK Yayını No: 4, II. Baskı, Ankara 1987.
- KARSLI, Muharrem, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler. 2. Baskı, İstanbul 1990.
- LEVY, Haim, - SARNAT, Marshall, Investment and Portfolio Analysis. John Wiley and Sons Inc. New York, 1972.
- LEVY, Robert A, "Conceptual Foundations of Technical Analysis". Financial Analyst Journal, July-August 1966.
- MARKOWITZ, Harry, "Portfolio Selection". The Journal of Finance, March 1952.
- ÖNAL, Recep, "Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul 1984.
- ÖNGÜT, İbrahim, "Yatırım Şirketleri ve Yatırım Fonları". İkt. Mal. Der. C.XIV, Sa:2, 1967-1968.
- SARIKAMIŞ, Cevat, Sermaye Pazarları. İstanbul Üni. Yayını No: 2743, İstanbul 1980.
- SPK ARAŞTIRMA GELİŞTİRME DAİRESİ, "Türk Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler". -OECD-SPK Konferansında Sunulan Tebliğler- SPK Yayınları No: 6, Çeşme 1985.
- SHARPE, William F, Portfolio Theory and Capital Markets. Mc Grow Hill Inc. New York, 1970.
- _____, "Risk Aversion in the Stock Market: Some Empirical Evidence". Journal of Finance, September 1965.
- SINKEY, Joseph F, Commercial Bank Financial Management. Mac Millian Pub. Co. Inc. New York 1983.
- SMITH, Paul F, Money and Financial Intermediation -The Theory and Structure of Financial Systems-. Prentice Hall Inc. Englewoods Cliffs, New Jersey 1978.

- SOLDOFSKY, Robert M, - MILLER, Roger L, "Risk Premium Curves for Different Classes of Long-Term Securities, 1950-1966". Journal of Finance, Vol. 24, No: 2, June 1969.
- SOYDEMİR, Selim, - YILDIRIM, Sevdil, "Türk Sermaye Piyasalarında MKYF'nin Kurumsal Tasarrufçu Olarak Yeri ve Hisse Senedi Fiyat Hareketleri Üzerindeki Etkileri". SPK Araştırma Raporu. Ankara 1990.
- SÜNGÜ, Sevtap, "Dünya'da Yatırım Fonları". Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel) içinde. İAV Yayını, İstanbul 1989.
- TECER, Meral, İşletmelerde Sermaye Maliyeti. Ankara 1980.
- _____, Tahvil Yatırımlarının Yönetimi. TODAİE Yayını, No: 233, Ankara 1989.
- TEKİNALP, Ünal, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları. İstanbul 1982.
- TREYNOR, Jack L, "How to Rate Management of Investment Funds". Harward Business Review, January-February 1965.
- TUNCER, Selahattin, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-İAV Organizasyonu. İstanbul 1984.
- _____, "Türkiye'de Menkul Kıymetler Yatırım Fonu". Türkiye'de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler ve Panel) içinde. İAV Yayını, İstanbul 1989.
- TÜRKO R. Metin, Değeleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası. Atatürk Üni. Yayınları No: 630 , İİBF Yayınları No: 82, Ata. Üni. Basımevi, Erzurum 1985.
- _____, "Değiştirilebilir Tahviller". Atatürk Üni. İşletme Fak. Der. C. 3, S. 3-4 Kasım,1978.
- _____, İşletme Finansmanı. Atatürk Üni. İşl. Fak. Araş. Ens. Ders Notları No: 63, Erzurum 1980.
- ULUSOY, Yılmaz, "Hisse Senetleri". Türkiye'de Sermaye Piyasası -Araçlar ve Kuruluşlar- içinde. SPK-İAV Organizasyonu, İstanbul 1984.
- _____, Yorum ve Açıklamalı Sermaye Piyasası Kanunu. Ankara 1982.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat, Menkul Kıymetler. Banka ve Ticaret Hukuku Arş. Ens. T. İş Bankası Vakfı, Hukuk Fak. Ankara 1988.
- ÜNVAN, Hayal, Finansal Valıkları Fiyatlandırma Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Deneme 1978-1986. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. SPK Yayınları No: 11, Ankara 1989.
- VURAL, Güven, Yatırım Ortaklıkları. AİTİA Yayını No: 120, Ankara 1978.

WESTON, Fred, - BRIGHAM, Eugene, Essentials of Managerial Finance. The Dryden Press, 1977.

YASAMAN, Hamdi, "Fransız Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonları". İkt. Mal. Der. C. XX, Sa: 5, 1973-1974.

DİĞER KAYNAKLAR

İktisat Menkul Değerler Merkezi - Sermaye Piyasası Bültenleri.

Sermaye Piyasası Kanunu.

SPK Aylık Bültenleri.

SPK Yıllık Raporları.

Sermaye Piyasası Mevzuatı.

T.C. Merkez Bankası. Üç Aylık Bültenler.

**T. C.
Yükseköğretim Kurulu
Dokümantasyon Merkezi**