



# İKTİSADİ REFAH ARACI PAY SENETLERİ

DOÇ. DR. NURAY ERGÜL

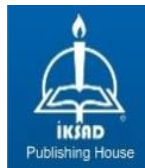
ISBN- 978-605-7510-23-5



# İKTİSADİ REFAH ARACI PAY SENETLERİ

DOÇ. DR. NURAY ERGÜL

ISBN- 978-605-7510-23-5



Institution Of Economic Development And Social Researches Publications®  
(The Licence Number of Publicator: 2014/31220)

TURKEY TR: +90 342 606 06 75

USA: +1 631 685 0 853

[kongreiksad@gmail.com](mailto:kongreiksad@gmail.com)

[www.iksad.org](http://www.iksad.org)

[www.iksadkongre.org](http://www.iksadkongre.org)

[www.iksad.net](http://www.iksad.net)

Kitabın tüm hakları İKSAD Yayınevi'ne aittir.  
İzinsiz çoğaltılamaz, kopyalanamaz.  
Metinlerden etik ve yasal olarak yazarlar sorumludur.  
Iksad Publications- 2018© ISBN- 978-605-7510-23-5

## **İÇİNDEKİLER**

**1. GİRİŞ - 22**

**2. PAY SENETLERİ - 36**

**3. ANONİM ŞİRKET, PAY SAHİPLERİ VE YÖNETİCİLER  
ARASINDAKİ İLİŞKİLER -77**

**4. PAY SENETLERİNİN HALKA ARZI - 94**

**5. BORSALARIN GELİŞİMİ VE TEZGAH-ÜSTÜ  
PAY PİYASALARI - 142**

**6. BORSA İSTANBUL PAY PİYASASI - 171**

**7. BORSA İSTANBUL - PAY PİYASASI OPERASYONEL İŞLEMLER - 200**

**8. PAY SENEDİ DEĞERLEMESİ - 229**

**9. PAY SENETLERİNİN ANALİZİ - 264**

## TABLolar

- Tablo 1.1** : 2003-2018 Dönemi BİST - Pay Piyasası İstatistikleri
- Tablo 2.1** : Borsa İstanbul A, B, C, D Grupları Pay Senedi Sayıları
- Tablo 3.1** : Menkul Sermaye İratlarının Beyan Durumuna İlişkin Özet
- Tablo 4.1** : 1989-2016 Döneminde Halka Arz ile Yapılan Sermaye Artırımı ve Kar Payı Ödeme Tutarları
- Tablo 4.2** : SPK'ya Kayıtlı ve BİST'te İşlem Gören Şirket Sayıları
- Tablo 4.3** : Yıldız Pazar ve Ana Pazar Gruplarının Halka Arz Koşulları  
Halka Arzın Yapılacağı Dönemde İzahnamede Yer Alacak ve Özel
- Tablo 4.4** : Bağımsız Denetimden Geçirilecek Finansal Tablolar
- Tablo 4.5** : Halka Arz Zaman Çizelgesi
- Tablo 6.1:** : Talep Toplama Yöntemlerinde Ekran Sorgusu ve Veri Yayın Bilgileri
- Tablo 6.2** : BİST - Pay Piyasasında Pazarlar ve Seans Saatleri Çizelgesi (Tam Gün)
- Tablo 6.3** : BİST - Pay Piyasasında Pazarlar ve Seans Saatleri Çizelgesi (Yarım Gün)
- Tablo 7.1** : BISTECH Sisteminde Geçerli Özellik Kodları
- Tablo 7.2** : Paylarda ve Yeni Pay Alma Haklarında Geçerli Fiyat Adımları
- Tablo 7.3** : BYF Katılma Belgelerinde Geçerli Fiyat Adımları
- Tablo 7.4** : Geçici ve Süreli Pazarlardaki İşlem Yöntemi
- Tablo 7.5** : Maksimum Kotasyon Yayılma Aralığı Çizelgesi

## GRAFİKLER

- Grafik 8.1** : Normal Dağılım
- Grafik 8.2** : Sağa Dağılım
- Grafik 8.3** : Sola Dağılım
- Grafik 8.4** : Standart Normal Dağılım ( $BK=0$ )
- Grafik 8.5** : Normal Dağılımdan Daha Basıktır ( $BK<0$ )
- Grafik 8.6** : Normal Dağılımdan Daha Sivri ( $BK>0$ )
- Grafik 9.1** : Ekonomik Döngü Grafiği
- Grafik 9.2** : Sektör/Şirket Hayat Döngüsü
- Grafik 9.3** : Çizgi Grafiği
- Grafik 9.4** : Çubuk Grafiği
- Grafik 9.5** : Nokta ve Şekil Grafiği
- Grafik 9.6** : Mum Grafiği
- Grafik 9.7** : Dow Teorisinde Birincil ve İkincil Fiyat Hareketleri
- Grafik 9.8** : Düşüş ve Yükseliş Trendleri
- Grafik 9.9** : Alçalan ve Yükselen Trend Kanalları
- Grafik 9.10** : Destek Direnç Noktaları
- Grafik 9.11** : Simetrik Üçgen Formasyonu
- Grafik 9.12** : Yükselen Üçgen Formasyonu
- Grafik 9.13** : Alçalan Üçgen Formasyon
- Grafik 9.14** : Dikdörtgen Formasyon
- Grafik 9.15** : Bayrak Formasyon
- Grafik 9.16** : İkili Tepe Formasyonu
- Grafik 9.17** : İkili Dip Formasyonu
- Grafik 9.18** : Omuz Baş Omuz Formasyon
- Grafik 9.19** : Ters Omuz Baş Omuz Formasyon
- Grafik 9.20** : Dikdörtgen Formasyon
- Grafik 9.21** : Hareketli Ortalamalar
- Grafik 9.22** : MACD Göstergesi
- Grafik 9.23** : CCI Göstergesi
- Grafik 9.24** : Göreceli Güç Endeksi (RSI)

- Grafik 9.25** : Momentum
- Grafik 9.26** : Stokastik
- Grafik 9.27** : Bollinger Bantları
- Grafik 9.28** : Fibonacci Düzeltmesi
- Grafik 9.29** : Fibonacci Yelpazesi (Fans)
- Grafik 9.30** : Fibonacci Zaman Dilimleri (Time Zones)
- Grafik 9.31** : Elliott Ana Dalgaları (Yükseliş Trendi)
- Grafik 9.32** : Kısa Süreli Elliott Dalgaları

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>AKP</b>	: Adalet ve Kalkınma Partisi
<b>AMEX</b>	: Amerikan Borsası
<b>AOF</b>	: Ağırlıklı Ortalama Fiyat
<b>AON</b>	: Hepsi ya da Hiçbiri
<b>AOSM</b>	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
<b>APM</b>	: Arbitraj Fiyatlama Modeli
<b>BIFEC</b>	: Finans ve Ekonomi Konferansı
<b>BYF</b>	: Borsa Yatırım Fonu
<b>BİST</b>	: Borsa İstanbul AŞ.
<b>BT</b>	: Brüt Takas
<b>CAPM</b>	: Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
<b>DCE</b>	: Dalian Emtia Borsası
<b>DFY</b>	: Değişken Fiyat Yönetimi
<b>DİBS</b>	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
<b>EBRD</b>	: Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası
<b>ECN</b>	: Elektronik İletişim Ağı Sistemi
<b>ERD</b>	: Elektronik Rapor Dağıtımı
<b>ETFs</b>	: Borsa Fonları
<b>EUR</b>	: Euro ya da Avro
<b>EVA</b>	: Ekonomik Katma Değer
<b>FED</b>	: Amerikan Merkez Bankası
<b>FAVÖK</b>	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
<b>FVÖK</b>	: Faiz ve Vergi Öncesi Kar
<b>GİP</b>	: Gelişen İşletmeler Pazarları
<b>GSMH</b>	: Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>GVK</b>	: Gelir Vergisi Kanunu
<b>IMF</b>	: Uluslararası Para Fonu



<b>IAS</b>	: Uluslararası Muhasebe Standartları
<b>IFRS</b>	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
<b>ISA</b>	: Uluslararası Denetim Standartları
<b>ISO</b>	: Uluslararası Standartlar Örgütü
<b>IVO</b>	: İç Verim Oranı
<b>İKG</b>	: İptale kadar geçerli
<b>İMKB</b>	: Menkul Kıymetler Borsası
<b>İŞİD</b>	: Irak-Şam İslam Devleti
<b>JSDA</b>	: Japon Aracı Kurumlar Birliği
<b>JSE</b>	: Japon Borsası
<b>KAP</b>	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
<b>KGK</b>	: Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
<b>KİE</b>	: Kalanı İptal Et
<b>KİS</b>	: Katılma İntifa Senetleri
<b>KİT</b>	: Kamu İktisadi Devlet Teşekkülleri
<b>KOFEX</b>	: Kore Vadeli İşlemler Piyasası
<b>KSDA</b>	: Kore Aracı Kuruluşlar Birliği
<b>KYÜYÜP</b>	: Kollektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı
<b>KVK</b>	: Kurumlar Vergisi Kanunu
<b>KZO</b>	: Kar ve Zarar Ortaklığı
<b>KZOB</b>	: Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi
<b>LFE</b>	: Limit Fiyatlı Emirler
<b>LME</b>	: Londra Metal Borsası
<b>LSE</b>	: Londra Borsası
<b>MKK</b>	: Merkezi Kayıt İstanbul AŞ.
<b>MNSE</b>	: Karadağ Borsası
<b>MSE</b>	: Makedonya Borsası
<b>MVA</b>	: Piyasa Katma Değeri
<b>NASD</b>	: Ulusal Aracı Kuruluşlar Birliği
<b>NYFE</b>	: New York Vadeli İşlemler (Futures) Borsası
<b>NYİP</b>	: Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı
<b>NYSE</b>	: New York Borsası

<b>OSDS</b>	: Otomatik Seans Durdurma Sistemi
<b>OYP</b>	: Oydan Yoksun Pay
<b>OYPS</b>	: Oydan Yoksun Pay Senetleri
<b>ÖİB</b>	: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı
<b>PCX</b>	: Pacific Exchange
<b>PMEX</b>	: Pakistan Emtia Borsası
<b>SASE</b>	: Saraybosna Borsası
<b>SEC</b>	: Sermaye Piyasası Komisyonu
<b>SFY</b>	: Sabit Fiyat Yöntemi
<b>SİP</b>	: Serbest İşlem Platformu
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPKa</b>	: Sermaye Piyasası Kanunu
<b>Takasbank</b>	: Takasbank İstanbul Takas ve Saklama Bankası AŞ.
<b>TC</b>	: Türkiye Cumhuriyeti
<b>TCK</b>	: Türk Ceza Kanunu
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TDS</b>	: Türkiye Denetim Standartları
<b>TEFE</b>	: Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
<b>TKYD</b>	: Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
<b>TL</b>	: Türk Lirası
<b>TMS</b>	: Türkiye Muhasebe Standartları
<b>TRY</b>	: Türk Lirası
<b>TFRS</b>	: Türkiye Finansal Raporları
<b>TTSG</b>	: Türk Ticaret Sicili Gazetesi
<b>TTK</b>	: Türk Ticaret Kanunu
<b>UK</b>	: İngiltere Birleşik Krallığı
<b>USD</b>	: ABD Doları
<b>VDMK</b>	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
<b>VIOP</b>	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
<b>VOBAŞ</b>	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.
<b>VTMK</b>	: Varlık Teminatlı Menkul Kıymet
<b>VUK</b>	: Vergi Usul Kanunu

**Yİ-ÜFE** : Yurt İçi Üretici Fiyatları Endeksi  
**WDMF** : Dünya Elmas Damgası Derneği

## 1. GİRİŞ

Borsa İstanbul (BİST)'un 1986 yılı başı itibariyle, faaliyete geçirilmesiyle birlikte mevcut ve potansiyel yatırımcıların büyük bir bölümünün ilgisinin kısa bir süre içerisinde borsada işlem gören menkul kıymetlere çevrilmesine neden olmuştur. BİST'e başlangıçta düşük işlem hacmi ile sınırlı bir yatırımcı grubu işlem yaparken, zaman ilerledikçe sermaye piyasalarında birçok düzenleme, yenilik ve özellikle Sermaye Piyasası Kanunu (SPKa)'nın uygulamaya geçmesi ile birlikte daha fazla kişinin menkul kıymet işlemleriyle ilgilenmeye başlamasına neden olmuştur. Böylece, BİST ulusal ve uluslararası mevcut ve potansiyel yatırımcıların ilgi odağı haline dönüşerek, başta pay senetleri olmak üzere tüm sermaye piyasası araçlarının işlem hacimleri hızla artış göstermiştir.

1986 itibariyle popülaritesini arttıran BİST'de sayısı ve çeşidi artan sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar tarafından bilinmemesi, sermaye piyasası araçlarının analizi ve değerlendirilmesi konusunda yeterli teorik ve pratik bilgiye sahip olmayan yatırımcıların fazlalığı nedeniyle çok sayıda yatırımcı yaptıkları menkul kıymet yatırımlarından çok büyük zarar görmüşlerdir. Yatırımcıların yaşadıkları bu kayıplar, 90'lı yılların hemen hemen sonuna kadar BİST'e olan güvenlerinin zedelenmesine yol açmıştır. Ancak, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve BİST, ülkedeki yatırımcıların bilgilendirmesi amacıyla eğitimler, konferanslar, farklı türde yayınlar, vs. gibi etkinlikler gerçekleştirerek yatırımcıların daha bilgili, bilimsel yöntemleri kullanabilen, sermaye piyasası araçlarını etkileyen tüm haberlerin ve bilgilerin anlaşılabilirliğini arttırmak adına büyük çaba göstermişlerdir. Bu çabalar neticesinde; piyasada işlem yapan yatırımcıların gelişimi sağlanırken, aynı zamanda sermaye piyasasının etkinlik düzeyini de arttırmışlardır.

SPK, BİST ve Türkiye'de finansal sistem içinde yer alan diğer kurumlarında katkılarıyla birlikte çıkarılan kanunlar, yönetmelikler ve diğer yasal düzenlemeler, muhasebe ve denetim alanında getirilen ve uygulamaya başlatılan muhasebe, finansal raporlama ve denetim standartları, etik ve haksız rekabetle ilgili düzenlemeler, muhasebe, finans ve denetim alanlarında hizmet verenler için geliştirilen meslek yasaları, yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) vs. gibi tüm kanun ve düzenlemeler BİST'in uluslararası entegrasyonunu hızlandırmıştır.

Türkiye'de finansal yapının bu denli geliştirilmesi ve politik ve ekonomik, vs. gibi alanlarda da daha istikrarlı bir sürece girilmesiyle birlikte BİST'i yatırımcılar için daha güvenilir, daha şeffaf ve etkinlik düzeyi daha yüksek bir borsa haline dönüştürmüştür.

BİST'in bu denli hızlı gelişim göstermesi sadece ulusal yatırımcıların değil, uluslararası yatırımcıların da ilgi odağı haline gelmesine yol açmıştır.

BİST'de yaşanan bu olumlu gelişmelerin artarak devam etmesi durumunda; BİST'e işleme açılan tüm piyasaların ve özellikle de pay piyasasının gelişmesini ve derinleşmesini sağlayarak, ülkedeki üretim kapasitesinin ve refah düzeyinin artışına yol açarak, *iktisadi refahın* daha kolay ve kısa sürede gerçekleşmesini sağlayacaktır.

Dünya borsaları ve BİST üzerinde etkili olan bazı önemli gelişmeler aşağıda kronolojik sırayla açıklanmaktadır.

1984'te temeli atılan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), dönemin başbakanı Turgut ÖZAL tarafından 1 Ocak 1986 tarihinde açılmıştır. Borsanın Muharrem KARSLI Başkanlığı'nda hizmete başlamasından sonra pay senetleri piyasası canlanmaya başlamıştır. Ancak, pay senetlerinin uzun vadeli ve yüksek risk içeren, özellikle borsanın açılışından önceki yıllarda yatırımcısını enflasyona karşı koruyacak getiri sağlamamış bir sermaye piyasası aracı olması nedeniyle 1987 yılının Temmuz ve Ağustos aylarında görülen büyük canlanmanın ardından büyük bir çöküş yaşanmıştır. Bu durumdan çok sayıda tasarruf sahibi mağdur olmuş ve yatırımcıların pay senetlerine karşı yeni yeni oluşmaya başlayan güveni tekrardan sarsılmıştır. 1989 yılının Mart ayından itibaren pay senetleri piyasası 1987 yılında yaşanan canlanmanın benzeri bir yükseliş içine girmiş ve özellikle Eylül ayından sonra fiyatlarda çok hızlı artışlar görülmüştür. Borsada meydana gelen bu yükseliş, faiz oranlarının düşmesine yol açarken, altın ve döviz vs. gibi alternatif finansal araçların fiyatlarında da durgunluğa neden olmuştur.

1989 yılından 1990 yılı Temmuz ayının sonuna kadar pay senetleri fiyatlarında devam eden yükseliş eğilimi, Ağustos ayı başında patlak veren *Körfez Krizi* ile birlikte durağan bir dönem içine girmiştir. Bu durağanlık, 1992 yılının sonuna kadar devam etmiştir. İMKB'de 1993 yılının ilk aylarında pay senetleri fiyatlarında başlayan üçüncü hızlı yükseliş eğilimi, 1994 yılı Şubat ayı başlarında döviz fiyatlarında yaşanan hızlı yükseliş üzerine hızla düşüşe geçmiş ve Nisan ayında ilan edilen devalüasyonla birlikte İMKB, daha fazla değer kaybetmiştir. 1994 yılında 3 aylık bir dönemde Türk Lirası (TRY) USD'ı karşısında tarihindeki en büyük değer kaybını yaşamıştır.

İMKB döviz krizini hızla atlatarak, kayıplarını hızla kapatmış ve 1997 yılı Ocak ayında yaptığı % 64,65 oranındaki artış haricinde önemli bir dalgalanma göstermeksizin,

istikrarlı fakat yavaş yükselişini 1998 yılı Temmuz ayı sonuna kadar devam ettirmiştir. 1998 yılında ülkedeki ekonomik ve siyasi yapının bozuk olması, ABD başkanı Bill CLINTON'ın özel hayatındaki skandal nedeniyle ABD'de başkanlık krizi beklentisi, Ruble'nin büyük ölçüde devalüe edilmiş olması, Rusya'nın tek taraflı olarak iç ve dış borçlarını ödemeyi ertelediğini ilan etmesi vs. gibi gelişmelerden dolayı Ağustos ayında İMKB100 endeksinde %39,03 oranında düşüş yaşanmıştır. Bu düşüş, azınlık hükümetinin düşürülmesi ve Bülent ECEVİT'in tekrardan yeni azınlık hükümetini kurması ile birlikte 1999 yılı Ocak ayı sonunda sona ermiştir.

1999 yılında Şubat ayı itibariyle kurulan koalisyon hükümetinin kamuoyu tarafından kabul görmüş olması, Türkiye'nin ilk olarak uluslararası finans kuruluşları nezdinde itibar kazanması, enflasyonun tek haneli rakamlara düşürülmesi için Uluslararası Para Fonu (IMF) ile uzun vadeli anlaşma yapılmış olması, özelleştirmelerin hızlandırılması, vs. gibi gelişmeler İMKB üzerinde yıl boyunca olumlu biçimde yansımıştır. Ancak, 26 Ağustos'da yaşanan Marmara Depremi ile birlikte kısa süreli de olsa İMKB100 endeksi 5.204 puana kadar gerilemiştir. Avrupa Birliği'ne katılım yolunda önemli adımların atılması ile birlikte, İMKB100 endeksi % 79,78 artış oranıyla Aralık ayında rekor bir düzeye çıkmıştır.

2000 yılında dünya genelinde borsalarda görülen düşüş eğilimleri, EUR'nun USD'ı karşısında değer kaybetmesi, İMKB'de çok sayıda halka arzlar yapılması, özelleştirmelerin yavaşlaması, enflasyon oranının düşürülememesi, cari açığın tahmin edilenden fazla gerçekleşmesi, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının beklenen not artışlarını yapmaması, yılın son aylarında bankacılık sektöründe yaşanan krizler ve bazı bankaların mevduat sigorta fonuna devredilmesi, vs gibi gelişmelerden İMKB olumsuz etkilenmiştir. İMKB100 endeksi 2000 yılı Aralık ayı sonunda % 37,95 oranında değer kaybetmiştir.

2001 yılının Şubat ayında yaşanan kriz ile birlikte bankacılık sektöründe kırılganlık ortaya çıkmış ve yaşanan ekonomik krizle İMKB100 endeksi % 14 düşmüş ve 7.000 puana gerilemiştir. Ayrıca yıl içerisinde iç borçlarda artışın olması, TRY'nin reel değer kaybının sağladığı ihracatta fiyat avantajına rağmen, zayıflayan güven ortamında sıkı maliye ve para politikalarının uygulanması, milli gelirden daralma, kurlardaki hızlı yükseliş, enflasyon oranlarında görülen hızlı yükseliş, 11 Eylül 2001'de ABD'de gerçekleşen terör saldırısı, vs. gibi gelişmeler İMKB'yi olumsuz yönde etkilemiştir.

2002 yılının başında, *Borçların Yeniden Yapılandırılması Kanunu* ve diğer yapısal düzenlemelerin yapılmasının ardından, Şubat 2002’de IMF ile üç yıllık yeni Stand-By Anlaşması’nın yapılması, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’nin görünümünü “olumlu”ya çevirmesi, enflasyonun gerilemesi, kur ve faizlerin aşağı yönlü hareket etmesi gibi gelişmeler İMKB’yi olumlu yönde etkilerken, pay senedi piyasası ve bankacılık sektöründeki denetimler ve şirket karlılıkları ile ilgili endişeler, Irak’a yönelik hareket riski ve Ortadoğu’da tansiyonun artması gibi gelişmeler de İMKB’yi olumsuz yönde etkilenmiştir. Yaz döneminde ise erken seçim ihtimalinin ortaya çıkmasıyla birlikte, döviz kuru ve faizler hızla yükselişe geçmiş ve İMKB100 endeksi değer kaybetmiştir. Ancak, seçimlerden güçlü bir iktidarın çıkmasının ardından İMKB100 endeksi yükselirken, döviz kuru ve faizler de hızla gerilemiştir.

2003 yılında Amerika Birleşik Devletleri’nin (ABD) önderliğinde Irak’a karşı bir operasyona girişilmesi, bono faizlerinin 10-15 puan artışla % 70’in üzerine çıkması, Kasım ayında İstanbul’da gerçekleştiren terör saldırıları, özelleştirme ihalelerinde hedeflenen sonuçların alınamaması, Kıbrıs’ta gerçekleşen seçimlerdeki karmaşık sonuç alınması gibi olumsuz gelişmeler İMKB’deki güven ortamını bozamamıştır. Diğer tarafta, Mart ayı ortasında 59. Hükümetin Siirt’te yenilenen milletvekili seçimleri ardından Adalet ve Kalkınma Partisi (AKP) Genel Başkanı Recep Tayyip ERDOĞAN’ın Başbakanlığı’nda kurulması, Irak savaşının kısa sürmesi ve ABD ile olan ilişkilerin normalleşmesi, IMF ile Stand-By Anlaşması çerçevesinde dördüncü gözden geçirmenin tamamlanması, TRY’nin değer kazanması, döviz kurlarının gerilemesi, faiz oranları ve enflasyon oranını düşmesi, Hükümetin yıl boyunca Avrupa Birliği (AB) üyeliği perspektifi ile çıkardığı uyum paketleri, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının olumlu değerlendirmeleri, ekonomik büyümeye paralel olarak İMKB’de kote şirketlerin olumlu kar açıklamaları, büyümede hedeflenen seviyenin üzerine çıkılması, tasarruflarda dövizden TRY varlıklarına doğru kayma olması, vs. gibi olumlu gelişmeler ise İMKB’deki güven ortamını daha fazla güçlendirmiştir. Yıl sonu itibariyle İMKB100 endeksi % 80’lik artış sergileyerek yılın en yüksek seviyesi olan 18.625 puandan kapanmıştır. Irak savaşı sırasında % 70’lere çıkan faiz oranları yılı % 25 ile tamamlamıştır. USD, TRY karşısında % 15 değer kaybetmiş, EUR kuru yalnızca % 2 artış sergilemiştir. Ayrıca; İMKB’de işlem gören şirketlerin sayısının 298, toplam işlem hacminin 98.160 milyon USD, şirketlerin toplam piyasa değerinin 96.073 milyon TL ve 69.003 milyon USD, toplam aracı kuruluş sayısının ise 161 olduğu gözlenmiştir.

2004 yılında, Kıbrıs'ta Annan Planı ile ilgili referandum ve AB ile ilgili gelişmeler, Amerikan Merkez Bankası (FED)'nin faiz artırımını yapacağı beklentileri İMKB'yi olumsuz yönde etkilemiş olsa bile, 28 Mart'ta yapılan yerel seçimlerde iktidardaki AKP'nin oylarını arttırması, TCMB'nin gecelik faizleri düşürmesi, Türkiye'nin AB üyeliği için müzakere tarihi almaya yönelik çalışmaları ve IMF ile yürütülen Stand-By Anlaşması'nın sekizinci gözden geçirmesinin onaylanması, Eylül ayında, hükümetin IMF ile 2005-2007 dönemini kapsayacak yeni bir anlaşma yapmayı planladığını açıklaması, 17 Aralık tarihli zirvesinde AB Konseyi'nin Türkiye ile tam üyelik müzakerelerinin 3 Ekim 2005 tarihinde başlamasını kararlaştırması, özel sektör yatırımları ve özellikle dayanıklı tüketim mallarına olan iç talebin artması, büyümenin %10 seviyesine çıkması gibi olumlu yöndeki gelişmeler İMKB'deki olumlu havanın devam etmesini sağlamıştır. Yıl sonu itibariyle; İMKB100 endeksi %34'lük artış gösterirken, yılın en yüksek seviyesi olan 24.972 puandan kapatmıştır. Faiz oranları yıl içinde % 30'a kadar çıkarken, yılı %20 oranı seviyesinde tamamlamıştır. Genel olarak sermaye piyasalardaki olumlu beklentiler, döviz kurlarının sabit kalmasını sağlamasına karşın USD, TRY karşısında % 4 değer kaybetmiş, EUR ise % 4 oranında artış göstermiştir. Ayrıca; İMKB'de işlem gören şirketlerin sayısının 307'e, toplam işlem hacminin 146.605 milyon USD'na, şirketlerin toplam piyasa değerinin 132.556 milyon TL'ye ve 98.073 milyon USD'na yükselmiş olduğu, toplam aracı kuruluş sayısının ise 151'e düştüğü görülmüştür.

2005 yılında, TRY'ndan altı sıfır atılarak Yeni Türk Lirası'na geçilmiştir. Yılın ilk aylarındaki piyasalarda süren olumlu hava, FED'in faiz oranları ve petrol fiyatları ile ilgili beklentileri nedeniyle İMKB'deki olumlu hava yılın Mart ve Nisan aylarında sekteye uğramış, pay senetleri piyasasındaki düşüş ve kurlarda yükseliş yaşanmıştır. Ancak, Mayıs ayında IMF ile yürütülen 19. Stand-By Anlaşması'nın yenilenmesi, Temmuz ayında AB ile Gümrük Birliği ek protokolünün imzalanması, 3 Ekim'de müzakere çerçeve belgesi hakkında AB ülkeleri ile mutabakat sağlanmış ve üyelik için müzakerelere başlanmasının yolunun açılması, yıl sonu itibariyle enflasyonun tek haneli rakamlarda kalmaya devam etmiş olması, GSMH % 7,6 oranında bir büyüme kaydedilmiş olması, yıl boyunca özelleştirmeler, yabancı doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarında önemli ölçüde yabancı sermaye girişinin sağlaması gibi gelişmeler İMKB'de güven ortamının gelişmesini sağlamıştır. Yıl sonu itibariyle; İMKB100 endeksi % 59'luk artış gösterirken, yılı 39.778 puandan kapatmıştır. Faiz oranları yılın başında % 20 seviyesindeyken, yılı % 14 civarında tamamlamıştır. Sermaye piyasalardaki olumlu beklentiler dolayısıyla TRY değer kazanmaya devam etmiş ve USD,



TRY karşısındaki değerinde değişiklik görölmezken, EUR kurunda % 13 oranında değer kaybı yaşıanmıştır. Ayrıca; İMKB’de işlem gören şirketlerin sayısı 316’ya, toplam işlem hacminin 200.858 milyon USD’na, şirketlerin toplam piyasa değerinin 218.318 milyon TL’ye ve 162.814 milyon USD’na yükselmiş olduğu ve toplam aracı kuruluş sayısının ise 141’e düştüğü belirlenmiştir.

2006 yılında uluslararası piyasalarda risk iştahında azalmalar meydana gelmesi ve beraberinde piyasalardaki risk algısının değişmesi, yıl ortasında yaşıanan çalkantılar, döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar, enflasyon oranının tek haneli rakamlarda kalmasına rağmen yıllık % 5’lik hedefin üzerinde gerçekleşmesi, GSMH artış hızının yavaşlayarak % 6’da kalmış olması, İMKB’de güven ortamı bozmuştur. Diğer taraftan, kamu maliyesinde faiz dışı fazlanın % 30’luk hedefin üzerinde 42 milyar TRY seviyesinde gerçekleşmesi, TÜPRAŞ ve Erdemir gibi önemli kamu kuruluşlarının özelleştirilmesinin tamamlanmış olması, yıl içinde doğrudan yabancı yatırımlar ve özel sektörün sağladığı uzun vadeli kredilerle ülkeye büyük miktarda sermaye girişi sağlanması, vs. gibi global ve ulusal gelişmeler sermaye piyasasındaki güven ortamını bozmuş ve İMKB yılı kayıpla kapatmıştır. İMKB100 yıl içinde 32.000 civarında kadar düştükten sonra yılı % 2 kayıpla 39.117 puandan kapatmıştır. Yılın başında % 14’ün altında olan Hazine bonusu faizleri, yılı % 20 civarında tamamlamıştır. Yıl içinde TRY bir miktar değer kaybetmiş olmasına karşın, uluslararası piyasalarda USD’nin değer kaybetmesi nedeniyle, USD’nin TRY karşısında değeri % 5 artış gösterirken, EUR’nun TRY karşısında değeri % 17 civarında artış göstermiştir. Ayrıca; İMKB’de işlem gören şirketlerin sayısının 316’a yükseldiği; toplam işlem hacminin 222.724 milyon USD’na, şirketlerin toplam piyasa değerinin 230.038 milyon TL’ye ve 163.775 milyon USD’na yükseldiği; toplam pay senedi yatırımcı sayısının 927.100 iken pay senedi yabancı yatırımcı sayısının 6.001 olduğu; toplam aracı kuruluş sayısının ise 140’e düştüğü görölmüştür.

2000’li yıllarda uluslararası sermaye piyasalarında ön plana çıkan ölkelerarası rekabet daha sonraki yıllarda mevzuat, teknoloji ve ürün çeşitliliği gibi konularda yoğunlaşmıştır. Fakat, 2007 yılında ABD’nin ipotekli konut finansmanı (mortgage) piyasasında yaşıanan olumsuz gelişmeler, sermaye piyasaları üzerinde yıkıcı etkiler yaratmıştır. ABD kaynaklı bu olumsuz gelişmeler, 2008 yılında bütün dünyayı etkileyen global bir krize dönüşmüştür. 2007 yılında genel olarak iç ve dış kaynaklı gerginlik ortamının yaşıanması, hükümetin yapısal reform ve AB’ye uyum programını yavaşlatması, enflasyon oranının yükselme eğilimi göstererek yıllık % 4’lük hedefin üzerinde % 8,4 seviyesinde gerçekleşmesi, vs. gibi

gelişmelerin; 22 Temmuz tarihli seçimlerinde AKP'nin % 47 oyla tek başına iktidar olması, faiz harcamalarının beklenenden olumlu gelişerek bütçe açığının planlananın altında milli gelirin % 2'si düzeyinde gerçekleşmesi, faiz giderlerindeki düşüğe bağlı olarak AB tanımlı kamu borç stokunun milli gelire oranı azalmaya devam ederek yılın sonunda % 39'a gerilemesi, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nin % 4,5 oranında artış göstermesi, 19. Stand-By Anlaşması çerçevesinde IMF'den 1,1 milyar USD kredi kullanılması, özel sektörün sağladığı krediler ve doğrudan yabancı yatırımlarla önemli ölçüde sermaye girişinin devam etmesi gibi olumlu gelişmeler sermaye piyasaları üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Yıl içinde yaşanan iç ve dış çalkantılara rağmen yıl sonu itibariyle; İMKB100 endeksi % 42'lik artış gösterirken, yılı 55.538 puandan kapatmıştır. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) faiz oranı yılın başında % 21 seviyesindeyken, yılı % 16 civarında tamamlamıştır. Sermaye piyasalarındaki olumlu beklentiler sebebiyle TRY değer kazanmaya devam etmiştir. Uluslararası piyasalarda USD'nin değer kaybetmesi dolayısıyla, USD'nin TRY karşısındaki değeri % 18 azalma gösterirken, EUR'nun TRY karşısında değeri ise %8 civarında azalma göstermiştir. Ayrıca; İMKB'de işlem gören şirketlerin sayısı 332'e, toplam işlem hacmi 294.295 milyon USD'na, şirketlerin toplam piyasa değeri 336.089 milyon TL'ye ve 288.761 milyon USD'na, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 940.047'ye ve pay senedi yabancı yatırımcı sayısı 6.686'ya, toplam aracı kuruluş sayısı 145'e yükselmiştir.

ABD'de 2007 yılında konut fiyatlarının gerilemesi başlayan ve tüm dünya finansal piyasalarını etkileyen global finansal kriz, Eylül ayında ABD'li yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflas kararıyla etkisini daha fazla arttırmıştır. Böylece, gelişmiş ülkelerde çok sayıda finansal kurum kamulaştırılırken, kredi kanalları ile reel ekonomiler üzerinde de hızla etkisini göstermiştir. 2008 yılı Mart ayında hükümetteki AKP'ye açılan kapatma davasının mahkemenin Temmuz ayı sonunda açıklanan Parti lehine kararına kadar gündemde kalmayı sürdürmesi ve Ergenekon Soruşturmasının da etkisiyle ülkede iç siyasi belirsizlikler arttırmıştır. Türkiye'de yıl içinde yapılan kanun değişiklikleri ile bütçe dışındaki bazı gelir kaynakları bütçeye aktarılırken, faiz dışı bütçe fazlasının milli gelire oranı %3,5'e düşmüş, AB tanımlı kamu borç stokunun milli gelire oranı ise değişmeyerek % 39'da kalmıştır. Milli gelirdeki büyüme % 1,1'e gerilemiş, üretimdeki daralma eğilimi ile beraber işsizlik oranı yılın sonunda %14 civarına kadar yükselmiştir. Ülkeye doğrudan yabancı yatırımlar ve özel sektörün sağladığı kredilerle sermaye girişi devam ederken, özel sektör yılın son aylarında net borç ödeyicisi konumuna geçmiştir. Global kriz, dünya genelinde sermaye piyasalarını

olumsuz etkilerken, Türkiye'deki sermaye piyasaları da bu olumsuz gelişmelerden payını almış ve İMKB100 endeksi % 52'lik düşüşle, yılı 26.864 puandan kapatmıştır. DİBS faiz oranı yılın başında % 16 seviyesindeyken, yıl içinde % 24 seviyesine kadar çıkmış ancak Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)'nin yıl sonundaki faiz indirimleriyle tekrar % 16 civarına düşmüştür. Döviz kurları yıl içinde artış ve önemli derece oynaklık sergilemiştir. Fakat, Mayıs ayı itibariyle uygulanan parasal sıkılaştırma politikalarıyla birlikte TRY'ye olan talep artmıştır. Ayrıca; İMKB'de işlem gören şirketlerin sayısı 323'e, toplam işlem hacmi 247.893 milyon USD'na, şirketlerin toplam piyasa değeri 182.025 milyon TL'ye ve 119.698 milyon USD'na düşmüştür. Diğer taraftan, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 989.853'e yükselirken, pay senedi yabancı yatırımcı sayısı 6.586'ya düşmüştür. Toplam aracı kuruluş sayısı ise 145'de kalmıştır.

Global ekonomide yavaşlama, 2009 yılında yerini daralmaya bırakmıştır. Yıl içerisinde dünya genelinde, kamu harcamaları artırılırken, para politikaları esnetilmiş ve sermaye piyasalarında talep daralması başlamıştır. Türkiye'de büyümeyi destekleyici önlemlerin alınması, hükümetin finansal sektöre sağladığı kamu destekleri, uluslararası emtia fiyatlarının düşme yönünde hareketlenmesi ve enflasyon tüketici fiyatlarının % 6,5'e düşmesi, Türkiye'nin TL cinsinden BB, yabancı para cinsinden BB- olan uzun vadeli kredi notları uluslararası derecelendirme kurumu FITCH tarafından yıl sonunda BB+'ye yükseltilmesi, gibi olumlu gelişmeler, diğer taraftan milli gelirin %4,7 oranında küçülmesi, işsizlik oranının hızını arttırarak % 14'e kadar yükselmesi, yabancı sermaye girişlerinin yavaşlaması vs. gibi ulusal ve uluslararası gelişmelerle birlikte piyasalar yılın ikinci yarısından itibaren toparlanmaya başlamış ve İMKB100 endeksi % 97'lik artışla, yılı 52.825 puandan kapatmıştır. DİBS faiz oranı yılın başında %16 seviyesindeyken, TCMB'nin yıl boyunca uyguladığı faiz indirimleriyle kademeli biçimde düşerek yılı % 8 civarına kadar düşmüştür. Döviz kurları yılın ilk üç ayında artan bir seyir izlerken, Mayıs ayından itibaren tekrar gevşemiş ve daha sonra önemli bir oynaklık sergilememiştir. Yılın sonunda USD'nın TRY karşısındaki değeri %2 düşüşle 1,49 TRY olurken, EUR'nun TRY karşısında değeri ise %1'in altında bir artışla 2,14 TRY seviyesinde kapanmıştır. Ayrıca; İMKB'de işlem gören şirketlerin sayısı 322'ye ve toplam aracı kuruluş sayısı ise 144'e düşmüştür. Diğer taraftan, toplam işlem hacmi 305.036 milyon USD'na, şirketlerin toplam piyasa değeri 350.761 milyon TL'ye ve 235.996 milyon USD'na, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 1.000.261'e, pay senedi yabancı yatırımcı sayısı 7.008'e yükselmiştir.

2010 yılında gerçekleştirilen anayasa değişikliği ile ilgili referandum süreci ve Yunanistan'ın iflasi, Grexit ihtimali, bazı Avrupa ülkelerinin içinde bulunduğu zorluklara rağmen ülkeye yabancı sermaye girişlerinin artmayı sürdürmesi, ekonomide %8,9 oranında büyümenin gerçekleşmesi, AB tanımlarına göre hesaplanan kamu toplam borç stokunun milli gelirdeki payının 4 puan düşerek %42 olması, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Standard & Poor's'un Türkiye'nin kredi derecelendirme notunu BB'ye ve Moody's'in ise Ba2'ye yükseltmeleri, canlanan iç talebe karşın dış talebin zayıflaması, enflasyon tüketici fiyatlarında % 6,4 ile hedefe yakın gerçekleşmesi, işsizlik oranının gerileyerek % 12'ye düşmesi, vs gibi gelişmelerle hem global piyasalarda hem de Türkiye'deki sermaye piyasalarında iyimser hava güçlenmiştir. İMKB100 endeksi yılı % 25 artışla 66.004 puandan kapamıştır. DİBS faiz oranı yılın başında % 8 seviyesindeyken, yılın sonunda % 7 civarına kadar düşmüştür. Yıl sonunda USD'nin TRY karşısındaki değeri % 3,4 artarak 1,54 TRY olurken, EUR'nun değeri ise % 4,1'in altında bir düşüşle 2,06 TRY seviyesinde kapanmıştır. Ayrıca; İMKB'de işlem gören şirketlerin sayısı 344'e, toplam işlem hacmi 411.469 milyon USD'na, şirketlerin toplam piyasa değeri 472.553 milyon TL'ye ve 307.551 milyon USD'na, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 1.043.135'e, pay senedi yabancı yatırımcı sayısı 7.523'e yükselmiştir. Ancak, toplam aracı kuruluş sayısı ise 144 olarak kalmıştır.

2011 yılında özellikle Avrupa Birliği üyesi bazı ülkelere kaynaklanan risklerin artması ile birlikte dünya genelinde yeni bir durgunluk dönemine girilmiştir. Ağustos ayında, ABD'nin kredi notunun AAA seviyesinden AA+'ya indirilmesi, Japonya'daki deprem felaketi ve Ortadoğu'daki siyasi değişim gibi piyasaları etkileyen önemli gelişmeler global riskleri arttırmıştır. Türkiye'de ise 12 Haziranda yapılan seçimlerde iktidardaki AKP'nin % 50 oy oranıyla yerini koruması, özel sektör ve bankaların kullandığı yurtdışı kredilerinde artış, yurtdışı yerleşiklerin Hazine borçlanma araçlarına gösterdiği ilgi, yabancı sermaye girişlerinin yavaş da olsa devam etmesi, yabancı sermayenin ve negatif reel faizlerin etkisiyle iç talep canlılığının korunması, ekonomik faaliyetlerin % 8,5 seviyesinde büyümesi, bütçe açığının milli gelire oranının % 1,3'e gerilemesi, işsizlik oranının gerileyerek % 10'a düşmesi, AB tanımlarına göre hesaplanan kamu toplam borç stokunun milli gelirdeki payının 3 puan düşerek % 39 olması, TRY'nin değer kaybıyla enflasyon tüketici fiyatlarının % 10,4'e yükselmesi, vs. gibi global ve ulusal gelişmeler Türkiye'de sermaye piyasalarının performansını düşürmüştür ve İMKB100 endeksi yılı % 22 kayıpla 51.267 puandan kapatmıştır. Enflasyon ve gecelik faizler yılın başında % 7 seviyesindeyken, yılın sonunda % 11 civarına

kadar yükselmiştir. TCMB'nın politika faizini düşürmesiyle birlikte döviz kurları Ağustos ayına kadar hızla yükselişe geçmiş ve yılın son aylarında TCMB'nın döviz alım ihalelerini durdurarak satışa geçmesi ve kısa vadeli faizlerde yükselişe izin vermesinin ardından döviz kurları yatay seyir izlemiştir. Yıl sonunda USD'nın TRY karşısındaki değeri % 23 artarak 1,89 TRY olurken, USD karşısında değer kaybeden EUR'nun değeri, TRY karşısında % 19 artarak 2,06 seviyesinde kapamıştır. Ayrıca; İMKB'de işlem gören şirketlerin sayısı 368'e, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 1.097.786'a ve pay senedi yabancı yatırımcı sayısı 7.732'e yükselmesine karşın, toplam işlem hacmi 393.910 milyon USD'na, şirketlerin toplam piyasa değeri 381.152 milyon TL'ye ve 201.924 milyon USD'na ve toplam aracı kuruluş sayısı 140'a düşmüştür.

2012 yılında global sorunlara ilişkin uygulanan genişleyici para politikaları ve yaratılan likidite bolluğunun etkisiyle global piyasalarda daha olumlu performans sergilenmiştir. TCMB'nin likiditeyi artırma yönündeki politikaları ile yıl içerisinde faiz oranlarını düşürmesi, Haziran ayından itibaren küresel risk algısındaki düzelmeler, Kasım ayında uluslararası derecelendirme kuruluşu FITCH'in Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir BBB-'ye yükseltmesi, yıl içerisinde Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun yasallaşması, 2499 sayılı SPKa yürürlükten kaldırılarak yerine 6362 sayılı SPKa'nun kabul edilmesi, vs. gibi ulusal ve global gelişmeler ülkedeki sermaye piyasalarını olumlu yönde etkilemiş ve İMKB dünyada en fazla kazandıran Borsa olmuştur. İMKB100 endeksi yükselişe geçmiş ve yılı 78.208 puandan kapatmıştır. Ayrıca, İMKB'de işlem gören şirketlerin sayısı 404'e, şirketlerin toplam piyasa değeri 552.897 milyon TL'ye ve 311.246 milyon USD'na, ve toplam aracı kuruluş sayısı ise 141'e yükselmiştir. Diğer taraftan, toplam işlem hacmi 357.779 milyon USD'na ve toplam pay senedi yatırımcı sayısı 1.088.566'ya gerilerken, toplam yabancı yatırımcı sayısı 8.304'e yükselmiştir.

Global krizden sonra alınan önlemlerle birlikte krizden çıkış sürecinde dünya ekonomisinin yeni bir döneme girmesi, gelişmiş ülkelerde aşamalı olarak toparlanmanın devam etmesi, gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme hızının yavaşlaması, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarının global finansal piyasalar üzerinde belirleyici olması, vs. gibi global gelişmelerin etkilerinin ağırlığını hissettirdiği 2013 yılında Türkiye'deki sermaye piyasalarının gelişimi yavaşlatmıştır. Mayıs ayında İMKB, İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ile birleşerek özel bir şirket konumuna geçirilmiş ve Borsa İstanbul AŞ. (BİST) adı altında işlem yapmaya başlamıştır. BİST'deki bu birleşmenin etkisiyle Mayıs

ayı içerisinde BİST100 endeksi 94.000 puan seviyesine dayanmıştır. Ancak, yılın sonuna gelindiğinde, global risklerin piyasalarda yılın başından beri yarattığı karamsar havanın sürmesi nedeniyle, BİST100 endeksi yılı 67.802 puandan kapatmıştır. Ayrıca, BİST'te işlem gören şirketlerin sayısı 424'e, toplam işlem hacmi 419.362 milyon USD'na, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 1.110.408'e ve yabancı yatırımcı sayısı 9.555'e yükselmiştir. Diğer taraftan, BİST100 endeksi 67.802-TL'ye, şirketlerin toplam piyasa değeri 505.914 milyon TL'ye ve 237.641 milyon USD'na gerilerken, toplam aracı kuruluş sayısı ise 141'de kalmıştır.

2014 yılında emtia ve petrol fiyatlarının düşmesi, gelişmiş ülkelerin uyguladıkları para politikaları, FED'in para politikasının normalleşmesi ile USD'daki güçlenme, Irak-Şam İslam Devleti (İŞİD)'nin ilerlemesi, Ortadoğu ve Ukrayna'daki siyasi gelişmelerle jeopolitik risklerin artması, döviz kurlarındaki oynaklık, yılın son aylarında global risk iştahının azalmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerdeki portföy çıkışları, zayıflayan ekonomileri ile gelişen ülkelerin pay senedi piyasalarının değer kaybetmesi, ABD ekonomisindeki toparlanmanın ABD borsalarına değer kazandırması, Avrupa ve Japonya'nın ekonomilerinin yavaşlaması, Avrupa ve Japonya'di borsaların USD bazında değer kaybetmesi, TCMB'nın sıkı para politikası, gibi hem global hemde ulusal gelişmelerin etkisiyle Türkiye'de sermaye piyasaları dalgalı bir seyir izlemiştir. Yılın yarısından itibaren olumlu likidite koşullarının ve ucuzlayan petrol fiyatlarının etkisiyle BİST100 endeksi yükselişe geçerek, yılı 85.721 puandan kapatmıştır. Ayrıca; BİST'te işlem gören şirket sayısı 425'e, şirketlerin toplam piyasa değeri 627.365 milyon TL'ye ve 269.800 milyon USD'na, pay senedi yabancı yatırımcı sayısı 9.895'e yükselirken, toplam işlem hacmi 393.976 milyon USD'na, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 1.075.368'e ve toplam aracı kuruluş sayısı 140'a düşmüştür.

2015 yılında, ABD ekonomisindeki iyileşme, FED'in para politikasının normalleşmesi, global ekonomide yaşanan belirsizlikler, artan jeopolitik riskler, gelişmekte olan ülkelerdeki portföy çıkışları, döviz kurlarındaki oynaklık, ülkede artan terör saldırıları, yükselen döviz kurları ve seçim sürecinden dolayı oluşan belirsizlikler BİST pay piyasasını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu durum, BİST pay piyasasında riskten kaçışı başlatmış ve BİST100 endeksinin gerilemesine neden olmuştur. Kasım ayında yapılan seçimlerin ardından BİST100 endeksi tekrardan yükselişe geçmiş ancak, Aralık ayında 10 yıl aradan sonra FED'in faiz artırımını yapması ile BİST100 endeksi tekrardan düşüşe geçmiş ve % 26 kayıpla yılı 71.727 puandan kapatmıştır. 30 Kasım 2015 itibariyle BİST'te BISTECH pay piyasası işletim sistemi devreye alınarak BİST'te işleme açılan pazarların yapıları değiştirilmiştir. Ayrıca;

BİST'te işlem gören şirketlerin sayısı 416'ya, toplam işlem hacmi 374.449 milyon USD'na, şirketlerin toplam piyasa değeri 554.884 milyon TL'ye ve 190.153 milyon USD'na, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 1.075.368'e, pay senedi yabancı yatırımcı sayısı 9.735'e ve toplam aracı kuruluş sayısı 136'a düşmüştür.

2016 yılında ABD'deki başkanlık seçimleri ve Donald TRUMP'ın ABD'nin yeni başkanı olması, İngiltere'nin AB'nden ayrılması ile sonuçlanan Brexit referandumu, gelişmiş ülkelerde yılın son aylarına kadar süren düşük faiz rejimi, düşük petrol fiyatları, likidite bolluğu, Başbakan Ahmet DAVUTOĞLU'nun istifası, 15 Temmuz darbe teşebbüsü ile TRY'nin değer kaybetmesi, vs. gibi ulusal ve uluslararası gelişmeler Türkiye'de sermaye piyasalarını olumsuz yönde etkilemiştir. BİST100 endeksi yılın ilk dört ayında 85.000 puan seviyesinin üzerine çıkmış olsa da yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle daha sonraki aylarda tekrardan gerilemiştir. Ancak yılın sonu itibariyle BİST100 endeksi, % 9 değer kazanarak yılı 78.139 puandan kapamıştır. Ayrıca; BİST'te işlem gören şirket sayısı 405'e, toplam işlem hacmi 327.118 milyon USD'na, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 1.040.794'e ve toplam aracı kuruluş sayısı 132'e düşerken, pay senedi yabancı yatırımcı sayısı 1.082.188'e yükselmiştir. Diğer taraftan, şirketlerin toplam piyasa değeri 614.069 milyon TL'ye yükselirken, USD bazındaki piyasa değeri 174.491 milyon USD'na gerilemiştir.

2017 yılında ABD başkanı Donald TRUMP'ın iş dünyasını destekleyen politikaları benimseyeceği beklentisinin artması, gelişmiş ekonomilerde görülen belirgin toparlanma, global ticaret hacminde görülen artışlar, ABD'nin yeni yönetiminin ticaret ve vergi politikaları, FED'in üç kez faiz artırımına gitmesi, Avrupa ile Japonya'daki faiz oranlarının düşüklüğü ve dünya piyasalarındaki likidite bolluğu, Avrupa Merkez Bankası'nın varlık alım programını Ocak 2018'den itibaren indirdiğini açıklaması, Kasım ayında İngiltere Merkez Bankası faiz artırımına gitmesi, global politikalarda belirsizliklerin devam etmesi, İngiltere'nin AB'den çıkışına ilişkin net bir yol haritasının ortaya koyulmaması, Ortadoğu'daki jeopolitik riskler, global ekonomik büyümenin yavaşlaması, vs. gibi olumsuz ve olumsuz gelişmelerin tümü global piyasalara yön vermiş ve yıl boyunca global piyasalarda iyimser hava hakim olmuştur. Global piyasalarda süren iyimser hava Türkiye'ye yansımış ve Hükümet tarafından açıklanan teşvikler ve alınan tedbirlerle Türkiye'de reel kesimin güveni ve iyimserliği desteklenmiştir. Diğer taraftan, TCMB'nin kademeli olarak uyguladığı sıkı para politikasına rağmen yıl sonunda pay senetleri ve diğer riskli varlıkların getirileri yükselmiş ve BİST, USD bazında en yüksek getiri sağlayan pay piyasası olmuştur. BİST100 endeksi, yılın

içinde ortalama % 50 değer kazanarak yılı 115.333 puandan kapamıştır. Tahvil faizi yılın başında tahvil faizi % 7 seviyesindeyken, yılın sonunda FED faiz arttırımı beklentisinin artması nedeniyle %13 civarına kadar yükselmiştir. Ayrıca; BİST'te işlem gören şirket sayısı 399'a, pay senedi yabancı yatırımcı sayısı 9.552'e, toplam aracı kurum sayısı ise 125'e düşmüştür. Ancak, toplam işlem hacmi 391.157 milyon USD'na, şirketlerin toplam piyasa değeri 880.241 milyon TL'ye ve 233.368 milyon USD'na ve toplam pay senedi yatırımcı sayısı ise 1.091.740'a yükselmiştir.

2018 yılında global ekonomi, jeopolitik riskler ve siyasi gelişmeler ve ABD'nin İran'a karşı yaptırımlarının tekrardan devreye alınması yönündeki açıklamaları, İtalya'da siyasi gelişmeler, dış ticarete korumacı tedbirlerin alınması, ABD'nin Çin, AB, Kanada ve Meksika gibi ülkelerinin de gümrük vergilerine tabi olacaklarının ilan etmesi, Japonya ekonomisinin küçülmesi, Çin'de resmi imalat PMI verisi beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi, EUR/USD kurunun EUR alanında ekonomik faaliyetlerinin hızını kestiğine ilişkin sinyaller vermesi, petrol fiyatlarının gerilemeye başlaması, gibi global gelişmeler global piyasaların üzerinde belirleyici olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretiminin % 9,8 artması ve işsizlik oranının % 9,8 olması ve dış ticaret açığının Nisan ayında % 35,6 artış kaydederek 6,7 milyar USD olması, yıllık enflasyonun TÜFE'de %12,15 seviyesinde gerçekleşmesi, TCMB'nın geç likidite penceresi borç verme faiz oranını 300 baz puan artırması ve politika faizini %16,5 düzeyine çıkarması gibi ulusal boyuttaki gelişmeler Türkiye'de sermaye piyasalarını etkilemiş ve BİST100 endeksi azalarak yılı 114.930 puandan kapamıştır. BİST'de işlem gören şirketlerin sayısı 402, şirketlerin toplam piyasa değeri 921.294 milyon TL ve 233.304 milyon USD, toplam pay senedi yatırımcı sayısı 1.113.326 iken yabancı yatırımcı sayısının 9.637 ve toplam aracı kuruluş sayısı 125 olduğu gözlenmiştir.

Yukarıda açıklanan gelişmelerden de anlaşılacağı üzere; başta ekonomik, daha sonra siyasi, sosyal, vs. gibi ulusal ve uluslararası gelişmeler global piyasalarda olduğu gibi BİST üzerinde de önemli etkiler yaratmıştır. Bu durum, BİST'in ve özellikle pay senetlerinin yüksek riskli ve getirilerinin büyük dalgalanmalar gösterebileceğini ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, 1986 yılından bu yana yaşanan tüm dalgalanmalara rağmen BİST ve özellikle pay piyasası gelişmesini hızla sürdürmüştür.

Kitabımızın ana konusu pay senetleri olması sebebiyle 2003-2018 yılları arasında finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin BİST Pay Piyasası üzerinde yarattığı etkilere ilişkin istatistiklerden bazıları Tablo 1.1'de yer almaktadır.



**Tablo 1.1 : 2003-2018 Dönemi BİST - Pay Piyasası İstatistikleri**

Yıllar	Şirket Sayısı	BİST100 Endeksi	Toplam İşlem Hacmi (Milyon USD)	Şirketlerin Toplam Piyasa Değeri (Milyon TL)	Şirketlerin Toplam Piyasa Değeri (Milyon USD)	Pay Senedi Bakiyeli Toplam Yatırımcı Sayısı	Pay Senedi Bakiyeli Yabancı Yatırımcı Sayısı	Toplam Aracı Kuruluş Sayısı
2003	298	18.625	98.160	96.073	69.003			161
2004	307	24.972	146.605	132.556	98.073			151
2005	316	39.778	200.858	218.318	162.814			141
2006	329	39.117	222.724	230.038	163.775	927.100	6.001	140
2007	332	55.538	294.295	336.089	288.761	940.047	6.686	145
2008	323	26.864	247.893	182.025	119.698	989.853	6.586	145
2009	322	52.825	305.036	350.761	235.996	1.000.261	7.008	144
2010	344	66.004	411.469	472.553	307.551	1.043.135	7.523	144
2011	368	51.267	393.910	381.152	201.924	1.097.786	7.732	140
2012	404	78.208	357.779	552.897	311.246	1.088.566	8.304	141
2013	424	67.802	419.362	505.914	237.641	1.110.408	9.555	141
2014	425	85.721	393.976	627.365	269.800	1.075.368	9.895	140
2015	416	71.727	374.449	554.884	190.153	1.059.313	9.735	136
2016	405	78.139	327.118	614.069	174.491	1.040.794	1.082.188	132
2017	399	115.333	391.157	880.241	233.368	1.091.740	9.552	125
2018/4	402	114.930		921.294	233.304	1.113.326	9.637	125

**Kaynak:** SPK (2018). SPK Aylık İstatistik Bülteni ve Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler. Mart.  
www.spk.gov.tr.

## 2. PAY SENETLERİ

Şirketler Hukuku'nda *anonim şirket*, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirket olup, *pay sahipleri* ise sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile şirkete karşı sorumludur (TTK., Madde: 329) şeklinde tanımlanır. Bu tanıma göre; *Pay kavramı*, anonim şirketlerde hak ve yükümlülüklerin pay ve pay sahipliği üzerinden belirlenmesini ifade eder. Anonim şirketlerde paylar, pay senedine bağlandığı gibi pay senedine bağlanmaması durumunda da ortaklık hakkını gösterir.

Sahibine, onu ihraç eden anonim şirketin malvarlığı üzerinde mülkiyet hakkı veren ve önemli bir finansal araç olan “*Pay*”; bu payı elinde bulunduran kişinin mülkiyet hakkının bir sonucu olarak, bu paylarını ihraç eden ortaklığın kararları üzerinde payı oranında söz sahibi olma hakkına sahip olurlar.

Türk Ticaret Kanunu (TTK.)’nun da “Bir payın itibari değeri en az bir kuruştur. Bu değer, birer kuruş ve katları olarak yükseltilebilir. Bu itibarî değer Bakanlar Kurulu’na gerekli görülüp karar alınması durumunda ise 100 katına kadar artırılabilir. Ayrıca, finansal açıdan sıkıntıya giren anonim şirketin finansal durumunun iyileştirilmesi amacıyla payın itibarî değeri bir kuruştan fazla olduğu takdirde bir kuruşa kadar indirilebilir (TTK., Madde: 476). Bu hükme göre; anonim şirket sermayesinin belirli bir nominal değere göre bölünmüş parçasına “*Pay*” denir. Borsa İstanbul’da işlem gören anonim şirketlerin ihraç etmiş olduğu her bir pay senedinin değeri genellikle bir Türk Lirası’dır.

Anonim şirketlerde pay, şirkete karşı bölünemez. Fakat, bir payın birden fazla sahibi bulunması durumunda, bunlar şirkete karşı haklarını sadece ortak bir temsilci aracılığı ile kullanabilirler. Ancak, bu kişiler temsilci atamadıkları takdirde, şirketçe söz konusu payın sahiplerinden birine yapılacak tebligat diğer sahiplerine de yapılmış kabul edilir (TTK., Madde: 477).

Pay senedine bağlanan paylara “*Pay Senedi ya da Hisse Senedi*” adı verilir. Pay senetleri Türk Ticaret Kanunu’nda kıymetli evrak olarak kabul edilme ve bir kıymetli evrak olarak payın temsil ettiği haklar ilgili hisse senedi üzerinden kullanılır. Anonim şirketlerin genel kurul toplantısına katılmak isteyen bir pay sahibinin sahip olduğu pay senetlerini belgelendirmesi gerekmektedir. Bu belgelendirme, nama yazılı hisse senetleri için pay

sahipleri defterine kayıt ile yapılırken, hamiline yazılı pay senetleri için ibraz edilmesi veya bir yere depo edilerek depo edildiğine ilişkin belgenin sunulması şeklinde yapılabilir.<sup>1</sup>

Pay senetleri, 6362 sayılı SPKa'nun AB Direktiflerine uyum amaçlı oluşturulan "Sermaye Piyasası Araçları" üst başlığının altında bulunan "Menkul Kıymetler" alt başlığı altında açıklanır. SPKa'nun da açıkça "Pay"ın tanımı yapılmamıştır. Fakat, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı "Pay Tebliği" (Tebliğ) 4/p. Maddesi'nde "Pay Senedi" anonim şirketin sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet olarak tanımlanır.

Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda pay senedi, bu pay senedini alan kişinin ya da yatırımcının sermayeye yaptığı katkıyı temsil eder. Ayrıca, menkul kıymet borsalarında ikincil pay senedi piyasasında işlem görmesiyle de bu pay senedinin piyasa fiyatı oluşmaktadır. İkincil pay senedi piyasasında pay senedinin fiyatını etkileyebilecek her çeşit bilginin tam ve zamanında bu piyasaya ulaşması gerekir. Bu piyasaya tam ve zamanında ulaşmayan bilgi, söz konusu pay senedinin borsada aktif olarak işlem görmesini engelleyerek işlem hacminin düşmesine yol açar ve/veya bu pay senedinin fiyatının tam ve doğru şekilde oluşmasını engeller. Böylece, yatırımcıların ve bu pay senedini ihraç eden anonim şirketin meydana gelebilecek bu durumdan etkilenmesi söz konusu olabilir. Bu nedendir ki, sermaye piyasası aracı olarak pay senetleri Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda önemli bir yere sahiptir.

TTK.'na göre; anonim şirketlerin pay senetlerine bağlanmış olsun veya olmasın tüm payları kıymetli evrak statüsündedir ve sahibinin söz konusu şirketin ortağı/ortakları olduğunu ifade eder. Ancak, bu pay senetlerinin sermaye piyasası aracı olarak kabul edilebilmesi için söz konusu pay senetlerinin borsada işlem gören anonim şirketlere ait pay senetleri olması ya da en az 500 adet hissedarı bulunması sebebiyle Sermaye Mevzuatı uyarınca halka açık anonim şirket olarak kabul edilen bir anonim şirket olması zorunlu tutulur.

Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince; pay senetlerinin ihraç ve/veya halka arz edilebilmesi için öncelikle izahnamenin veya ihraç belgesinin onaylanması talebiyle Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'na başvuruda bulunulması ve bu başvurunun SPK tarafından olumlu karşılanması gereklidir.

---

<sup>1</sup> SPK Uzmanları (2016). Sermaye Piyasası Araçları-I. Ders Kodu: 1004. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu. 30 Eylül. s.10.

Halka açık bir anonim şirketin sermayesinin tamamı olağanüstü yedek akçelerden/geçmiş yıl karlarından karşılanmak suretiyle sermaye artırımına gidilmesi durumunda, artırılan tutar kadar bedelsiz pay senedi ihraç edilebilir ve bedelsiz ihraç edilen bu pay senetleri sermaye artırımında bulunan anonim şirketin pay sahiplerine payları oranında verilir. Eğer, anonim şirkette sermaye artırımını nakden yapılması kararı alındıysa, bu anonim şirkette ihraçla birlikte yeni pay senedi alma diğer bir ifadeyle rüçhan haklarının kullanılmasından sonra kalan payların halka arz edilmesi gerekir. Bu anonim şirketin pay senetlerinin alım kararının verilmesi adımıyla gerekli tüm bilgiler tam, güvenilir, açık, tutarlı ve karşılaştırılabilir olması dikkate alınarak, izahname yoluyla yatırımcılara sunulması gerekir.

Pay senedi kavramları bünyesinde pay senedi tanımı, pay senetlerinin özellikleri, pay senetlerinin bastırılması, pay senetlerinin şekli, pay senetlerinin sağladığı haklar, pay senetlerinin yüklediği sorumluluklar sırasıyla açıklanır.

Bu bölümde, pay senedi kavramları, pay senedi çıkarabilen kuruluşlar ve yükümlükleri, pay senetlerinin ekonomik işlevleri, pay senedi çeşitleri, pay senetlerinin çoğaltılması ve sulandırılması, pay senetlerinin getirileri, pay senetlerinin zıya ve zamanaşımı konuları yer almaktadır.

## **2.1. PAY SENEDİ KAVRAMLARI**

Pay senedi kavramları kapsamında pay senedi tanımı, özellikleri, pay senetlerinin bastırılması, pay senetlerinin şekli, pay senetlerin sağladığı haklar ve yüklediği sorumluluklar başlıklı konular yer almaktadır.

### **2.1.1. Pay Senedi Tanımı**

Pay senedi, bir şirketteki kısmi mülkiyeti temsil eden bir kıymetli evrak<sup>2</sup> olarak tanımlanabilir. Bununla birlikte, pay sahibi sahip olduğu pay senetleri ve bu pay senetlerinin temsil ettiği sermaye tutarı kadar ilgili şirketin sahibi diğer bir ifadeyle, ortağı olmaktadır. Her ne kadar ihraç eden şirket gelecekte herhangi bir zamanda bu payı geri satın almak zorunda değilse de, pay sahipleri sahip oldukları pay senetlerini istedikleri zaman ikincil piyasada diğer potansiyel yatırımcılara satabilirler. Sermaye Piyasası Mevzuatı'nca, söz konusu pay

---

<sup>2</sup> Madura, J. (2010). Financial Markets and Institutions. West Publishing Company. (3. Baskı). s.249.

senetlerini ihraç etmiş olan anonim şirketlerin karar almaları durumunda, kendi pay senetlerini ikincil piyasadan geri satın alabilme hakları mevcuttur.

BİST pay piyasasının temeli; güven, şeffaflık ve yatırımcının korunması prensiplerine dayanmaktadır. Borsa İstanbul pay piyasasının temel ilkeleridir. Pay sahipleri veya pay piyasasındaki potansiyel yatırımcılar, Borsa İstanbul pay piyasalarında işlem gören şirketler hakkındaki tüm bilgilere Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) vasıtasıyla ulaşabilmektedir. Borsa İstanbul tarafından “Şirket Bilgileri, Günlük Bülten, Finansal Tablolar, Şirket Haberleri, Veri Sayfaları” KAP ve [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com) internet sitesinde yer almaktadır.

Yatırımcılara zamanında, güvenli, yeterli ve doğru bilgi akışının sağlanması, pay senetlerinin alım satımını yapan yatırımcıların doğru kararlar vermesine dolayısıyla bu işlemlerden doğan getirilerinin artmasına ve bu yolla pay piyasasının gelişmesine yardımcı olmaktadır.

### **2.1.2. Pay Senetlerinin Özellikleri**

Pay senetlerinin kendine has özellikleri aşağıda yer almaktadır.<sup>3</sup>

- Pay senetleri, hukuken kıymetli evrak niteliği taşırlar.
- Standart meblağlı, misli nitelikte ve belli şekil şartlarını içerirler.
- Çok sayıda ihraç edilip, halka arz edilirler.
- Ortaklık hakkı verirler.
- Nama ve hamiline yazılı olarak düzenlenebilirler.
- Nominal değere sahiptir.

### **2.1.3. Pay Senetlerinin Bastırılması**

TTK.’nın 486. Maddesi gereğince; şirketin ve sermaye artırımının tescilinden önce çıkarılan paylar geçersiz kabul edilir ancak, iştirak taahhüdünden doğan yükümlülükler geçerliliklerini sürdürmektedir. Paylar, hamiline yazılı ise yönetim kurulu, pay bedelinin tamamının ödenmesi tarihinden itibaren üç ay içinde pay senetlerini bastırıp pay sahiplerine dağıtır. Şirket yönetim kurulunun hamiline yazılı pay senetlerinin bastırılmasına ilişkin kararı tescil ve ilan edilir. Ayrıca şirketin internet sitesinde duyurulur.

<sup>3</sup> Karabiyik, L. & Anbar, A. (2010). Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi. Ekin Yayıncılık. s.22.

Pay senedi bastırılıncaya kadar ilmühaber çıkarılabilir. İlmühaberlere kıyas yoluyla nama yazılı pay senetlerine ilişkin hükümler uygulanır. Azlık istemde bulunulması durumunda ise nama yazılı pay senedi bastırılıp, tüm nama yazılı pay senedi sahiplerine dağıtılır. Tescilden önce pay senedi çıkaran kimse, bundan doğan zararlardan sorumlu tutulur (TTK., Madde: 486). Ancak, pay senetleri BİST’de işlem gören anonim şirketlerin pay senetlerinin üzerindeki mülkiyet ve diğer hakları Merkezi Kayıt İstanbul AŞ. (MKK) tarafından kayden izlenir. Diğer taraftan, en az 500 adet hissedarı bulunması sebebiyle Sermaye Mevzuatı uyarınca, halka açık anonim şirket olarak kabul edilen anonim şirketlerin pay senetlerinin MKK tarafından kayden izlenme zorunluluğu bulunmaz.

BİST’de işlem gören anonim şirketlere ait pay senetleri, 28 Kasım 2005 tarihinden itibaren MKK tarafından kayden izlenmeye başlanmıştır. SPKa’nun 10/A. Maddesi’ne göre; kaydı tutulması kararlaştırılan pay senetlerinin 31 Aralık 2007 tarihi sonuna kadar ihraççı kuruluşlara veya bunların yetkili kıldığı aracı kuruluşlara teslim edilmesi zorunludur. Fakat, bu şekilde teslim edilmeyen pay senetlerine bağlı mali haklar, MKK’da kayden izlenir ve pay senetlerini teslim etmeleri durumunda hak sahiplerinin hesaplarına aktarılır. Ayrıca bu pay senetlerinin yönetime ilişkin hakları MKK tarafından kullanılır.<sup>4</sup> 31 Aralık 2007 sonuna kadar MKK’na teslim edilmeyen pay senetleri 31 Aralık 2007 tarihinden sonra Borsa İstanbul’da işlem göremeyeceği ve bu teslim edilmeyen pay senetlerinin Borsa İstanbul’da yeniden işlem görebilmesi ve kaydileştirilmeleri amacıyla teslim edilerek, MKK’da hak sahipliklerine ilişkin kayıtların oluşturulmasına bağlı olduğu hükme bağlanmıştır.

Pay senetlerinin kaydileşme tarihi olan 28 Kasım2005 tarihinden sonra yapılan tüm bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarında fiziki senet basım ve teslimi yapılmayacağı sadece kaydi pay senedi ihracının yapılacağı karara bağlanmıştır. Bu kararda pay senedi sahiplerine pay senetlerini kaydileştirmeleri için yedi yıllık süre tanınmış ve bu sürenin dolduğu 2012 yılı sonunda pay senetlerinin kaydileştirilme işlemleri tamamlanmıştır. Bu kararla, BİST’de işlem gören anonim şirketlerin sermayesini temsil eden payların senede bağlanması uygulamasına son verilmiş ve Ocak 2013 tarihi itibarıyla BİST’de işlem görececek anonim şirketlerin payları için kaydileştirme işlemi zorunlu tutulmuştur. Böylece, borsada işlem gören tüm pay senetleri MKK’da kurulan elektronik bir platformda takip edilmeye başlanmıştır.

<sup>4</sup> [www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=3&pid=1](http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=3&pid=1).

Pay senetlerinin borsalarda kolay ve hızlı yollarla alım ve satıma konu edilmeleri, piyasa fiyatlarında meydana gelen değişimlere bağlı olarak bu pay senetlerinin değer artış/kayıplarının da hızlı bir biçimde ortaya çıkması mümkün olur. Pay senetlerinin yatırımcılar tarafından popüler bir yatırım aracı olarak çok sık kullanılıyor olması beraberinde kolay devredilebilir olma ihtiyacını da ortaya çıkartmıştır. Bu sebeple, borsalarda alım satımı gerçekleşen pay senetlerinin hamiline yazılı olarak ihraç edilmesi koşulu getirilmiş ve uygulanmaya başlanmıştır.

#### **2.1.4. Pay Senetlerinin Şekli**

Pay senetlerinin şirketin unvanını, sermaye tutarını, kuruluş tarihini, bu tarihteki sermaye tutarını, çıkarılan pay senedinin tertibini, bunun tescil tarihini, pay senedinin türünü ve itibarî değerini, kaç payı içerdiğini belirtmesi ve şirket adına imza etmeye yetkili olanlardan en az ikisi tarafından imza edilmiş olması şarttır. Kapalı şirketlerde baskı şeklinde imzanın delikli olması veya sahtekârlığı engelleyici diğer güvenlik önlemlerinin uygulanması gerekir (TTK., Madde: 487). Fakat, Ocak 2013 tarihi itibariyle Borsa İstanbul'da işlem görecek anonim şirketlerin payları için kaydileştirme işlemi zorunlu hale getirilerek, bu pay senetlerinin MKK'da kurulan elektronik bir platformda takibine başlanmıştır.

#### **2.1.5. Pay Senetlerinin Sağladığı Haklar**

Halka açık anonim ortaklıklarda %5, halka kapalı anonim ortaklıklarda %10 paya sahip hissedarlara “Azınlık Hissedarlar” adı verilir. Aşağıda açıklanan haklar her bir pay sahibi tarafından münferiden kullanılabilirken, bazı haklar ise azınlık hissedarlar tarafından kullanılır. Azınlık pay sahipleri daha düşük oranda pay sahibi olan ortaklara göre daha fazla yetkiye sahiptir. Genel kurul gündemine madde ekletme hakkı, yönetim kurulunun ibrasını geri bırakma hakkı ve genel kurulun ertelenmesini isteme hakkı, bu yetkiler arasında yer alır. Ayrıca; azınlık pay sahiplerinin şirket denetçisinin yerine yeni denetçi atanması ve haklı sebeplerle fesih davası açma hakları da vardır.

Anonim şirketlerde pay senetlerinin sahiplerine sağladığı haklar; mali, idari ve dava kriterleri olmak üzere üç başlık altında sınıflandırılır.

##### **2.1.5.1. Mali Haklar**

Anonim şirketlerde pay senetlerinin sahiplerine sağladığı mali hakları aşağıda yer almaktadır.

- **Hazırlık Dönemi Faizi Alma Hakkı**

Anonim şirketlerin tam olarak faaliyete başlamasına kadar geçecek sürede, pay sahiplerine belirli bir faiz ödenmesi yapılmasına denir. Ancak, bu ödemenin yapılabilmesi için ilgili anonim şirketin esas sözleşmesinde bir hüküm bulunması ve faiz ödemesinin ne kadar devam edeceğinin açıklaması gerekir.

- **Kar Payı Alma Hakkı**

Pay, pay sahiplerine şirketin yıllık net karından pay alma hakkını ifade eder. Şirket genel kurulunda kar dağıtım kararı alınması halinde pay sahiplerine kar payı ödemesi yapılır. Bu hak pay sahiplerinin kazanılmış bir hakkı olup, belirli koşullarda sınırlandırılabilir.

- **Tasfiye Bakiyesinden Pay Alma Hakkı**

Pay sahiplerinin şirket tasfiyesinden öncelikli olarak şirket ikili ticari ilişkilerden doğan borçları, ardından tahvil, finansman bonosu gibi borçlanmayı ifade eden menkul kıymetlerin bedelleri ödenir. Şirketin tüm borçları ödendikten sonra eğer kalan varsa, bu tutar üzerinden pay sahiplerinin payları oranında pay alma hakları oluşur.

- **Yeni Pay Alma Hakkı**

Şirketin bedelli sermaye artırımında pay sahibinin, öncelikli pay alma hakkını ifade eder. Pay sahiplerinin bu hakkını kullanım süresi en 15 gün en fazla 60 gün olarak SPK tarafından belirlenir. Bu hak, *BİST Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı*'nda işlem görür.

- **Geri Alma Hakkı**

Şirketlerin ihraç etmiş oldukları pay senetlerini şirket kaynakları ile piyasadan geri satın alınmasını ifade eder. Şirketlerin pay senetlerini geri satın alması sırasında geri alım oranı şirketin ödenmiş/çıkarılmış sermayesinin %10'u ile sınırlandırılmıştır. Borsalarında görülen yoğun fiyat hareketlerine karşı, pay senetlerinin fiyat dalgalanmalarını azaltmak amacıyla kendi pay senetleri üzerinde işlem yapan şirketlerin yaptıkları işlemlerin daha şeffaf bir ortamda yapılması ve yatırımcıların en doğru şekilde bilgilendirilmesini hedefleyen bu hak, şirketlerin finansman politikalarında kullanılır.

- **Bedelsiz Pay Alma Hakkı**

Anonim şirketlerin iç kaynaklarını kullanarak yaptıkları sermaye artırımını karşılığı çıkardıkları pay senetlerinin bir bedel talep edilmeksizin pay sahiplerine dağıtılmasını ifade



eder. Pay sahiplerinin bedelsiz pay senedi alma hakkı bir süre ile sınırlandırılmaz ve engellenemez.

Şirket hissedarlarının ayrıca, şartlı sermaye artırımında önerilmeye muhatap olma hakkı; ortaklıktan ayrılma hakkı; ortaklıktan çıkarma hakkı; sermayenin korunmasını isteme hakkı; ortaklığın temel yapısının korunmasını isteme hakkı da mevcuttur.

#### **2.1.5.2. İdari Haklar**

Anonim şirketlerde pay senetlerinin sahiplerine sağladığı idari hakları aşağıda yer almaktadır.

##### **- Oy Hakkı**

Payların sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı şirket esas sözleşmesi ile belirlenmekte olup, her bir pay ya da pay senedi başına bir oy hakkı verilir. Ancak, bazı özel durumlarda bir pay senedinin oy hakkı artırılabilir. Şirketler aynı zamanda kar payı imtiyazı sağlayan oydan yoksun pay senetlerini de çıkarabilir.

##### **- Bilgi Alma Hakkı**

Pay sahipleri ortak oldukları şirketlerin sırları hariç finansal performansı, varlık durumu, kaynak durumu gibi hususlarda söz konusu şirketten hesap verme ilkelerine uygun, yeterli bilgiyi talep etme ve inceleme hakkını ifade eder. Pay sahiplerinin bu hakkı sınırlandırılmaz ya da engellenemez.

- Genel Kurulu Toplantıya Çağırma Hakkı,
- Genel Kurula Davet ve Katılma Hakkı,
- Genel Kurulun Ertelenmesini İsteme Hakkı,
- Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkı,
- Özel Denetim İsteme Hakkı.

#### **2.1.5.3. Dava Hakları**

Anonim şirketlerde pay senetlerinin sahiplerine sağladığı dava hakları aşağıda yer almaktadır.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> SPK Uzmanları. (Kod:1004). (2016). a.g.e.. s.6.

- Butlan Davası Açma Hakkı (*Bir hukuki işlemin hükümsüzlüğünü amaçlayan davaya denir*),
- İptal Davası Açma Hakkı,
- Denkleştirme Akçesinin Tespiti Davası Açma Hakkı,
- Hakimiyet İlişkilerine Ait Davalar,
- Organlardaki Eksikliğin Giderilmesi Davası,
- Sorumluluk Davaları,
- İbranın Kaldırılması Davası,
- Bilgi Alma Ve İnceleme Davası,
- Özel Denetim İsteme Davası,
- Ortaklığın Feshi Davası,
- Pay Sahiplerinin Temsili Konusunda İptal Davası,

Mesela; azınlık pay sahibi, yönetim kurulundan, yazılı olarak gerektirici sebepleri ve gündemi belirterek, genel kurulu toplantıya çağırmasını veya genel kurul zaten toplanacak ise, karara bağlanmasını istediği konuların gündeme konulmasını isteyebilir. Bu istemi ortaklık yönetim kurulu tarafından reddedildiği veya isteme *yedi iş* günü içinde olumlu yanıt verilmediği takdirde, başvuru üzerine, genel kurulun toplantıya çağırılması için ortaklık merkezinin bulunduğu yerdeki Asliye Ticaret Mahkemesi karar alır. Genel kurulun özel denetim istemini reddetmesi halinde de, azınlık pay sahibi *üç ay* içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer Asliye Ticaret Mahkemesi'nden özel denetçi atanmasını isteyebilir.

#### **2.1.6. Pay Senetlerinin Yüklendiği Sorumluluklar**

Anonim şirketlerde pay senetlerinin sahiplerinin yükümlülükleri aşağıda yer almaktadır.

##### **- Sermaye Koyma Sorumluluğu**

Pay sahibi şirketin kuruluşunda ve sermaye artırımını esnasında taahhüt ettiği tutarları zamanında ödemekle mükelleftir. Pay sahibi bu sorumluluğu yerine getirmediği takdirde cezai işleme maruz kalır.

##### **- İkincil Borçları Üstlenme Sorumluluğu**

Sermaye koyma borcu dışında esas sözleşme ile pay sahiplerine getirilen ikincil borçları üstlenme sorumluluğunu ifade eder.

- **Sözleşme Şartlarına Uyma Sorumluluğu**

Şirketin her bir pay sahibi şirket sözleşmesinde belirtilen ve altına imzasını attığı tüm kurallara uymak ve sorumluluklarını yerine getirmek zorundadır.

- **Sadakat Sorumluluğu**

Pay sahibinin hem şirkete olan ortaklığının devamı sırasında hem de şirketten ayrıldıktan sonra şirket sırlarını saklamak ve açıklamamak sorumluluğunu ifade eder.

- **İkincil Borç Sorumluluğu**

Pay senedi sahiplerinin sermaye koyma borcu dışında esas sözleşme ile pay sahiplerine getirilen ikincil borç yükümlülüğü de vardır.

## **2.2. PAY SENEDİ ÇIKARABİLEN KURUM VE KURULUŞLAR VE YÜKÜMLÜKLERİ**

Pay senetleri tıpkı borç senetleri gibi anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler, özel kanunla kurulmuş kuruluşlar ve Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı tarafından ihraç edilir. Borsa İstanbul'daki pay senedi piyasalarında işlem yapmak isteyen şirketlerin mutlaka anonim şirket statüsünde kurulması gereklidir. Aksi halde, bu şirketlere ait pay senetlerinin bu piyasalarda halka arz yoluyla satılması mümkün olamaz.

Pay senedi çıkarabilen kuruluşlar sırasıyla aşağıda yer almaktadır.

### **2.2.1. Anonim Şirketler**

Sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı sadece mal varlığı ile sorumlu bulunan şirkete “*Anonim Şirket*” adı verilir (TTK., Madde: 329). Anonim şirket hukuki yapılanmasında pay sahipleri, sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile şirkete karşı sorumlu tutulur. Anonim şirketler, her çeşit ekonomik faaliyette bulunabilen, kurullarla ve çoğunluk esasına göre yönetilen, pay senedi, tahvil gibi menkul kıymetleri çıkartabilen ve uzun vadeli hedefleri gerçekleştirmek amacıyla kurulan sermaye şirketleridir. Hukuki yapısı gereğince, pay senedi çıkartma yetkisi olan şirketler çeşitlerinden biri anonim şirketlerdir. Ayrıca, borsalarda sadece anonim şirket statüsünde kurulan şirketlerin menkul kıymetlerini ihraç etmesine izin verilir.

Anonim şirketler hangi şekilde pay senedi çıkardıklarına bağlı olarak 3 grup altında sınıflandırılır.

#### **a. Sadece Türk Ticaret Kanunu'na Tabi Anonim Şirketler**

Bu şirketler tek kişi veya aile şirketi olarak kurulan şirketlerdir. Bu şirketlerin küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarını toplayıp, sermaye birikimi oluşturma ve sermaye piyasasına gelişmesine katkıda bulunma gibi amaçları üstlenmeyen dolayısıyla SPKa kapsamı dışında bırakılan anonim şirket türüdür.

#### **b. Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Şirketler**

Bu şirketler, esas sermaye sistemine tabi olup kayıtlı sermaye sistemine geçmemiş ancak pay senetlerini halka arz etmiş veya arz etmiş sayılan anonim şirketlerdir. Bu şirketler, kapalı anonim şirket ya da aile şirketi olarak kurulan şirketler olup, küçük tasarrufları toplayarak özsermaye niteliğinde fon oluşturmak amacıyla SPKa kapsamına girme kararı verebilirler ya da ortak sayısı 500 pay sahibini geçmesi durumunda bu şirketler kendiliğinden halka arz edilmiş kabul edilerek SPK hükümlerine tabi olmak zorunda kalırlar. Her iki durumda da bu şirketler Sermaye Piyasası Mevzuatı'nın gerektirdiği koşullara uyum sağlayacak yapı değişikliklerini yapmaları gerekir.

#### **c. Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Şirketler**

Kayıtlı sermaye sistemine geçen ve sermaye artırımlarında SPKa hükümlerine tabi olan anonim şirketlerdir. Bu şirketler, sermaye piyasalarından faydalanarak sermaye artırımlarında çıkardıkları pay senetlerini ortaklarına ve potansiyel yatırımcılara kolay ve hızlı şekilde ihraç etme olanaklarına da sahiptirler.

#### **2.2.2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketler**

Bu şirketler pay senedi ihraç edebilen şirketlerdir. Ancak, SPKa bu şirketlerin çıkardığı pay senetlerinin halka arz yoluyla satışına izin verilmemektedir.

#### **2.2.3. Özel Kanunla Kurulmuş Kuruluşlar**

Özel kanunla kurulmuş olan TCMB, Bankalar, Sigorta Şirketleri, anonim şirket olarak kurulan Kamu İktisadi Devlet Teşekkülleri (KİT), Bağlı Ortaklıklar, Yatırım Ortaklıkları, Aracı Kurumlar, Özel Finans Kurumları gibi kuruluşlar çıkardıkları pay senetlerini halka arz edebilirler.

## 2.2.4. Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı

Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi gelir ortaklığı senedi ve kamu pay senedi olmak üzere iki farklı menkul kıymet tipini çıkartarak, halka arz edebilir.<sup>6</sup>

Pay senedi çıkaran halka açık anonim şirketlerin pay sahiplerine karşı yerine getirmesi gereken bazı yükümlülükleri vardır. Bu yükümlülükler; kamuyu aydınlatma, kar payı (temettü) dağıtımı, bağımsız denetim yükümlülükleri olarak sıralanabilir.<sup>7</sup>

### a. Kamunun Aydınlatılması

Piyasada şirketlerin çıkardıkları ve halka arz etmiş oldukları pay senetlerinin piyasa/borsa değerini ve yatırımcıların pay senedi ile ilgili yatırım kararlarını etkileyecek veri ya da bilginin oluşması gibi özel durumların, zamanında ve eksiksiz olarak kamuya duyurulmasına “*Kamuya Aydınlatma*” denir. Kamuya eksiksiz ve zamanında yapılan bilgi akışı, piyasadaki yatırımcıların verecekleri yatırım kararlarının doğruluk dereceleri ve piyasadaki derinlik ve etkinlik seviyesini arttırarak, piyasa oluşan fiyat, miktar ve işlem hacmi gibi verilerin doğruluk düzeyini arttırır.

Şirketlerle ilgili olarak meydana gelen tüm sürekli ve içsel bilgilere “*Özel Durumlar*” adı verilir. Özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kurulu’nun *Seri: VI, No:54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ*’inde düzenlenmiştir. Sermaye piyasalarında kullanılan finansal aracın değerini ve bu finansal araçla ilgili olarak yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek henüz kamuya açıklanmamış bilgiye “*İçsel Bilgi*” denir. Sermaye piyasalarında kullanılan finansal aracın değerini ve bu finansal araçla ilgili olarak yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek henüz kamuya açıklanmamış bilginin dışında kalan özel durumlar ve ilgili yasal düzenlemeler uyarınca açıklanması gerekli olan tüm bilgiler “*Sürekli Bilgi*” olarak tanımlanır. Şirketlerle ilgili tebliğ hükümlerine uygun olarak düzenleyecekleri formları doldurup, bu formları BİST’in özel durumlarla ilgili departmana gönderilmesi zorunludur.

### b. Kar Payı (Temettü) Dağıtımı

Şirketler TTK. ve Sermaye Piyasası Mevzuatı’ndaki kar payı dağıtımına ilişkin hükümlere uymak zorundadırlar. Şirketlerin pay sahiplerine kar payı dağıtabilmesi için ilk

<sup>6</sup> 2983 Sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun.

<sup>7</sup> Deyneki, G.H. (2017). Pay Sahibine Karşı Halka Açık Anonim Ortaklıkların Yükümlülükleri. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/pay-sahibine-karsi-halka-acik-anonim-ortakliklarin-yukumlulukleri/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/pay-sahibine-karsi-halka-acik-anonim-ortakliklarin-yukumlulukleri/).

adımında; kanunen ayrılması gereken yedek akçeleri ayırması, ikinci adımda; esas sözleşmede belirlenen hükümlere göre pay sahiplerine ödenecek kar payının belirlenmesi gerekir. Üçüncü adımda ise kar payı dağıtımındaki iki adımın tamamlanması koşuluyla diğer yedek akçelerin ayrılması, gelecek yıla kar aktarımı ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, şirket çalışanlarına kardan pay dağıtılmasına karar verilebilir. Açıklanan bu adımlara uyulmadıkça pay sahiplerine hukuken kar payı dağıtımı yapılması mümkün olmayacaktır. Şirket pay sahiplerine kar payı dağıtım tarihi itibarıyla mevcut pay senetlerinin payları oranında tamamına kar payı dağıtılır. Şirket kar payı dağıtımını yaparken pay senetlerinin ihraç ve iktisap tarihlerini dikkate almaz ve her pay senedine eşit olarak kar payı dağıtımını yapar.

Şirket kar payı dağıtımını “nakit; bedelsiz pay senedi karşılığı; hem belli oranda nakit hem de belli oranda bedelsiz pay senedi” olarak gerçekleştirilir. Ancak; yasal prosedüre uymak şartıyla şirketin kar payını dağıtmak yerine şirket bünyesinde tutma kararı da verebilir. Şirketin kar payı dağıtmama tercihini kullanması durumunda, şirket özsermayesini güçlendirme, oto-finansman kaynaklarını artırma imkanını elde eder.

### **c. Kurumsal Yönetim**

Sermaye Piyasası Mevzuatı ve TTK. hükümleri uyarınca, halka açık ve/veya bağımsız denetime tabi olan şirketler, kurumsal yönetim düzenlemeleri çerçevesinde eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkelerine uygun faaliyet göstermekle yükümlü tutulmuştur. Payları senetleri BİST’de işlem gören şirketlerin faaliyet raporlarında, Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyum konusundaki beyanlarına ve SPK’nun Kurumsal Yönetim İlkeleri karşısındaki durumlarının görülebilmesi için *Kurumsal Yönetim Uyum Raporu*’na yer vermeleri gerekir.<sup>8</sup>

### **d. Bağımsız Denetim**

Payları senetleri BİST’de işlem gören şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş yıllık konsolide finansal tablolarını kamuya duyurulmak amacıyla BİST’e bildirme yükümlüğü vardır. Bu yükümlülük altındaki şirketler hesap dönemini izleyen 60 gün içerisinde; üç aylık, altı aylık ve dokuz aylık ara dönem konsolide finansal tablolarını ara hesap dönemini izleyen 30 gün içerisinde KAP’da kamuya duyurulmak üzere BİST’e bildirmekle yükümlüdür.

---

<sup>8</sup> Deyneki, G.H. (2017). Pay Sahibine Karşı Halka Açık Anonim Ortaklıkların Yükümlülükleri. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/pay-sahibine-karsi-halka-acik-anonim-ortakliklarin-yukumlulukleri/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/pay-sahibine-karsi-halka-acik-anonim-ortakliklarin-yukumlulukleri/).

### 2.3. PAY SENETLERİNİN EKONOMİK İŞLEVLERİ

Pay senetlerinin temel işlevleri aşağıda yer almaktadır.

- Pay senetleri geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük yatırımlarda biraraya getirerek, hızlı kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.<sup>9</sup>
- Pay senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi kurumların mülkiyetini geniş halk kitlelerine dağıtarak, iktisadi refahı geniş tabana yayar ve dengeli bir gelir dağılımını gerçekleştirir.
- Pay senetlerinin halka arzı ile şirketlerin halka açılmasını kolaylaştırırken, sermayenin tabana yayılmasını kolaylaştırır ve teşvik eder.
- Pay senetleri, halkı ekonomik kararlarda söz sahibi yaparak, demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.
- Pay senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, yatırım araçlarıyla gerçekleştirir.
- Pay senetleri ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesine ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılmasına böylece ülkedeki üretim kapasitesinin arttırılmasına imkan tanır.
- Pay senetleri, yatırımları ve yatırımlardan elde edilen gelirlerin değerini enflasyona karşı korur.
- Pay senetleri, fon talebinde bulunan şirketlerin orta ve uzun vadeli yatırımları için gerekli fon girişini temin ederek, şirketlerin kaynak sorunun çözümünde önemli rol oynar.
- Pay senetleri ile fon temin eden şirketler, yüksek finansman maliyetlerini karşılamak zorunda kalmazlar.
- Pay senetlerini borsa koduna kayıt ettiren şirketler, borsanın yaratmış olduğu teşvik ortamından yararlanarak, pay senetlerini daha hızlı ve kolay pazarlama imkanını elde ederler.
- Pay senetlerini borsa koduna kayıt ettiren şirketler, ulusal ve uluslararası düzeyde tanınma imkanını elde ederler.

<sup>9</sup> Kondak, N. (1999). Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş. No.255. Der Yayınları. s.64.

- Pay senetleri, şirketlerin pay senetlerini çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumları bulmalarını kolaylaştırır.
- Pay senetleri, finansal durumları bozulan veya iflas edecek şirketlerin birleşme, füzyon ve ele geçirme yoluyla *Take Over Bid* şeklinde isimlendirilen işlemler sonucu bu şirketlerin yok olmaları önlenmekte ve bu şirketlerin ülke ekonomisinde olumlu katma değer yaratmaya devam etmelerine olanak sağlarlar.
- Pay senetlerinin sayısının ve çeşitlerinin artırılması borsaların pay senetleri piyasalarının gelişmesine, derinleşmesine ve piyasada faaliyette bulunacak şirket sayısının artmasına dolayısıyla ülke ekonomisinin kalkınmasında olumlu rol oynar.
- Pay senetlerini ihraç eden şirketlerin SPK tarafından daimi bir gözetim ve denetim altında olması bu şirketlerin daha tutarlı ve istikrarlı bir finansal yapı içinde gelişme göstermelerine neden olur.
- Pay senetlerini halka ihraç eden şirketlerin Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS)'na uyma zorunluluklarının olması düzenleyecekleri finansal bilgi ve belgelerin şeffaf, karşılaştırılabilir özellik taşımasını zorunlu tutar.
- Pay senedi çıkaran şirketlerin Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uyma zorunluluğunun olması ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından sürekli bir denetime tabi tutulması düzenleyecekleri finansal tabloların güvenilirliğini artırır ve yatırımcılara daha doğru ve kaliteli bilgi verilmesine olanak sağlar.
- Borsaya kote edilen şirketlerin pay senetleri temel alınarak düzenlenen menkul kıymet fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gelişimi hakkında toplu bir fikir verir ve gelecek hakkında önceden tahminler yapılması imkanını sağlar.
- Finansal başarısı yüksek şirketlere ait pay senetlerinin likiditesinin yüksek, fırsat maliyetinin düşük olması sebebiyle, bu pay senetleri yatırımcıların getirilerinin arttırılmasına yarayan önemli bir sermaye piyasası aracıdır.



## 2.4. PAY SENEDİ ÇEŞİTLERİ

Pay senetleri çeşitleri kapsamında pay senetleri, nama ve hamiline pay senetleri, nakit ya da aynı sermaye karşılığında çıkartılan pay senetleri, adi ve imtiyazlı pay senetleri, bedelli ve bedelsiz pay senetleri, primli ve primsiz pay senetleri, kurucu ve intifa pay senetleri ve pay senetlerinin türevleri şeklinde sınıflandırılmış olup, aşağıda sırasıyla açıklanmaktadır.

### 2.4.1. Hamiline ve Nama Yazılı Pay Senetleri

Anonim şirketlerde ortaklık ortağın sahip olduğu paya bağlıdır ve bu payın senede bağlanma zorunluluğu yoktur. Bu şirketlerde payın pay senedine bağlanması durumunda bu pay senetleri nama ve hamiline olmak üzere iki şekilde çıkartılabilir (TTK., Madde: 481/1).

#### a. Nama Yazılı Pay Senetleri

Mülkiyetin devir ve ciro ile birlikte gerçekleştiği pay senedine “*Nama yazılı Pay Senedi*” adı verilir. Pay senedinin usulüne uygun şekilde devredildiği ispat edilmediği sürece, devir alan anonim şirketin *Pay Defterine* kayıt edilemeyen (TTK., Madde: 499/2) pay senedine denir ve şirketle ilişkilerde yalnız Pay Defterine kayıtlı olan kişi pay sahibi/ortak olarak kabul edilir (TTK., Madde: 499/4). Nama yazılı pay senetlerinde mülkiyet devir ve ciro ile birlikte gerçekleşir. Borsa İstanbul’da anonim şirket yönetim kurulunun beyaz ciroyla devrine ilişkin karar almış olması koşulu ile nama yazılı pay senetleri de işlem görebilir.

Devir edilen kişinin ad ve soyadı yazılarak “*ödeyiniz*” ibaresinin yazıldığı ve devreden kişi tarafından imzalanan ciroya “*Tam Giro*” denirken; isim belirtilmeden, sadece “*Ödeyiniz*” ibaresinin yazıldığı ve devreden kişi tarafından imzalanan ciroya “*Beyaz Giro*” adı verilir.

Anonim şirketlerde henüz çıkarılmamış hisse senetlerini temsil eden “İlmühaberler” çıkartılır ve hak sahibine devir hakkı dahil tüm pay sahipliği haklarını verir. Bu ilmühaberlere nama yazılı pay senedine ilişkin hükümler uygulanır (TTK., Madde: 486/2).

Nama yazılı pay senetlerinin bir taraftan pay sahiplerinin sayısının belirlenmesi, pay sahiplerinin tanınması ve takibi, şirket varlıklarının korunması, şirketin üçüncü kişiler tarafından ele geçirilmesinin engellenmesi, kaybolma ve çalınma durumlarında üçüncü kişilerin haksız yoldan hak sahipliği talebinde bulunmasının önlenmesi gibi olumlu yönleri varken, diğer taraftan pay senetlerinin devrinde yaşanabilecek zaman sıkıntısı ve fiziksel zorluklar, şirketin halka halka açılmaması, pay sahibinin kimliğinin gizliliğini sağlayamaması gibi olumsuz yönleri de mevcuttur.

## **b. Hamiline Yazılı Pay Senetleri**

Mülkiyetin teslimle gerçekleştiği pay senedine “*Hamiline Pay senedi*” adı verilir. Pay senedinin üzerinde sahibi olan kişinin adı ve soyadının bulunmadığı, bu senedini elinde bulunduran kişinin pay sahibi kabul edildiği ve tüm ortaklık haklarına sahip olduğu pay senetleri olarak tanımlanır. Hamiline yazılı pay senelerinde mülkiyet sadece devir yoluyla gerçekleşir.

Hamiline yazılı pay senetlerinin bir taraftan pay senetlerinin mülkiyet hakkının devir kolaylığı, mülkiyetin taban yayılmasını hızlandırmak, pay sahibinin kimliğinin gizliğini sağlama gibi olumlu yönleri varken, diğer taraftan pay senetlerinin çalınması ve kaybolması durumunda bu pay senetlerini elinde bulunduran kişilerin haksız yoldan hak sahipliği talebinde bulunmasının engellenememesi, pay sahiplerinin tanınmasındaki güçlük, şirketin üçüncü kişiler tarafından ele geçirilmesinin engellenememesi, şirket genel kurul toplantılarında yeterli pay sahibi çoğunluğunun sağlanamaması, teslim zorunluluğunun olmaması sebebiyle rehin ve intifa haklarının kullanılamaması gibi olumsuz yönleri de mevcuttur.

### **2.4.2. Nakit ve Ayni Sermaye Karşılığı Çıkarılan Pay Senetleri**

Şirket kuruluşunda ya da sermaye artırımları sırasında bedelleri nakit ödenen pay senetlerine “*Nakit Karşılığı Pay Senetleri*”; bedelleri nakit dışında ayni sermaye ile ödenen pay senetlerine ise “*Ayni Sermaye Karşılığı Çıkarılan Pay Senetleri*” adı verilir. Ancak, SPKa gereğince, pay senetleri halka arz edilen veya ortak sayısı 500’ü geçmiş olması sebebiyle halka arz edilmiş kabul edilen anonim şirketlerin kuruluş ya da sermaye artırımlarında hiçbir şekilde ayni sermaye karşılığı pay senedi çıkartılması mümkün olamaz.<sup>10</sup> Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamına giren ve/veya BİST’de işlem gören anonim şirketlerin halka ihraç ettikleri pay senetlerini mutlaka nakit karşılığı çıkartmaları zorunludur.

### **2.4.3. Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri**

Şirket esas sözleşmesinde aksi hüküm bulunmadıkça, şirket pay sahiplerinin her birine eşit haklar sağlayan pay veya pay senedine “*Adi Pay Senedi*” denir. Şirket esas sözleşmesi ile oy hakkı, kara katılma, yönetim ve denetim kuruluna üye seçimi ve benzeri konularda adi pay

<sup>10</sup> Akbulak, S. & Akbulak, Y. (2004). Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Ortaklıklar. No.1513, Ağustos. Beta Yayıncılık. s.57.

senetlerine göre pay senedi sahiplerine imtiyazlı hakları veren pay veya pay senedine ise “İmtiyazlı Hisse Senedi” adı verilir.

Borsa İstanbul pay senedi piyasasında işlem gören pay senetleri A grubu, B grubu, C grubu ve D grubu olarak sınıflandırılır. Bu gruplara dahil edilen tüm pay senetleri 6 ayda bir tekrardan gözden geçirilerek A, B, C, D gruplarına ait pay senetleri listeleri tekrardan düzenlenir.

Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri gereği oluşturulan A, B, C, D gruplarında yer alan payların Ocak-Haziran 2018 pay senedi listelerinin özeti Tablo 2.1’de yer almaktadır.

**Tablo 2.1: Borsa İstanbul A, B, C, D Grupları Pay Senedi Sayıları**

<b>Ocak-Haziran 2018 Pay Senedi Dağılımı</b>	
A Grubu	250 Pay Senedi
B Grubu	75 Pay Senedi
C Grubu	35 Pay Senedi
D Grubu	46 Pay Senedi
<b>TOPLAM</b>	<b>406 Pay Senedi</b>

**Kaynak:** [www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/a-b-c-d-grubu-paylar](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/a-b-c-d-grubu-paylar).

Pay senetlerinin gruplandırılması sırasında “fiili dolaşımdaki pay senedi sayıları üzerinden hesaplanan halka açık piyasa değeri; fiili dolaşımdaki pay senedi sayıları; fiili dolaşımdaki pay senedi oranı; gözültü pazarında işlem görüp görmeme durumu; menkul kıymet yatırım ortaklıklarının büyüklükleri” gibi hususlar esas alınır. Bu hususlar çerçevesinde *A, B, C, D Gruplarına* ait pay senetleri aşağıdaki gibi tanımlanır.

Fiili dolaşımdaki pay senetlerinin değeri 30 milyon TL ve üzeri olan pay senetlerine “*A Grubu Pay Senetleri*”; fiili dolaşımdaki pay senetlerinin değeri 10 milyon TL ile 30 milyon TL arasında olan pay senetlerine “*B Grubu Pay Senetleri*”; fiili dolaşımdaki pay senetlerinin değeri 10 milyon TL’nin altındaki pay senetlerine “*C Grubu Pay Senetleri*” ve Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP), Serbest İşlem Platformu (SİP), Nitelikli Yatırımcı İşlemleri Pazarı (NYİP) veya Gözültü Pazarı’nda (GP) işlem gören pay senetleri ise “*D Grubu Pay Senetleri*” olarak tanımlanır.

A, B, C, D Gruplarına ait pay senetleri arasındaki farklılıklar aşağıda yer almaktadır.

- A ve B grubu pay senetlerinde bekleyen emirlerin derinlik bilgileri Matriks, Foreks gibi veri yayın ekranlarında beş kademeye kadar gösterilirken, C grubu pay senetlerinde tek kademe gösterilir.
- A ve B grubu pay senetleri sürekli müzayede yöntemi ile işlem görürler ve kredili alım, açığa satış, ödünç alma veya ödünç verme işlemlerine konu olabilirler.
- C grubu pay senetleri tek fiyat işlem yöntemi ile işlem görürler ancak, piyasa yapıcı veya likidite sağlayıcısına sahip olması durumunda sürekli müzayede işlem yöntemi ile işlem görebilirler. Bu gruba dahil olan pay senetleri, kredili alım veya açığa satış işlemlerine konu olamazlar.
- B grubu pay senetleri, belli bir anda oluşacak açık takas pozisyonunun %100'ü oranında özsermaye bulundurma şartına tabi tutulur. Bu gruba giren pay senetleri, sermaye piyasası araçlarının kredili alım, açığa satış, ödünç alma veya ödünç verme işlemlerinde özsermaye oranının hesaplanmasında en çok %50'si oranında özsermaye bulundurma şartına tabi tutulur.
- C grubu pay senetleri, belirli bir anda oluşabilecek açık takas pozisyonunun %100'ü oranında özsermaye bulundurma koşulu getirilmiştir. Ayrıca, bu gruptaki pay senetleri, sermaye piyasası araçlarının kredili alım, açığa satış, ödünç alma veya ödünç verme işlemlerinde özsermaye oranının hesaplanmasında özsermaye olarak kabul edilmezler.

#### **2.4.4. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri**

Şirket kuruluşunda ya da sermaye artırımlarında şirket ortaklarının rüçhan hakkı kullanımıyla veya halka arz yoluyla üçüncü kişilere arz edilen ve bu yolla şirkete yeni fon girişi sağlayan pay senetleri "*Bedelli Pay Senetleri*" olarak ifade edilir. Şirketin iç kaynakları arasında yer alan "emisyon primleri, dağıtılmamış karlar, yedek akçeler, yeniden değerlendirme fonu, maliyet artışı fonu, gayrimenkul satış kazançları, iştiraklerdeki değer artışları" gibi özsermaye kalemlerinin şirket sermayesine ilave edilmesi suretiyle yeni fon girişi sağlamadan, çıkarabileceği pay senetlerine ise "*Bedelsiz Pay Senetleri*" adı verilir.

#### **2.4.5. Primli ve Primsiz Pay Senetleri**

Nominal değerle (üzerinde yazılı değer) ihraç edilen pay senetlerine "*Primsiz Pay Senetleri*"; nominal değerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen pay senetlerine ise "*Primli Pay Senetleri*" adı verilir. Pay senetlerinin piyasa ya da borsa fiyatı ile nominal değeri arasındaki fark "*Emisyon Primi*" olarak tanımlanmaktadır. Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince; pay

senetleri borsada nominal değerinden yüksek bir bedelle işlem gören anonim şirketlerin nakit sermaye artırımlarında, yeni pay senedi alma haklarının kullanılmasının ardından kalan pay senetlerinin borsada ikincil piyasada primli olarak satılması zorunlu tutulmuştur.<sup>11</sup> Kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim şirketler BİST’de, primli ve nominal değer altındaki pay senetlerini halka ihraç etme yetkisini yönetim kuruluna devredebilirler.

#### **2.4.6. Kurucu ve İntifa Pay Senetleri**

Şirket esas sözleşmesi uyarınca, şirketlerin kuruluş hizmetleri karşılığında nama yazılı olarak çıkarılan, belirli bir sermaye oranını temsil etmeyen, şirket yönetimine katılma hakkı vermeyen, ortaklık hakkı vermeyen, pay sahiplerine şirket karından sadece esas sözleşmede belirtilen oran kadar alacaklılık hakkı veren pay senetlerine “*Kurucu Pay Senetleri*” adı verilir. Şirket genel kurulu kararıyla belirleyecekleri bazı kişilere hizmetleri ve alacakları karşılığında şirketin kuruluşundan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen pay senetleri ise “*İntifa Pay Senetleri*” olarak adlandırılır. Bu pay senetleri anonim şirketler tarafından şirketle ilişkili çeşitli grupların menfaatine çıkarttıkları menkul kıymetlerdir.

İntifa senetlerinin - yararlanma intifa pay senetleri, kurucu intifa pay senetleri, adi intifa pay senetleri ve katılma intifa pay senetleri olmak üzere 4 çeşidi vardır. Kurucu ve intifa pay senetleri, şirket karı üzerinden kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra şirketin ödenmiş sermayesinin %5’i oranında kanuni birinci kar payı (temettü) ödenmeden, imtiyazlı pay senetlerine, kurucu ve intifa pay senetlerine imtiyazlı kar payı ödemesi yapılamaz ayrıca, ödenebilecek temettünün ise kalan karın %10’unu geçmemesi gereklidir.

#### **2.4.7. Pay Senedinin Türevleri**

Katılma intifa senetleri (KİS), oydan yoksun pay senetleri ve kâr-zarar ortaklığı belgeleri bir taraftan pay senetlerinin özelliklerini taşıırken, diğer taraftan da tahvillerin özelliklerini taşıyan menkul kıymetler olup, pay senetleri ile tahviller arasında olan finansal araçlar olup, yatırımcıların farklı yatırım ihtiyaçlarını karşılamayı hedefleyen kıymetli evraklardır.

<sup>11</sup> SPK Uzmanları, (2016). Sermaye Piyasası Araçları-II. Ders Kodu: 1003. 30 Eylül. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu. s.13.

### 2.4.7.1. Katılma intifa senetleri

Şirketler tarafından nakit karşılığı satılmak üzere nama veya hamiline yazılı olarak çıkartılan ve halka ihraç edilen, şirketin tüm haklarına sahip olmaksızın net kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden faydalanma, halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak pay senetlerini alma hakkı tanıyan pay senedi türevi olarak çıkartılabilen menkul kıymetler “*Katılma İntifa Senetleri (KİS)*” olarak adlandırılır. Bu senetler, şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunması şartıyla genel kurul kararı ile süresiz olarak çıkarılabilir.<sup>12</sup>

KİS, *Seri: III, No: 10, Katılma intifa senetleri SPK Tebliği*'nde düzenlenmiştir. Katılma intifa senetleri belirli bir sermayeyi temsil etmedikleri için sahiplerine şirket yönetimine katılma ve oy kullanma hakkını vermedikleri için pay senedi türevleri arasında yer almasına karşın pay senedi olarak kabul edilmezler.<sup>13</sup> KİS üzerinde nominal değeri yazılı olarak çıkarılır. Bu senetler, şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunmak şartıyla primli olarak, nominal değeri, 1.000-TL'sı ve katları şeklinde serbestçe belirlenir.

Şirketler, ihraç edecekleri katılma intifa senetlerinin SPK'nda kayda alınması için KİS çıkarma yetkisini de içeren esas sözleşme metni ile katılma intifa senetleri çıkarma gerekçesi ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda şart koşulan diğer belgelerle birlikte SPK'na başvurmak zorundadırlar (Madde: 8).

Şirketin katılma intifa senetlerine tanınacak tüm hakları ve hisse senetleri ile katılma intifa senetleri arasındaki ilişkileri izahnamede gösterilir (Madde: 6). Katılma intifa senetleri ihracı için şirket tarafından düzenlenecek izahname; bu senetlerin satışının gerçekleşmesi durumunda şirket ile katılma intifa senetleri sahipleri arasında düzenlenen sözleşme niteliği kazanır.

Şirketlerin çıkarabilecekleri katılma intifa senetleri tutarı, şirketin ödenmiş sermayesi ve yedek akçeleri toplamından çok, bu toplamın altında birinden az olmaması gerekir. Ayrıca, asgari ve azami oranların şirketin esas sözleşmesinde gösterilmesi zorunlu tutulur (Madde: 5). Böylece; şirket genel kurulu, belirlenen bu sınırlar dahilinde kalmak koşuluyla şirketin varlık, özsermaye ve yabancı kaynak yapısı, kârlılık durumu ve talebi dikkate alınarak ihraç tutarı belirlenir. Bu senetler belirlenen azami ve asgari oranlar dikkate alınarak müteaddit tertipler halinde ihraç edilebilir.

<sup>12</sup> Sermaye Piyasası Kurulu. Katılma İntifa Senetleri Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği. Seri.III. No.10. Madde.4.

<sup>13</sup> Karabıyık, L. & Anbar, A. (2010). a.g.e.. s.29.

Katılma intifa senetlerinin yurt dışında döviz karşılığı satılmak üzere çıkarılması durumunda Maliye Bakanlığı'ndan onay alınması gerekir. Böyle bir durumda; şirketin başvurusu üzerine katılma intifa senetlerinin çıkarılmasının koşulları ve satış şartları, SPK tarafından belirlenir. KİS'lerini çıkaran ve halka ihraç eden şirketin bu ihraç sonucunda şirkete katılma intifa senetleri karşılığı sağladığı fon tutarını, şirketin finansal durum tablosundaki özsermaye kalemleri altında gösterilmesi gerekir.

#### **2.4.7.2. KAR VE ZARAR ORTAKLIĞI BELGESİ**

Anonim şirketlerin faaliyetlerinin gerektirdiği alanlarda ihtiyaç duydukları fonun finansmanını sağlamak amacıyla *yurt içinde* satılmak üzere Türk lirası üzerinden veya yabancı paraya endeksli veya *yurt dışında* satılmak üzere Türk lirası veya yabancı para üzerinden ya da yabancı paraya endeksli, kâr ve zarar karşılığı çıkartılan ve halka arz yoluyla ihraç edilebilen menkul kıymet türüne “*Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi (KZOB)*” adı verilir.

Kâr ve Zarar Ortaklığı (KZO) belgeleri, SPK'nun *Seri: III, No: 27, KZO Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği*'nde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre, faaliyet alanı menkul kıymet alım satımı olan aracı kurum ve kuruluşlarının KZO belgelerini çıkartmasına izin verilmez (Madde: 4) ve KZO belgelerinde vade en az 1 ay, en fazla 7 yıl olmasını hükme bağlanmıştır (Madde: 7). Bu belgelerde vade, şirketin faaliyet alanının özellikleri temel alınarak muhtelif dönemlerde aylık ve katları olarak düzenlenebilir. KZO belgelerinin bedelleri vade sonunda defaten ödenir. Serilerin itfa tarihleri, ait oldukları tertibin itfa tarihi olmalıdır. Tertip içindeki serilerin farklı olan vadelerinin başlangıç tarihleri her birine ait satış sürelerinin bitimini izleyen gün olarak belirlenir.

KZO belgelerinin sahiplerine kâra ve zarara katılma ve ortaklık hakkı vermesine karşın, şirket yönetiminde oy hakkının bulunmaması, vadeli bir yapı sergilemeleri, vade sonunda anapara ve kâr payının geri ödenmesini gerektirmesi sebebiyle, pay senedi türevleri arasında yer almasına karşın pay senedi olarak kabul edilmezler. Bu belgeleri çıkaran şirketler, KZO belgeleri yoluyla şirkete sağladıkları fonu, bu belgeleri çıkardıkları amaç dışında kullanamazlar. Ayrıca; Türk Lirası karşılığı çıkarılan KZO belgelerinin yurtdışına satışlarının serbest döviz üzerinden yapılması gerekir.

KZO belgelerini ihraç eden ihraççılar *27/1/1993 tarihli ve 93/3983 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı*'nda belirlenen limitlere dahilinde KZO belgelerini ihraç edebilirler (Madde: 5). KZO belgelerinin ihraç kararını ihraççı şirketin genel kurulu ya da yetkilendirilmiş

yönetim kurulunun vermesi gerekir. Bu kararın verilmesinden sonra şirket tarafından ihraç edilecek KZO belgelerinin kayda alınması için SPK'na gerekli belgelerle birlikte başvurulması gerekir (Madde: 8). Kayıt başvurusunun, genel kurul kararının alındığı tarihten itibaren *bir yıl*, yönetim kurulu kararının alındığı tarihten itibaren *bir ay* içinde yapılması zorunludur. Halka arz edilmeden ihraç edilecek kar ve zarar ortaklığı belgeleri ile ilgili olarak yapılan başvuruya, bu tür KZO belgelerinin hangi gerçek ve tüzel kişilerce satın alınacağına dair bilgi, varsa bunlara ilişkin sözleşme metinlerinin ilave edilmesi gereklidir. SPK'nun kaydına alındıktan sonra ve satış başlamadan önce KZO belgelerinin ihracından vazgeçilmesi durumunda, en hızlı haberleşme aracıyla SPK'na bildirilmesi gerekir.

KZO belgelerinin ihracı sırasındaki satışını ancak, belgeyi çıkaran ihraççı şirket veya ihraççı tarafından yetkili kılınan aracı kuruluşlar yapılabilir (Madde: 17). KZO belgelerinin halka arz yoluyla satışında, aracı kuruluş kullanılması zorunlu tutulmuştur. KZO belgelerini satın almak isteyen gerçek ve tüzel kişiler, bedelin tamamını nakden ve peşin olarak, ihraççıya veya ihraççı tarafından yetkili kılınan aracı kuruluşlara yatırarak belgelerini alırlar. İhraççı şirketler, *bir yıldan* uzun vadeli olup halka arz ettikleri KZO belgelerini, satış süresinin sonundan itibaren 30 gün içinde kote edilmeleri isteğiyle bir menkul kıymetler borsasına başvurabilirler (Madde: 20).

KZO belgelerinin ihracında uyulması gereken zorunlu şartlar aşağıda sıralanmaktadır (Madde: 6).

- KZO belgeleri SPK'nun kaydına alınmadan ihraç edilemez.
- İhraççı, bir tertip içindeki KZO belgelerini bir defada ya da seriler halinde satışa sunarak da ihraç edebilir. Sadece, bir tertibe ilişkin KZO belgelerinin tamamının satışının ihraççı şirketin uyguladığı yıllık hesap dönemi içinde bitirilmesi zorunlu tutulmaktadır. KZO belgelerinin her seri için, o seriye ait ihraç tarihinin SPK'na *en az iki iş günü* önceden bildirilmesi şarttır.
- KZO belgelerinin satış süresi her seri için en çok 30 gün şeklinde belirlenmiştir.
- İhraç edilecek KZO belgelerinin üzerinde, sahibinin kâra ve zarara katılacağı ve bu belgelere kâr garantisi verilemeyeceği açıkça yazılması gereklidir.
- KZO belgelerinin hamiline veya nama yazılı şekilde ihracı yapılabilir.



- KZO belgelerinde kâr ve zarar payı ile vade, ihraçcının uyguladığı yıllık hesap döneminin son gününe gelecek şekilde belirlenir.

KZO belgeleri halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı yapılabilmektedir (Madde: 11). Halka arz edilerek satılmak amacıyla çıkarılan halka arz edilerek ihraç edilecek KZO belgelerinin “*hamiline*”, halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilecek olan KZO belgelerinin ise “*nama yazılı*” şekilde ihraç edilmeleri zorunlu tutulur.

Halka arz yoluyla satılacak KZO belgelerinin SPK’nun kaydına alınmasından sonra ihraççı şirket, SPK’nca onaylanmış izahnameyi kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde Ticaret Siciline Tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi (TTSG)’nde ilan ettirilmesi gerekir (Madde: 14).

Kâr veya zarar payının belirlenmesinde *Kâr veya Zarara Katılma Oranının* hesaplanması gereklidir (Madde: 21). Bu oranın hesaplanmasında kâr veya zarar miktarı, ihraçcının vergiden önceki kâr veya zararı esas alınır. İhraç edilmiş tüm KZO belgeleri, ihraçcının uyguladığı yıllık hesap dönemi itibariyle kâr veya zarara katılma oranı, KZO belgelerinin şirkette kalış süreleriyle çarpılan nominal değerleri toplamının, aynı şekilde hesaplanan KZO belgeleri, öz kaynaklar ve eğer varsa katılma intifa senetleri değerleri toplamına olan oranına göre formül (2.1) ile hesaplanır.

$$A = \frac{B}{B+C+D} \quad (2.1)$$

**A:** KZO belgelerinin tamamının kâr veya zarara katılma oranı.

**B:** Her bir KZO belgesinin tertip ya da serisinin nominal değerinin hesap dönemi içinde ihraççıda kaldığı gün sayısı ile çarpılması sonucu elde edilen değerlerin toplamı.

**C:** Özkaynak miktarlarının, artış ya da azalışları dikkate alınarak, hesap dönemi içinde şirkette kaldığı gün sayısı ile çarpılması sonucu elde edilen değerlerin toplamı.

**D:** Varsa her bir katılma intifa senedi tertibinin nominal değerinin hesap dönemi içinde şirkette kaldığı gün sayısı ile çarpılması sonucu elde edilen değerlerin toplamı.

Kâr ve zarar miktarlarının belirlenmesinde şirketin kar ya da zarar miktarının tespitinde esas alınacak bilanço, ihraçcının uyguladığı yıllık hesap dönemi sonu itibariyle düzenlenmesi gerekir (Madde: 22). Bu belgelerin ihraç edildikleri hesap döneminde vadeleri sona eren veya vadeleri, şirketin hesap dönemini aşan KZO belgelerine ait kâr payı ödemeleri

veya zararların nihai mahsubu, ihraççının uyguladığı yıllık hesap döneminin son günü itibariyle düzenlenecek bilanço'ya göre yapılması gerekir. İhraççı şirket, izahnamede belirlenecek esaslara göre, bağımsız denetim şirketince denetlenen ve genel kurulca onaylanan yıllık finansal tablolar esas alınarak, aynı tertip ve bir yıldan uzun vadeli KZO belgeleri için kâr veya zarara katılma oranı ile ortaklık kâr veya zarar miktarının çarpılması ile hesaplanan tutarın en fazla %75'i oranında avans ödenmesi gereklidir.

- Kâr payı avansının verilmesi durumunda her yıl mahsuplaşma yapılır ve vade sonunda yapılacak nihai mahsuplaşma sonucunda avans tutarının anaparayı aşması durumunda anaparayı aşan kısmı geri ödenmez. Kâr payı avansı ödenmesi halinde avans tutarının dağıtımına ve vade sonunda anapara ve varsa kâr payı ödemesine, ihraççının genel kurulunu izleyen en çok 30 gün içinde, her halükarda hesap dönemini izleyen *beşinci ayın* sonuna kadar başlanmalıdır. Kâr dağıtımına ihraççı şirketin genel kurulunu izleyen en çok 30 gün içinde başlanır ve varsa avansların mahsubu yapılır.

- İhraççı şirketin zarar etmesi durumunda ise aşağıdaki işlemler gerçekleştirilir.

**a.** Vadesi ihraççının bir hesap dönemini aşmayan KZO belgelerinde zarar payı belgenin nominal değerinden düşülerek, ödeme kalan miktar üzerinden yapılır.

**b.** Vadesi ihraççının bir hesap dönemini aşan KZO belgelerinde zarar payının bu belgenin nominal değerinden düşülerek veya belge sahibinden tahsil edilerek mahsubu yoluna gidilemez. *Zarar payı*, bir önceki yıl zararı olarak müteakip yıla devredilir ve müteakip yıl kâr edilmesi halinde o yılın kâr payından mahsup edilmelidir; varsa bu işlemde sonra kalacak kâr payı müteakip yıla devredilmelidir; bu uygulamaya belgenin vadesi sonuna kadar devam edilmelidir; vade sonuna kadar düşülemeyen zarar payları, vade sonunda belgenin nominal değerinden mahsup edilmelidir.

KZO belgesinin nominal değeri, bu belgenin payına düşen zararları karşılamıyorsa, nominal değeri aşan zarar payları, belge sahibinden tahsil edilmez. İhraççı şirketler, ihraçtan önce belirlenerek SPK'na bildirmek şartıyla kar ve zarar ortaklığı belgelerinin nominal değerinden düşülecek azami zarar miktarını, KZO belgelerinin nominal değerinin belirli bir yüzdesi ile sınırlandırılır.

KZO belgesinin sahibinin talebi halinde hesap dönemi sonunda KZO belgesinin arka yüzüne, o belgeye o dönemde isabet eden kâr veya zarar payları tutarı ile bunların ödenmesi

ve mahsubuna ilişkin bilgiler yazılır ve bu kayıtlar, ihraççı şirketin yetkilileri tarafından onaylanır.

Halka arz yoluyla satılan KZO belgelerine ilişkin anapara ve kâr payı ödemelerinin aracı kuruluş vasıtasıyla yapılması zorunlu tutulmuştur. Halka arz edilmeden satılan belgelerde ödemeler ise ihraççı şirketin merkez ve şubelerinde yapılabilir (Madde: 23).

### **2.4.7.3. PAY SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR KAR VE ZARAR ORTAKLIĞI BELGELERİ**

Vade sonunda kar ve zarar ortaklığı belge sahiplerine İhraççı şirketler tarafından ödenmesi gereken tutar karşılığında ihraççı şirketin artırılan sermayesini temsil eden pay senetlerini alma hakkı veren menkul kıymetlere “*Pay Senedi İle Değiştirilebilir Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri (PSDKZOB)*” adı verilir. Bu belgelerin pay senetleri ile değiştirilebilmesine ilişkin esaslar ihraç öncesinde belirlenerek izahname ve sirkülerde kamuya ilan edilmesi gereklidir.

Pay senedi ile değiştirilebilir KZO belgeleri, SPK’nun *Seri: III, No: 27, KZO Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği*’nde düzenlenmiştir. Pay senedi ile değiştirilebilir KZO belgelerine pay senedi ile değiştirilebilme hakkı sadece halka arz suretiyle satışı yapılan KZO belgelerine verilir. Bu belgelerin pay senetleri ile değişimi ise sadece vade sonunda yapılır. İhraççı şirket genel kurulu veya yönetim kurulunun, KZO belgelerinin sahiplerinin pay senedi alma haklarını kısıtlayacak herhangi bir karar alma yetkisi yoktur (Madde: 24).

KZO belgelerinin sahiplerini, KZO belgelerini ihraççı şirketin sermaye artırımını karlığı çıkardığı pay senetleri ile değiştirmeleri durumunda söz konusu bu pay senetlerine uygulanacak fiyata “*Değiştirme Fiyatı*” denir (Madde: 25). İhraççı şirketin pay senetleri eğer BİST’de işlem görüyorsa; “*Borsa Fiyatı*” değiştirme fiyatının belirlenmesinde “*Referans Fiyat*” olarak alınır. Ancak; ihraççı şirketin pay senetleri BİST’de işlem görmüyorsa; ihraççı şirketin KZO belgelerinin halka arz edilmesi sırasında yapılacak ihraçlarda, değiştirme fiyatının belirlenmesine ilişkin esasların 15. Maddesindeki hükme uygun olarak kamuya duyurulması gereklidir. Talep toplama işlemlerinin gerçekleştirildiği merkezlerde talep eden KZO belgelerinin sahiplerine verilmek üzere hazır bulundurulması gerekir.

KZO belgelerinde küsüratlı değiştirme oranı kullanılması durumunda ise ihraççı şirketin değiştirme aşamasında toplam üzerinden küsürata isabet eden pay senedi olarak

ödenmesine imkan bulunmayan tutarı, KZO belge sahibine peşin ve nakit karşılığı olarak değiştirme fiyatı temel alınarak ödenmesi gerekir.

KZO belgelerinin pay senetleri ile değiştirilmesi için talep toplanmaya başlandığı, halka arza ilişkin sirkülerin yayımlandığı gazetelerde ikişer kez yapılacak ilanlarla duyurulması gerekir. Bu ilanlara talep toplama süresini başlama tarihinden *en az iki iş günü* önce başlanması ve talep toplama süresinin asgari *15 iş gün* olarak belirlenmesi hükme bağlanmıştır. Ayrıca; talep toplama işleminin tamamlanmasından ardından da pay senedi ile değiştirme talebinde bulunan KZO belgelerinin sahiplerine tahsisli olarak sermaye artırımını yapılabilir (Madde: 26).

Pay senedi ile değiştirme talebinde bulunan KZO belgelerinin sahiplerinin KZO belgelerini değiştirme işlemlerine, değiştirme talebinde bulunmayan KZO belgelerinin sahiplerine ödeme işlemlerine başlandığı tarihte başlanması ve değiştirme işlemlerinin ödemelerin yapıldığı yerlerle aynı yerlerde yapılması zorunlu hale getirilmiştir.

KZO belgelerini pay senetleri ile değiştirmeyen belge sahiplerinin bulunması amacıyla satın alınmayan pay senetleri SPK'nun pay senetlerini Kurul kaydına alınmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde satılması ya da satın alma taahhütnamesi verenler tarafından, değiştirme işleminin tamamlanmasını takip eden *üç iş günü* içinde satın alınması gerekir.

Pay senetleri ile KZO belgeleri *1-TL veya katları* tutarında hamiline veya nama yazılı olarak vadesi *en kısa üç ay, en uzun yedi yıl* olarak çıkarılabilirler. Bu belgelerin vadesi, ihraççı şirketin faaliyetlerinin özellikleri dikkate alınarak *üç aylık dönemler ve katları* şeklinde düzenlenebilir. Özel Finans Kurumları'nın anonim şirketlere katılmasını sağlamak amacıyla çıkarılabilecek KZO belgelerinde vade 15 yılı, halkın özel finans kurumları hesaplarına katılmasına ilişkin olarak çıkarılabilecek KZO belgelerinde *iki yılı* aşamaz. Bu belgelerin sahipleri bu belgeleri ihraç eden şirketin zarar etmesi durumunda zarara katlanması gerekir.

KZO belgeleri, sahiplerinin oy hakkının olmaması ve vadelerinin bulunması sebebiyle tahvillere benzerken; şirketin kar veya zararına katılma hakkı vermesi sebebiyle de imtiyazlı pay senetlerine benzer.

#### **2.4.7.4. OYDAN YOKSUN PAY SENETLERİ**

SPKa’nda yer alan, yeni bir menkul kıymet çeşidi olup, anonim şirketlerin sermaye artırımını ile halka arz yoluyla ihraç edebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kâr payından ve istendiğinde bedelsiz pay senedi alma hakkında imtiyaz dışındaki diğer hususlarda imtiyaz ve diğer ortaklık haklarını sağlayan, istendiğinde belirli bir vade veya vadelerde, sabit veya değişken oranda ortaklığın oy hakkına sahip paylarını satın alma ve ortaklık pay senetleri ile değiştirme hakkı veren pay senetlerine “*Oydan Yoksun Pay Senetleri (OYPS)*” adı verilir. Bu pay senetleri, hamiline veya nama yazılı olarak çıkarılarak, halka arz yoluyla ihraç edilebilir.

Oydan Yoksun Pay (OYP) Senetleri, SPK’nın Seri: I, No: 36, Oydan Yoksun Paylara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği’nde düzenlenmiştir. Nama yazılı OYP senetleri için sahiplerinin talep etmesi halinde anonim şirketlerin yönetim kurulu bu tip pay senetlerini şirketin *Pay Senedi Defterine* kayıt etmek zorundadırlar (Madde: 5-6).

OYP senetlerinin itibari değerlerinin oy hakkı bulunan pay senetlerinin itibari değerlerine veya farklı itibari değerlere varsa bunlardan herhangi birine eşit olması ve bu pay senetlerinin itibari değerinin senette yer alması zorunludur (Madde: 7).

Şirketlerin OYP senetlerini ihraç şartları aşağıda yer almaktadır (Madde: 9-10).

- Esas sözleşmelerinde OYP ihracına ilişkin hüküm bulunması zorunludur.
- OYP senetlerinin çıkarılması için şirket genel kurulu tarafından karar alınması zorunludur.
- Şirket esas sözleşmesinde OYP senetlerinin kâr payından ve istendiğinde bedelsiz pay senedi alma dışındaki diğer hususlarda imtiyaz tanınması ve kâr payında imtiyaz oranının gösterilmesi zorunludur.
- OYP senetlerini çıkarıp, halka ihraç edecek şirketin kayıtlı sermaye sisteminde olması ve rüçhan haklarının sınırlandırılmamış olması gerekir.
- OYP senetlerinin ihracının gerçekleştirilmesi için şirket esas sözleşmesinde ihraç yetkisinin şirketin yetkili organına devredildiğine ilişkin hükmün bulunması gerekir.
- Şirketlerin çıkarabilecekleri OYP senetlerinin itibari değerlerinin toplamı, OYP senetlerinin temsil ettiği sermaye tutarı dışındaki ödenmiş veya çıkarılmış sermayeyi geçmemek şartıyla şirketlerin esas sözleşmelerinde belirledikleri limit dahilinde gösterilmesi gerekir. Belirlenen bu limitin hesaplanmasında, daha önce ihraç edilmiş OYP senetleri miktarı hesaba katılır.

- Şirketler OYP senetlerinin ihracı ve halka arzı için SPK'nun pay senetlerinin kayda alınmasına ilişkin düzenlemelerinde aranan belgelerle birlikte Kurul kaydına alınmak üzere yetkili organ kararının alındığı tarihten itibaren *altı ay* içinde SPK'na başvurmak zorundadırlar.

OYP senetleri belirli bir vade veya vadelerde ihraççı şirketlerin pay senetleri ile değiştirme ve sabit veya değişken bir oran üzerinden ihraççı şirketin vadesi *en fazla beş yıl* olabilen, oy hakkına sahip pay senetlerini satın alma hakkını içerebilir. OYP senedi sahibi tarafından satın alma hakkının kullanılması durumunda veya belirlenen son vade veya vadelerin sonunda değiştirme hakkı kapsamında kendiliğinden oy hakkı içeren paya dönüşebilir ve dönüşüm işleminde oydan yoksun pay senedi ile şirket pay senetlerinin itibari değer farklılıkları dikkate alınır (Madde: 11-12).

OYP senetlerinin satın alma hakkının kullanılması için gerekli olan şartlar aşağıda yer almaktadır (Madde: 13).

- OYP senetlerini satın alma hakkının kullanımı karşılığında sahiplerine verilecek pay senetleri oydan yoksun pay senetlerinin ihracına ilişkin izahname ve sirkülerde usul ve esaslarının ilan edilmesi gerekir. Tahsisli sermaye artırımını yapılarak, oydan yoksun pay senetlerinin sahiplerine şirketin pay senetlerini satma taahhüdünde bulunan ortak tarafından biri ya da her iki yöntem kullanılarak karşılanabilir.

- Satın alma hakkının tamamının veya bir bölümünün sermaye artırımını suretiyle karşılanması durumunda OYP senetlerinin vade tarihinin bitiminden en geç *30 gün* önce ilgili şirket tarafından, satın alma hakkının sermaye artırımını ile karşılanacak kısmının tamamını kapsayacak şekilde, tahsisli sermaye artırımını yapılması için SPK'na başvuruda bulunulması gerekir. OYP senetlerini sahipleri tarafından tahsisli sermaye artırımına ilişkin duyuru metninin ilanını izleyen *15 gün* boyunca satın alma hakkı kullanılır. OYP senetlerini sahiplerinin satın alma hakkının kullanımına ilişkin talepleri doğrultusunda hesaplanan tutarda pay ihraç edilir, kalan pay senetleri iptal edilir.

- Şirketlerin, satış süresinin sonunda satılmayan pay senetlerini *altı iş günü* içinde iptal ettirilmeleri gerekirken, satışı pay senetlerinin gerçekleştirilen satış tutarına ilişkin belgeler ve yönetim kurulu kararı ile tescile için gerekli belgelerle birlikte SPK'na başvuruda bulunmaları gerekir. Şirketler, SPK'dan aldıkları belgeyi *10 gün* içinde Ticaret Siciline tescil için vermeleri ve ardından TTSG'nde ilan ettirmeleri gerekir.

- Sermaye artırımını suretiyle karşılanacak satın alma hakkı itibari değerden aşağı olmamak şartıyla izahname ve sirkülerde ilan edilen fiyat üzerinden kullanılır.
- Satın alma haklarına ilişkin yapılacak tüm talep toplama ve bildirim işlemleri aracı kuruluş vasıtası ile yapılır.

OYP senetlerinin sahiplerinin hakları aşağıda yer almaktadır (Madde: 14-21).

#### **a. Kâr Payında İmtiyaz**

OYP senetleri sahipleri diğer şirketlerle birlikte, SPKa, ilgili SPK düzenlemeleri ve esas sözleşmede belirtilen miktarda kâr payı alabilirler. Bu pay senetleri sahipleri için esas sözleşmede gösterilecek oranda kâr payından imtiyaz tanınması ve bu imtiyazlı kâr paylarının nakden dağıtılması zorunludur. OYP senetlerinin sahiplerine esas sözleşmede belirlenen tutarda imtiyazlı kâr payı dağıtılmadıkça, şirketin başka yedek akçe ayırmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi veya kurumlara kârdan pay dağıtılmasına karar verilemez. Şirketin OYP senetlerinin sahiplerine tasfiye bakiyesinde imtiyaz tanınması durumunda ise şirketin tüm borçları ödendikten sonra kalan mevcudu üzerinden öncelikle tasfiye bakiyesinde imtiyazlı OYP senetlerinin sahiplerine, şirkete koydukları sermayenin ödenmesi gerçekleştirilir.

#### **b. Oy Hakkının Ortaya Çıkması**

OYP senetlerinin sahiplerinin sahiplerine satın alma hakkı tanınmaması durumunda şirketin 3 yıl arka arkaya kâr dağıtamaması ya da Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince izin verilmemiş olmasına karşın, herhangi bir sebeple *bir yıl* oydan yoksun pay senetlerinin imtiyazına ilişkin kâr dağıtımını yapmaması durumunda, bu pay senetlerinin sahipleri, bu durumların kesinleştiği şirket genel kurul toplantı tarihini izleyen yıl itibariyle esas sermayeye katılmaları ile orantılı olarak oy hakkını elde ederler ve buna bağlı olarak imtiyazlı bu paylar *Adi Pay Senedine* dönüşür. Bununla birlikte, şirketin esas sözleşmesinde hüküm bulunmak koşulu ile belirlenecek bir süre sonunda satın alma hakkını içermeyen OYP senetlerini, adi pay senedine dönüşebilir.

#### **c. Yeni Pay Alma Hakkı Kullanımı**

Şirketlerin yapacakları sermaye artırımında, OYP pay senetlerinin sahiplerinin diğer pay sahipleri ile beraber, sermaye payları ile orantılı olarak yeni pay senedi alma hakları

vardır. Şirket esas sözleşmesinde bu konuda bir düzenleme bulunmaması durumunda ise şirketin sermaye artırımında, OYP senetleri sahiplerinin esas sermaye içindeki oranını korumak amacıyla bu pay senetlerini ihraç etmeleri esas olup, bu durumda, OYP senetleri ve oy hakkına sahip pay senetleri kendi içlerinde yeni pay senedi alma haklarını kullanırlar.

#### **d. Bedelsiz Pay Senedi Alma Hakkı**

İç kaynaklı sermaye artırımlarında OYP senetleri sahipleri, sermaye artırım tarihindeki sermaye payları oranında bedelsiz OYP senetleri alma hakkına sahip olurlar. Şirket, esas sözleşmesinde hüküm bulunması koşuluyla izahname ve sirkülerde ilan edilerek, iç kaynaklardan sermaye artırımlarında, oy hakkına sahip bedelsiz pay senedi de verebilir. Böyle bir durumda OYP senetleri sahiplerine tanınan imtiyazlar, bedelsiz pay senedi alma hakkı içinde geçerlidir.

#### **e. Bilgi Alma Hakkı**

OYP senetleri sahiplerinin, oy hakkına sahip diğer ortaklar gibi şirketin ticari sırlarını içeren bilginin dışındaki tüm bilgiyi alma hakları vardır.

#### **f. Genel Kurula Katılma Hakkı**

OYP senetleri sahipleri esas sözleşmeye hüküm koymaları durumunda, şirket oy hakkı bulunmaksızın genel kuruluna katılabilirler ve oylamalardan önce görüşlerini açıklayabilirler. Şirket genel kurul toplantı gününün, nama yazılı oydan yoksun pay senetleri sahiplerine taahhütlü mektupla bildirilmesi gereklidir. OYP senetleri veya pay senetleri organize pay senetleri piyasalarında işlem gören şirketlerde, OYP sahiplerine toplantı gününün taahhütlü mektupla bildirilmesine gerekmez. Bu pay senetleri sahiplerinin talebi halinde, şirket yöneticileri, bu pay senetleri ile ilgili hususlarda, sadece genel kurulda bilgi vermek zorundadır.

OYP senetleri sahiplerinin katıldığı şirket genel kurul toplantısında ve karar yeter sayılarında, OYP senetleri dikkate alınmaz ve genel kurul toplantılarına katılarak muhalefet şerhi yazdırarak, bu pay senedi sahipleri genel kurul kararları aleyhine iptal davası açabilir. Ayrıca, kayıtlı sermaye sistemine tabi şirketlerin OYP senetleri sahipleri yönetim kurulu kararları aleyhine de “*İptal Davası*” ve doğrudan veya dolaylı olarak uğradıkları zararların tazmini için yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerin aleyhine “*Sorumluluk Davası*” açabilirler.



## **g. Azınlık Hakları**

OYP senetleri sahipleri, azınlık hakkına sahiptir olup, şirket tarafından OYP senetlerinin arzında izahname ve sirküler düzenlenmesi zorunludur. Şirketler, çıkardıkları OYP senetlerinin halka ihracında izahname ve sirküler düzenlenmesi gereklidir. İhraç edilecek satın alma hakkı içeren OYP senetlerinin BİST’de kotasyonu için SPK ile eşzamanlı olarak BİST’e başvuruda bulunulması gerekir. OYP senetleri MKK nezdinde kayden izlenmesi gerekir (Madde: 26-27).

Finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte piyasanın ihtiyacı olan fon girişini hızlandıracak, aynı zamanda piyasaya fon arz ve talep eden tarafların gereksinimlerini karşılayacak yeni finansal ürünler ortaya çıkmıştır. Bu finansal ürünlerden varantlar ve sertifikalar sermaye piyasasındaki önemi her geçen gün daha fazla arttırmaktadır. Varantlar ve sertifikalar direkt olarak pay senetlerinin çeşitleri arasında yer almaz. Ancak, bu finansal ürünlerin BİST pay senetleri piyasasında işlem gören pay senetlerinin arz ve talep dengesi üzerinde önemli etkiler yaratır. Bu sebeple, kitabımızın bu bölümünde varantlar ve sertifikalara yer verilmiştir.

Kitabımızın konusunu oluşturan pay senetlerinin sınırları içerisinde kalarak, yeni sermaye piyasası araçları arasında yer alan, pay senedi satın alma hakkı veren varantlar ve sertifikalar aşağıda yer almaktadır.

### **2.4.8. Pay Senedi Satın Alma Hakkı Veren Varantlar**

Elinde bulunduran kişiye, varant ihraç eden şirketin pay senedini önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası aracına “*Pay Senedi Satın Alma Hakkı Veren Varant*” adı verilir. Bu varantlar, Sermaye Piyasası Mevzuatı’ndaki koşulları sağlayan banka ve yatırım kuruluşları tarafından çıkartılabilir.

Pay senedi satın alma hakkı veren varantı çıkaran şirket farklı menkul kıymetleri ihraç ettiklerinde karşılaşacakları maliyetleri azaltma imkanı elde ederken, bu menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar ise tercih hakkını kullanarak, belirli bir bedel üzerinden belirli sayıda pay senedi satın alma hakkına sahip olurlar. Bu varantı satın alan yatırımcılar, kar payı hakkı, yeni pay alma hakkı, tasfiye bakiyesine katılma hakkı, şirket yönetimine katılma hakkı, oy hakkı ve bilgi alma hakkı gibi hakları elde edemezler, sadece hak satın almış olurlar.

Pay senedi satın alma hakkı veren varantı satın alan yatırımcılar, önemli oranda kar edebilecekleri gibi yatırdıkları varant bedelinin tamamını da kaybedebilirler. Bu sebeple yatırımcılar, çıkartılan varantla ilgili temel bilgileri ve ihraççı şirket hakkında yeterli bilgi sahibi olması gerekir.

Pay senedi satın alma hakkı veren varantların temel özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Yapılandırılmış bir finansal araçtır.
- Belirli bir vadeye sahiptirler.
- Borsaya kote edilir.
- Borsada varantlar için piyasa açılır.
- Takas işlemleri gerçekleştirilir.
- Varanta, kısa ve orta vade beklentisiyle yatırım yapılır.
- Varant yatırımcısı varantın süresinin sona ermesini bekleyebilir, varantı satabilir ya da söz konusu olan Amerikan tipi varant ise vadesi gelmeden de kullanabilir.
- Piyasada oluşacak fiyat hareketleri sonucunda yatırılan paranın tümü kaybedilebilir. Ancak, risk; varanta ödenen bedel, komisyon ve diğer ücretlerle sınırlı kalmaktadır.
- Varant alım satımı için yapılan teknik ve temel analizler, analizi yapan kişiden kişiye farklılık arz eder. Bu sebeple, yapılan analizlerin gerçekleşme olasılığı ortaya çıkmaktadır.
- Varantı ihraç eden şirkete kaynak girişi sağlamaz.
- Varant, ihraççı şirketin kendi sorumluluğundadır.
- Risk yönetiminde kullanılabilir.
- Alım ve satım varantı ile temel alınan sermaye piyasası aracının veya endeksin her iki yöndeki hareketine ilişkin pozisyon alma imkanı sağlar,
- Kaldıraç kullanarak yatırım yapabilme imkanı sağlar.

Varantın ihracı nedeniyle ihraççı şirketin üstlendiği risklere ilişkin risk yönetim politikasının varantın izahnamesinde açıklanması ve ihraççı şirket ile piyasa yapıcının internet sitesinde yayınlanması gerekir.

Yatırımcılara gerçekçi fiyatlar seviyesinde pozisyona girme ve pozisyondan çıkma imkanı veren sisteme “*Piyasa Yapıcılığı*” denir ve varantlar piyasa yapıcılık yöntemi ile işlem görürler. Varant ihraç eden şirketler, piyasa yapılarını kullanarak alım satım varant kotasyonu vererek, bu yolla piyasayı gerçekçi fiyat konusunda yönlendirirler.

Pay senedi satın alma hakkı veren varantların fiyatını etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Dayanak varlığın karlılığına ilişkin beklentilerin değişmesi,
- TCMB'nın faiz politikasını değiştirmesi,
- Temettü beklentilerindeki değişmeler,
- Şirketlerin sermaye artırımını açıklamaları,
- Dayanak varlığın fiyatı,
- İşleme koyma fiyatı,
- Vadeye kalan gün sayısı,
- Dayanak varlığın ileriye dönük fiyat oynaklığı,
- Piyasa faiz oranı kullanım fiyatı,
- Kar Payı (Temettü).

Pay senedi satın alma hakkı veren varantların vadeye kalan gün sayısı arttıkça, zaman değeri ve fiyatı artar. Varant piyasasında teminat göstermeden alım satım işlemleri ve açığa satış işlemleri yapılır. Varantı kullanan yatırımcıların, varant çıkaran şirketin pay senetlerini satın alması ile birlikte varant ihraç eden şirketlerin halka açık olan sermaye yapısında değişiklik meydana getirerek, piyasadaki pay senedi sayısını da artırır.

Varant ihraç eden şirketin finansal açıdan büyümesi ve gelişmesi, şirketin pay senetlerinin piyasa değerini artıracak dolayısıyla halinde yatırımcılar varant hakkını kullanır. Bu yolla bir taraftan yatırımcı değer artış getirisi elde ederken, diğer taraftan ihraççı şirketin kaynak yapısı değişecek ve kendisini özkaynakla finanse etme fırsatını elde eder. Ancak, finansal yapısı bozuk ihraççı şirketlerde ise yatırımcılar varant haklarını kullanarak pay senedi satın almayacakları için bu şirketler ilave fon kaynağı temin edemezler.

Varantın teorik değeri, formül (2.2) ile hesaplanır.<sup>14</sup>

$$(R) = N * (P_s - O) \quad (2.2)$$

**R:** Varantın Teorik Değeri

**N:** Varantın satın alma hakkı tanıdığı pay senedi sayısı

**P<sub>s</sub>:** Varantın teorik değerinin hesaplandığı tarihte pay senedinin piyasa fiyatı

**O:** Varantın önceden belirlenmiş satış fiyatı

#### 2.4.9. Sertifikalar

Yatırımcısına önceden belirlenmiş koşulların oluşması durumunda alacak hakkı veren sermaye piyasası aracı niteliğindeki yapılandırılmış sermaye piyasası aracına “*Sertifika*” denir.<sup>15</sup> Sertifikalar ihraççı şirketi yatırımcılara ve sertifika ihracı sonucu oluşan fonun mali sorumluluklarına karşı ihraççı şirketi bireysel olarak sorumlu tutar. Yatırımcılar sertifika yatırımlarında mutlaka ihraççı şirketin finansal performansını analiz eder.

Bazı sertifika türlerinde dayanak varlığın fiyatının veya gösterge değerinin ihraççı tarafından önceden belirlenmiş olan bariyere ulaşması veya aşması halinde sertifikanın değerini yitirip geçersiz olma durumu “*Nakavt*” olarak tanımlanır. Nakavt seviyesine ulaşan sertifikalar otomatik olarak Borsa kotundan çıkarılır, ihraççı şirket varsa artık değeri hesaplar ve bu değeri *beş iş günü* (T+5)’nü geçmemek şartıyla yatırımcının hesabına transfer eder. Sertifikaların nakavt olması durumunda ve sirkülerde belirtilmesi kaydıyla, ihraççı şirket tarafından hesaplanan ve yatırımcılarına ödenecek tutara “*Artık Değer*” denir ve bu tutarın her sertifika ihracında ödenmesi gerekmez. Sertifika çeşitlerinden bazıları nakavt özelliği nedeniyle ihraççı tarafından dayanak varlık veya dayanak gösterge için belirlenmiş olan fiyat veya değer seviyesi “*Bariyer*” olarak ifade edilir.

Nakavt durumlarında dayanak varlığın bariyere ulaşması veya aşmasının takibi ile “Varant/Sertifika Sıra Kapatma Formu”nda yer alan bilgilerin doğruluğu ihraççı şirketin bireysel sorumluluğu altındadır. BİST, ihraççı kuruluş veya sorumlu piyasa yapıcı tarafından bildirim olmadan ilgili sertifikaların sırasını kapatılmaz. Dayanağın varlık olan pay senedinin

<sup>14</sup>Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2015). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi. Ekin Yayınevi. s.215.

<sup>15</sup>Borsa İstanbul (2017). Borsa Yatırım Fonları Varantlar ve Sertifikalar. [www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa\\_Yatirim\\_Fonlari\\_Varantlar\\_ve\\_Sertifikalar.pdf](http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifikalar.pdf).

bariyer seviyesine ulaşması ancak bir süre sonra bariyer seviyesinden uzaklaşması sertifikanın nakavt olmasını durduramaz. Nakavt durumu dayanak varlık olan pay senedinin anlık fiyat hareketlerinden kaynaklanabilir. Ayrıca, dayanak varlık olarak BİST dışında işlem gören bir kıymetin belirlenmiş olması halinde nakavt durumu BİST işlem saatleri dışında gerçekleşir. Bu nakavt durumu piyasa yapıcı ya da ihraççı şirket tarafından BİST'e bildirilmesi gerekir.

Sertifika piyasasında sertifikanın dayanak varlığı olan pay senetlerinin fiyatının veya gösterge değerinin, vadesi süresince bu seviyeye ulaşması veya bu seviyeyi aşması durumunda ilgili sertifika geçersiz olur. Bir adet sertifikanın kaç adet dayanak varlığa denk geldiğini gösteren orana "*Dönüşüm Oranı*" denir.

Sertifikaların vadesinin dolması, sepet veya endekse dayalı sertifikalar hariç olmak üzere, sertifikanın dayanak varlığının birleşme, füzyon, devrolma gibi nedenlerle kota dışında bırakılması durumunda bu sertifikalar Borsa kotundan ve sertifika piyasasından sürekli olarak çıkartılırlar. Sertifika ihraç eden şirketin likidite sıkıntısı çekmesi, riskten korunma işlemlerinde sıkıntı yaşaması gibi olumsuz gelişmelerin olması sonucu bu şirketin erken itfa talebi Borsa İstanbul Yönetim Kurulu tarafından kabul edilmesi ya da bu şirketin nakavt seviyesinde olması dolayısıyla işlem sırası kapatılan sertifikalar, herhangi bir ilave prosedüre tabi olmaz.

## 2.5. PAY SENETLERİNİN ÇOĞALTILMASI VE SULANDIRILMASI

Pay senetlerinin çoğaltılması ve sulandırılması ile ilgili yapılan açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

### 2.5.1. Pay Senetlerinin Çoğaltılması

Şirketler pay senetlerinin fiyatlarını düşürmek buna karşın, bu pay senetlerinin ikincil pay piyasalarındaki talebini arttırmak amacıyla mevcut pay senetlerini bölerek, piyasadaki pay senetlerinin sayısı arttırmalarına “*Pay Senedi Sayısının Çoğaltılması*” adı verilir. Şirketler pay senetlerinin piyasa fiyatlarının yükselmesine karşın ikincil pay senetleri piyasasındaki talebinin çok düşmesi sebebiyle pay senetlerini çoğaltma kararı verirler. Pay senedi sayısının çoğaltılması, pay senedinin piyasa fiyatının artışından yararlanmak isteyen yatırımcılar talebini arttırırken, şirketin yeni hisse senedi ihraçlarını da hızlandırır.

Şirketler mevcut pay senedi sahiplerine dağıtacakları kar paylarını pay senedi olarak dağıtarak da pay senetlerini çoğaltmış olurlar. Bu yolla, mevcut pay senedi sahiplerinin pay senedi başına kazancı azalırken, toplam kazancında bir değişiklik yaratmadan, kar payını alma hakkını kullanmalarını sağlarlar.<sup>16</sup> Mesela; bir pay senedinin ikincil piyasa fiyatı 20-TL, nominal değeri 1-TL olan *bir adet* pay senedini, şirket geri alır ve yerine, pay senedi sahibine, nominal değeri 50 Kr olan 4 adet pay senedi verdiğini varsayalım. Bu durumda; şirket ikincil pay senetleri piyasalarında işlem gören pay senetlerinin sayısını *ikiye katlayarak*, pay senedinin piyasa fiyatını 20-TL’den 5-TL’ye düşürür. Böylece, yatırımcıların talepleri arttırır ve fiyat artışlarının devamı sağlar. Bu durumdan faydalanmak isteyen yatırımcıların talebi artarken, şirketin yeni pay senedi ihraçlarını da daha çekici hale getirebilir.

### 2.5.2. Pay Senetlerinin Sulandırılması

Şirketin kazancını arttırmadan, pay senetlerinin sayısının arttırılmasına “*Pay Senedinin Sulandırılması*”adı verilir. Pay senedinin sulandırılması işleminde şirketlerin kazanç gücü arttırılmadan, pay başına kazanç azaltılır. Pay senedinin sulandırılması, pay senedi şeklinde kâr payı dağıtılması, pay senedi sayısının arttırılması, imtiyazlı pay senetlerinin adi pay

<sup>16</sup> Sarıkamış, C., Ceylan, A., Aydın, N. & Coskun, M. (2004). Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar. Yayın: 834, TC. Anadolu Üniversitesi, Açık Öğretim Fakültesi. Ekim. s.69.

senedine dönüştürülmesi, pay senedine çevrilebilir tahvillerin adi pay senedine dönüştürülmesi ile gerçekleştirilir.<sup>17</sup>

Pay senedinin sulandırılmasının etkileri *sulandırma etkisi ve ters sulandırma etkisi* olmak üzere ikiye ayrılır.<sup>18</sup>

#### **a. Pay Senedinin Ters Sulandırma Etkisi**

Potansiyel adi pay senetlerinin adi pay senetlerine dönüştürülmesinde pay senetlerinin pay başına kazancının artmasını ifade eder.

#### **b. Pay Senedinin Sulandırma Etkisi**

Potansiyel adi pay senetlerinin adi pay senetlerine dönüştürülmesinde pay senetlerinin pay başına kazancının azalmasını ifade etmektedir. Potansiyel adi hisse senetleri üzerinde “*Sulandırma*” etkisinin bulunmaması durumunda, sulandırılmış pay başına kazanç hesaplamasında dikkate alınmazlar.<sup>19</sup>

Şirketin adi pay senedi sahiplerinin pay senedi başına düşen kâr veya zarar, sulandırma etkisi olan potansiyel adi pay senetlerinin dönem içerisinde gerçekleşen vergi sonrası kar payı ve faiz miktarı tutarında artırılmaktadır. Gelir ya da giderde sulandırma etkisi olan potansiyel adi pay senetlerinin dönüştürülmesinden kaynaklanan diğer her türlü değişikliğe göre düzeltme yapılması gerekir.

Mevcut adi pay senedi sayısının ağırlıklı ortalaması, sulandırma etkisi olan tüm potansiyel adi pay senetlerinin dönüştürüldüğü kabul edilerek, ilave adi pay senedi sayısının ağırlıklı ortalaması kadar artırılır. Ayrıca pay senetlerinin sulandırılmış pay başına kazançları aşağıda açıklanan adımların uygulanması ile hesaplanır.

- I. Aşama:** Şirketin adi pay senedi başına kazancının hesaplamasına kazanç ve pay senedi sayısı ile başlanmalıdır.
- II. Aşama:** Potansiyel adi pay senetlerinin sulandırıcı olup olmadığının saptanmasında, her bir potansiyel adi pay senedinin ayrı ayrı değerlendirilmesi gereklidir.

<sup>17</sup> Sarıkamış, C. vd. (2004). a.g.e.. s.69.

<sup>18</sup> Casson, P. ve Mckenzie, G. (2007). A Comparison of Measures of Earnings Per Share. The European Journal of Finance. 13(3): 283-298. s.285.

<sup>19</sup> Casson, P. ve Mckenzie, G. (2007). a.g.e.. s.286.

**III. Aşama:** Adi pay senedi başına kazancın sulandırma etkisini en yüksek düzeye çıkarmak için potansiyel adi pay senetlerinin sulandırıcı etkisi en fazla olandan en az olana doğru sıralanmalıdır.

## **2.6. PAY SENEDİ GETİRİLERİ**

Pay senedi sahipleri sermaye kazancı ve kar payı geliri olmak üzere iki çeşit gelir elde edebilirler<sup>20</sup>;

### **2.6.1. Sermaye Kazancı**

Zaman içinde pay senedinin değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelire “Sermaye (Değer Artış) Kazancı” denir. Örneğin; bir yatırımcı 14.06.2016 tarihinde nominal değeri 1-TL. olan Nora borsa kodlu pay senedinden birinci seansta 15,25 TL’den 1 Lot (1 Adet) satın almıştır. 15.06.2016 tarihinde ise bu pay senedini ikinci seansta 16-TL.’sına satmıştır. Bu yatırımcı, piyasada meydana gelen fiyat hareketlerinden faydalanarak 1 Lot Nora pay senedi üzerinden (16,00 TL - 15,25 TL =) 0,75 TL değer artış kazancı elde etmiştir.

### **2.6.2. Kar Payı Geliri**

Anonim şirketlerin her mali dönem sonunda elde ettikleri karlarının ortaklara dağıtılması sonucu şirket ortaklarının sahip olduğu bu gelire “*Kar Payı (Temettüh)*” denir. Şirket ortaklarının şirketin her mali dönem sonunda kar payı alma hakları vardır. Şirkette hangi pay sahibinin kardan ne kadar ve/veya hangi oranda kar payı alacağı, pay sahibinin/ortağın sahip olduğu pay senedi miktarına bağlı olarak belirlenir.

Pay senetleri BİST’de işlem gören *halka açık anonim ortaklıklar*, karlarını SPK’nun Seri: IV, No: 27 sayılı Tebliği’nde yer alan esaslar, ortaklık esas sözleşmesinde yer alan hükümler ve şirketler tarafından kamuya açıklanmış kar dağıtım politikaları çerçevesinde nakden veya kar payının sermayeye ilave edilmesi suretiyle bedelsiz pay senedi ihraç ederek dağıtabilir. Şirket ortaklarının bedelli ve/veya bedelsiz olarak sahip oldukları pay senetlerinin şirket sermayesindeki payı oranında her zaman kar payı alma hakları bulunur. Pay senetleri *borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar* ise Seri: IV, No: 27 sayılı Tebliğ hükümleri ve ilgili SPK düzenlemeleri çerçevesinde, dağıtılabilir karlarının en az %20’sini birinci temettü olarak dağıtmak zorundadır.

---

<sup>20</sup> SPK (2016). Sermaye Piyasası Araçları. Haziran. SPK Yayınları. s.3.



Şirketlerin mevcut ortakları ve diğer yatırımcılar şirketlerin faaliyetleri sonucunda geçmiş dönemlerde ve cari dönemde elde ettiği karların ne kadar olduğu hakkındaki bilgiyi elde dönem sonu kapsamlı finansal durum tablolarından ulaşabilirler. Bu kapsamlı finansal durum tablolarının dipnotlarında kar payı dağıtım tutar ve oranları hakkında bilgi verilmesi sebebiyle de şirketin mevcut ortakları ve potansiyel yatırımcıları özellikle kapsamlı finansal durum tabloları yakından takip etmektedir.

Bir şirkete ait ortaklarına ödeyeceği kar payı, şirketlerin yıllık net dönem karlarından vergiler ve diğer giderler düşüldükten sonra kalan tutarın, % 20'sinden az olmamak koşuluyla ortaklarına kar payı ödemesi yapılır. Şirketin kar payı dağıtım kararı, yönetim kurulunun teklifi ve şirket genel kurulunda alınacak kararlarla verilir.

Şirketlerde kar payı dağıtım kararı üç farklı şekilde yapılabilir. Bunlardan *ilki*; pay sahiplerinin her birine düşen kar payına karşılık *bedelsiz pay senedi* verebilir. *İkincisi*, pay sahiplerinin her birine düşen kar payına karşılık nakit ödeme yapabilir. *Sonuncusu* ise pay sahiplerinin her birine düşen kar payına karşılık hem bedelsiz pay senedi hem de nakit ödeme yapabilir. Ancak, kar dağıtımını yapan şirketin pay senetleri BİST'de işlem görmüyorsa; pay sahiplerine Birinci Kar Payı ödemesini *nakit* yapması gerekir. Anonim şirketlerin kar payı ödemelerini hesap dönemini takip eden beşinci ayda yapma zorunluluklarının olması sebebiyle kar payı ödemeleri her yılın Mayıs ayı sonuna kadar tamamlanır.

BİST'de işlem gören şirketler belirledikleri kar payı politikaları çerçevesinde kar payı dağıtırlar. Kar dağıtımında belirlenen bu politikaların dışında başka kar dağıtım şartları koyamazlar. Bu sebeple, potansiyel yatırımcılar kar payı ödemelerinden faydalanmak isterlerse, bir gün önce satın aldıkları pay senetlerinden bile kar payı alma hakkına sahip olabilirler.

Kar payı dağıtan şirketin genel kurulunun onay vermesinin ardından kar payının dağıtılacağı tarih pay sahiplerine duyurulur. Yapılan bu bildirimden sonra potansiyel yatırımcılar bu kar payı ödemelerinden faydalanmak isterlerse, bir gün önce satın aldıkları pay senetlerinden bile kar payı alma hakkına sahip olabilirler. Böylece, nakit kar payı ödemeleri otomatik olarak bu *pay sahiplerinin hesabına* geçirilir. Kar payı karşılığı bedelsiz pay senedi şeklinde ödeme yapılacaksa, söz konusu bedelsiz pay senetleri pay sahiplerinin doğrudan *Yatırım Hesabına* yapılır.

Yatırımcılar, kar payı almak için kar payı dağıtan şirketin pay senedini satın alıyorsa, piyasada ilgili şirketin pay senedi fiyatı dağıtacağı kar payı kadar azalacaktır. Mesela; X pay senedinin kar payı dağıtımından önceki gün ikinci seans kapanış fiyatı 12,30 TL, kar payı dağıtım tutarı pay senedi başına 1,30 TL'dir. Bu durumda; kar payı dağıtımından sonraki gün birinci seanstaki fiyatı dağıtılacak kar payı kadar azalacaktır. X pay senedinin birinci seanstaki fiyatı (12,30 TL – 1,30 TL=) 11 TL olacaktır. Dolayısıyla, potansiyel yatırımcıların sadece kar payı geliri için pay senetlerini satın alması uygun bir yatırım stratejisi olmayacaktır.

## **2.7. PAY SENETLERİNİN ZİYAI VE ZAMANAŞIMI**

Pay senedinin ziyai, doğal bir afet (deprem vs.) veya bir insan fiiliyle (çalınma, yırtılma vs.) elinde bulunduranın iradesi dışında senedin elinden çıkması, veya elinde bulunmakla beraber yıpranma bozulma gibi nedenlerle artık kullanılamaz hale gelebilir. Zayi olduğu ispat edilen pay senetleri için, mahkemeden iptal talebinde bulunabilir. Pay senedi mahkeme tarafından iptal edildiğinde, hak ile senedin arasındaki bağ kopar ve senedin verdiği haklar senetsiz de talep edilebilir.

Pay senetlerinin kaydileştirme tarihi olan 28 Kasım 2005 tarihinden önce yapılan tüm bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarında fiziki senet basım ve teslimi yapılabilir. Bu sebeple yukarıdaki açıklamalar sadece 28 Kasım 2005 tarihine kadar geçerliliğini korumuştur. Ancak; pay senetlerinin kaydileştirme tarihi olan 28 Kasım 2005 tarihinden sonra yapılan tüm bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarında fiziki senet basım ve teslimi yapılmayacağı sadece kaydi pay senedi ihracının yapılacağı karara bağlanmıştır. Bu kararda, pay senedi sahiplerine pay senetlerini kaydileştirilmeleri için 7 yıllık süre tanınmış ve Ocak 2013 tarihi itibariyle BİST'de işlem görecektir. Bu tarihten sonra borsada işlem gören tüm pay senetleri MKK'nda kurulan elektronik bir platformda takip edilmeye başlanmıştır. Dolayısıyla, pay senedinin ziyai ile ilgili olarak yapılan açıklama Ocak 2013 tarihi itibariyle geçerliliğini tamamen yitirmiştir.

Pay senetlerinin bir mülkiyet senedi olması ve vade taşımaması dolayısıyla, pay senetlerinde zamanaşımı söz konusu değildir. Ancak, tasfiye bakiyesinden pay alma hakkı

tasfiye tarihinden itibaren 10 yıllık zamanaşımına, kar payı hakkı ise *beş yıllık* zaman aşımına tabidir<sup>21</sup>.

### **3. ANONİM ŞİRKET, PAY SAHİPLERİ VE YÖNETİCİLER ARASINDAKİ İLİŞKİLER**

Bu bölümde oy hakkı kullanma yöntemleri, pay sahipleri ve yöneticiler arasındaki ilişkiler, pay senetlerinin şirket satın alımlarındaki rolü, pay senetlerinin vergilendirilmesi başlıklı konular yer almaktadır.

#### **3.1. OY HAKKI KULLANMA YÖNTEMLERİ**

Pay senedi elinde bulunduran kişiler, şirketin ortağıdır. Şirket ortakları şirketin yıllık olağan genel kurul toplantılarına ve/veya olağanüstü genel kurul toplantılarına katılırlar ve bu toplantıların gündemini oluşturan konular, yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin seçimi gibi önemli konular hakkında kararlar verirler. Şirket ortakları yıllık olağan genel kurul toplantılarında verdikleri bu kararlarında ya şahsen ya da yasal temsilcilerine verecekleri vekalet sözleşmeleri vasıtasıyla oy kullanırlar.

Şirket ortaklarının oy kullanma haklarını yasal temsilcilerine devrettikleri sözleşmeye “*Vekalet Sözleşmesi*” adı verilir. Uygulamada bu sözleşmelerdeki oy kullanma yetkisi genellikle yönetimde bulunan yöneticilere ve ortaklara devredilir. Şirketlerin olağan genel kurul toplantıları TTK.’nu hükümlerinde yer alan yasal zorunluluk gereğince, her yıl yapılmak zorundadır. Ancak; bu zorunluluk oyların çoğunluğunun vekalet sözleşmeleri ile görevde bulunan kişiler tarafından yerine getirilmesi sebebiyle tamamen formalite bir uygulamaya dönüşür.

Pay sahibi/ortak sayısı fazla olan özellikle de halka açılma oranı fazla olan şirketlerde vekalet savaşları çok ağır geçer. Kendileri için önemli olarak nitelendirdikleri konularda sorunlar yaşayan ortaklar, ortak yöneticiler ya da şirketle ortaklık ilişkisi bulunmayan ancak çıkar ilişkisi içinde bulunan paydaşlar (kişiler) üst yönetimle çıkar çatışmalarına dayalı sorunlar yaşayabilirler. Bu sorunları yaşayan taraflar, çoğu zaman üst yönetimi değiştirmek ya da üst yönetimi ele geçirmek amacıyla olumsuz tüm yayın, bilgi ve belgeleri kullanarak, üst yönetime karşı oy kullanmaları için ortaklara baskı uygularlar. Baskıların ana hedefi, ortakların oy kullanma haklarının kendilerine devredilmesini sağlamaktır.

---

<sup>21</sup> SPK (2016). a.g.e.. s.3.

Şirket genel kurulunda verilen kararların ve / veya tekliflerin oylanmasında her pay eşit hakka sahiptir. Vekalet sözleşmeleri ile çoğunluğun oylarını elinde tutan kişi/kişiler genel kurul toplantılarında verilecek kararları belirleyen kişi/kişilerdir. Dolayısıyla, çoğunluğun temsil haklarını elinde tutan bu kişi/kişiler, genel kurul toplantılarında istediği teklifi kabul ettirecek, üst yönetimi değiştirecek veya üst yönetime seçilme hakkını elde edecek kararların verilmesinde etkili bir güce sahip olurlar.

Şirket olağan genel kurul toplantılarında ortaklar yönetim kurulu üyelerinin seçimini yaparlar. Bu toplantılarda yönetim kurulu üyeleri *çoğunluk oy yöntemi* ve *kümülatif oy yöntemi* olmak üzere 2 yöntemden birini kullanarak seçilebilirler.<sup>22</sup>

### 3.1.1. Çoğunluk Oy Yöntemi

Şirketlerin pay senetlerinin büyük çoğunluğunu elde tutarak, şirket sermayesinin en büyük orana sahip olan ortağa şirketi yönetme gücü ve hakkını veren yönetime “*Çoğunluk Oy Yöntemi*” denir. Bu yöntem, yönetim kurulu üyelerinin seçimi gibi konularda bir pay sahibinin kullanacağı oyları her bir aday için ayrı ayrı vermek yerine bir veya birkaç adayda birleştirme olanağı verir. Genel kurul toplantılarında çoğunluk etkisi ile alınan kararlar, toplantıda bulunmayan pay sahiplerini veya toplantıda bulunan ancak olumsuz oy veren pay sahiplerini etkiler. Şirket sermayesinin %51 oranına sahip olan pay sahibi 6102 sayılı TTK.’nun çoğunluk ilkesi gereğince hâkim ortak olarak tanımlanır.

TTK.’nun 429/3. Maddesi’nde; halka açık olmayan anonim şirketlerin pay sahipleri ile halka açık ve pay senetleri borsaya kote edilmiş anonim şirketlerin pay sahiplerinin de “*Çoğunluk Oy Yöntemi*” ile oy kullanabileceğini hükme bağlamıştır. Bu hüküm gereğince, pay senedi sahiplerinin çoğunluk oy yöntemi ile oy kullanmalarına ilişkin esas ve usulleri belirleme yetkisi Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’na devredilmiştir.

Genel kurulda çoğunluk oy yönteminin kullanılabilmesi için şirket esas sözleşmesinde çoğunluk oy kullanılabileceği hükme bağlanmıştır.<sup>23</sup> Yönetim kurulu üye sayısının 3’ten az olmayacak şekilde sabit bir rakam olarak saptanması gereklidir. Şirket esas sözleşmesinde yönetim kurulunda belirli grupların temsil edilmesine ve/veya yönetim kurulu üyeliğine aday

<sup>22</sup> Karan, B.M. (2011). a.g.e.. s.315.

<sup>23</sup> Moray, S. (2013). Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Oy Hakkı. E-Yaklaşım. Sayı: 251. Kasım 2013. <http://kasim20113.blogspot.com.tr/2015/08/turk-ticaret-kanununa-gore-anonim.html>.

önerme ve paylara oyda imtiyaz tanınmasına ilişkin hükümlerin bulunmaması durumunda TTK.'nun 360. ve 479. Maddelerinde yer alan hükümlerin uygulanması gerekir.

Çoğunluk oy kullanma yöntemi, çoğunluğa sahip olmayan pay sahiplerinin yönetim kuruluna üye seçmesine imkan verir. “Çoğunluk Oylar”, genel kurul toplantısına katılan pay sahiplerinin veya yasal temsilcilerinin kullanmaya yetkili olduğu oy sayısının, seçimi yapılacak yönetim kurulu üye sayısı ile çarpılarak hesaplanır. Mesela, dört yönetim kurulu üyesinin seçileceği bir genel kurulda, pay sahibinin 350 oy kullanma hakkı varsa, bu beş yönetim kurulu üyesi için kullanabilecek  $(350 * 5 =)$  1.750 oy hesaplanır. Çoğunluk oy yöntemi ile hesaplanan oyların sayısının tamamı sadece bir aday için kullanılabilir gibi, birden fazla aday arasında bölünerek de kullanılabilir. Çoğunluk oylarını kullanan kişi oylarını birden fazla aday için kullanması halinde ise oylarını adaylara eşit olarak dağıtmış olduğu kabul edilir.

### **3.1.2. Kümülatif Oy Yöntemi**

Şirket yöneticilerinin vekalet sözleşmeleri ile çoğunluk oy hakkını elinde tutması genellikle şirket sermayesinde azınlık durumunda bulunan pay sahiplerinin haklarının ihlal edilmesi, azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması gibi sorunları ortaya çıkartır. Bu sorunlar, azınlık pay sahiplerini korumak amacıyla 6102 sayılı TTK. ile azınlık pay sahiplerine “yönetim kurulunda temsil edilme hakkı, özel denetçi talep etme hakkı,” gibi bazı yeni haklar getirmiştir. Bu yeni haklar çerçevesinde “Azınlık Hakları”; kapalı tip anonim ortaklıklarda esas sermayenin en az 1/10’una sahip olan pay sahiplerine, halka açık anonim şirketlerde ise çıkarılmış sermayenin en az %5’ine (1/20) sahip olan pay sahiplerine tanınmıştır.

Çoğunluk ilkesi gereğince şirket sermayesinin %10, %15 veya %42’lik orana sahip olan pay sahiplerine “Azınlık Ortak” denir. Azınlık pay sahiplerinin pay senetlerini bankaya tevdi etmeleri şartıyla haklarını kullanmalarına imkan veren yöntem “Kümülatif Oy Yöntemi” denir. Bu yöntem, azınlık pay sahiplerinin şirket olağan genel kurul toplantılarında yönetim kurulu üyelerinden *en az bir tanesini* seçme ve bu bir yönetim kurulu üyesi ile temsil edilme hakkı kesinleşen bir yöntemdir. Ancak, bu yöntemde azınlık pay sahiplerinin yeterli sayıda pay senedinin bulunması gerekir. Mesela; azınlık 350 pay sahibi *üç ayrı yönetim kurulu üyesini* seçmek için kullanılabilir toplam  $(350 * 3 =)$  1.050 adet oy

hesaplanır. Azınlık pay sahipleri kümülatif oy yöntemini kullanarak 1.050 adet oyunu sadece bir adet yönetim kurulu üyesinin seçiminde kullanabilirler.

1.000 adet pay senedi üzerinden varsayalımki, azınlık pay sahibi A adlı yönetim kurulu üyesini seçmek istediği halde çoğunluk 501 oya sahip pay sahibi B, C, D adlı yönetim kurulu üyelerini seçmek istemektedir. Bu durumda azınlık pay sahibi 1.050 oyun tamamını A adlı yönetim kurulu üyesini seçmek için kullanır ve çoğunluk pay sahibinin ne yaptığına bakılmaksızın A adlı yönetim kurulu üyesinin seçilecek *üç yönetim kurulu üyesinden* birisi olacağı kesinleşmiş olacaktır. Eğer çoğunluk pay senedi sahibi geriye kalan (1.000 adet toplam oy – 350 adet azınlık oy =) 650 oya sahip ise toplam (650 \* 3 =) 1.950 adet oyu olacaktır. Azınlık pay sahiplerinin desteklediği A adlı yönetim kurulu üyesi 1.050 adet oy olacağı için çoğunluk pay senedi sahibinin desteklediği birden fazla yönetim kurulu üyesinin seçiminde toplamda 1.050 adet oydan fazla oy veremeyecektir. Böylece, A adlı yönetim kurulu üyesini seçimi kesinleşecek, çoğunluk pay senedi sahibi ise sadece *iki yönetim kurulu üyesini* seçebilecektir.

Kümülatif oy yönteminde genel kurul toplantılarında pay sahiplerinin yönetim kuruluna üye seçebilmek için sahip olunması gereken minimum pay senedi sayısı, formül (3.1) ile hesaplanır.<sup>24</sup>

$$n = \frac{(d * s)}{(D + 1)} + 1 \quad (3.1)$$

**n:** Sahip olunması gereken minimum pay senedi sayısı.

**d:** Pay sahiplerinin seçmeyi kararlaştırdıkları yönetim kurulu üye sayısı.

**s:** Toplam pay senedi sayısı.

**D:** Seçilecek yönetim kurulu üye sayısı.

Mesela; X Şirketinin *Olağan Genel Kurul Toplantısı*'nda pay sahiplerinin 3 yönetim kurulu üyesini seçeceğini varsayalım. Bu durumda; pay sahiplerinin *iki yönetim kurulu üyesini* seçebilmesi 1.000 adet pay senedi üzerinden minimum 501 adet pay senedine sahip olması gerekir.

$$n = \frac{(2 * 1.000)}{2 + 1} + 1 = 501 \text{ Adet Pay Senedi}$$

<sup>24</sup>Karan, B.M. (2011). a.g.e.. s.317.

(3 + 1)

Yukarıda açıklanan *Çoğunluk Oy Yöntemi* ve *Kümülatif Oy Yöntemi* karşılaştırıldığında; çoğunluk oy yönteminde azınlık pay sahibi % 49.9 pay senedi sahibi olsa bile yönetim kurulunda kendisi temsil edecek yönetim kurulu üyesini seçme imkanı bulamazken, kümülatif oy yönteminde ise azınlık pay sahibi yeterli sayıda pay senedine sahip olduğunda kendilerini temsil edecek yönetim kurulu üyesini seçebilirler.

### 3.2. PAY SAHİPLERİ VE YÖNETİCİLER ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Şirketler, 18. yüzyıldan itibaren küreselleşmenin de etkisiyle çok hızlı gelişme ve büyüme göstermiştir. Şirketlerin bu denli hızlı gelişmesi finansal ve teknolojik gelişmelerle birleştiğinde, faaliyetlerini karmaşık bir yapıya dönüştürmüştür. Bu dönüşüm şirketlerin faaliyetlerini karmaşık ve kolay anlaşılmayan bir düzeye getirmiş dolayısıyla, şirketlerin faaliyetlerinin yönetimi, kontrolü, sürdürülebilirliği, karlılık artırılması gibi konularda profesyonel yöneticilerle çalışmayı zorunlu hale getirmiştir. Yaşanan bu gelişmeler; girişimci ve/veya pay sahibi ile yönetici kavramlarının birbirinden ayrılmasına ve *profesyonel yöneticilik kavramının* orta çıkmasına yol açmıştır. Bu ayırım; şirketlerin yönetiminde taraflar arasında çıkar çatışmalarına dayalı bazı sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Profesyonel yöneticilik kavramının oluşması ile birlikte şirketlerin organizasyon yapısında “(1) *Paydaşlar + Yönetici*, (2) *Üst + Yönetici + Ast + Çalışan* (3) *Müşteri + Satıcı*” olmak üzere taraflar oluşmuştur.

Profesyonel yöneticilik kavramı; şirket yönetimlerinde ortaya çıkan sorunların giderilmesi çerçevesinde “*Asil (Sahiplik)*” ve “*Vekil (Yönetim)*” kavramlarının ayırımının yapılmasını sağlamıştır. Bu ayırım çerçevesinde; vekalet sözleşmesi ile kendisini temsil eden vekilini, kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeye yönelen, kendi çıkarlarını gözetmesi için ikili görüşme, sessiz denetim ve sürekli ve dönemsel olarak bilgi akışını kontrol etme gibi kontrol ve ücret – prim politikası, ceza politikası ve işe son verme gibi motivasyon faktörlerini kullanan kişi “*Asil*” olarak tanımlanırken; temsil görevinde rasyonel davranan, riskten kaçınan, deneyimleri sayesinde tahmin yapabilen, kendi çıkarları doğrultusunda motive olarak karar alabilen, kişi ise “*Vekil*” olarak tanımlanır.

Mesela; Elektrikli aletlerin üretimi gerçekleştiren Werner AŞ.’nin finansal sıkıntı içinde olduğu hatta iflasın eşiğinde bulunduğu bir dönemde, yaşadığı bu finansal sıkıntılarını aşabilmek amacıyla Deutsche Bank’tan kredi talebinde bulunmuştur. Ancak; bu banka

Warner AŞ.'nin yönetimini profesyonel yöneticilere devrederek, şirketin yönetim ve sahiplik kavramlarının birbirinden ayrılması şartıyla bu kredi talebini kabul edeceğini açıklamıştır. Bunun üzerine, Warner AŞ. Bankası'nın bu talebini kabul ederek, sahiplik ve yönetim kavramlarını birbirinden ayırarak Deutsche Bank'tan kredi alabilmiştir.

Asilin vekili kendi çıkarları doğrultusunda motive etmesi; vekilin ise kendi çıkarlarını gözeterek, asil adına kararlar aldığı durumlarda *Vekalet Teorisi Yaklaşımı* ortaya çıkmaktadır. Motivasyon, birbirini kontrol etme, bilgi akışı gibi konularda yaşanan gelişmelerle birlikte amaçları ve çıkarları farklı asil ve vekil tarafların arasında ortaya çıkan eylemleri, çıkar çatışmaları, taraflar arasındaki iletişimin en etkin ne şekilde kurulabileceğini inceleyen yaklaşıma "*Vekalet Teorisi Yaklaşımı*" adı verilmektedir. *Bu yaklaşım*; asil ve vekilin birbirini nasıl kontrol edeceği, her iki taraf arasında bilgi akışının nasıl kontrol edileceği, bilgi avantajına sahip vekille asil arasında en etkin iletişimin nasıl sağlanacağı gibi konulara çözüm yaratır. Asil taraf vekilin kendi hedefleri doğrultusunda çalışıp çalışmadığını kontrol etmek ya da çalışma düzeylerini denetlemek amacıyla ücretleme ve ödüllendirme politikası belirlemek, bilgi akışını kontrol etmek, ikili görüşme yapmak, işe son vermek gibi yöntemleri kullanılmaktadır.

Dil ve Gümüştekin (2008) çalışmasında Vekalet Teorisi, asil vekil yaklaşımı ve pozitivist vekalet yaklaşımı olarak 2 genel yaklaşım çerçevesinde açıklanmaktadır.<sup>25</sup>

### **3.2.1. Asil – Vekil Yaklaşımı**

Vekilin şirket yönetiminde daha bilgili ve tecrübeli olması ve asil taraf ile yaşadığı çıkar çatışmalarını; diğer taraftan; asilin vekil tarafla yaşanan çıkar çatışmalarını motive eden faktörleri ortadan kaldırmayı amaçlayan yaklaşıma "*Asil – Vekil Yaklaşımı*" denir. Fama ve Jensen (1983), bu yaklaşımın asilin şirket adına davranan kişi olmasından, vekilin ise gerçek kişi olmasından kaynaklanan sorunların tamamının çözümünün mümkün olmadığı ancak bu sorunlara çözüm getirilmesi konusunda asil-vekil yaklaşımında optimal bir denge arandığını ifade etmişlerdir. Bu yaklaşım, asilin zayıflık oluşturan sorunlarının üç farklı şekilde giderilebileceğini savunmaktadır.

- Vekilin asili motive ederek, kendi çıkarları doğrultusunda faaliyet göstermesini sağlamak.

<sup>25</sup> Dil, M. & Gümüştekin, G., E. (2008). Vekâlet Teorisinin Aile İşletmelerine Katkıları ve Model Önerisi. 3. Aile İşletmeleri Kongresi Kitabı. İstanbul: T.C. İstanbul Kültür Üniversitesi Aile İşletmeleri ve Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi. ss.301-312.



- Vekil'in Asil tarafından doğrudan kontrolü ve gözetiminde tutulmasını sağlamak.
- Farklı motive edici ödüllendirme yollarını kullanarak vekilin genel kurallar çerçevesinde işini yapmasını sağlamak.

### 3.2.2. Pozitivist Vekalet Yaklaşımı

Vekilin asimetrik bilgiden, rasyonel davranışlarından ve bireysel çıkarları doğrultusunda verdiği kararları engelleyerek, kontrol altına alınmasını sağlayacak, şirketin kurumsal kontrol yapısını asilin menfaatine geliştiren bu yaklaşıma “*Pozitivist Vekalet Yaklaşımı*“ denir (Jensen ve Meckling; 1976). Bu yaklaşımda aşağıdaki 3 farklı varsayım üzerinde kurulmuştur.

- a. Aktarımında sorun yaşanan asimetri bilgi problemleri.
- b. İkili ya da çoklu vekalet ilişkilerinin varlığı.
- c. Tarafların çıkar ilişkisine dayalı karar verme haklarına sahip olması.

Yukarıda açıklanan varsayımlar dahilinde iki farklı önerme ortaya çıkmıştır. Bu önermeler aşağıda yer almaktadır.

- a. Asilin çıkarlarını gözetken çıkar odaklı sözleşmeler hazırlanarak, vekilin fırsatçı davranışları kontrol edilebilir.
- b. Vekilin kendi çıkarları doğrultusunda faaliyette bulunup bulunmadığını anlamak için bilişim sistemlerinde faydalanılabilir ve fırsatçı davranışları zamanında durdurulabilir.

Vekalet yaklaşımında rasyonel davranış, fırsatçılık ve bilgi asimetrisi kavramları ile sıkça karşılaşılır. Bu kavramlar aşağıda yer almaktadır.

#### — Rasyonel Davranış

Akla uygun, akılcı, en az enerji kullanımı ve en az zaman kaybı ve tarafların kendi çıkarları doğrultusunda en iyi sonucun elde edilmesine yönelik davranışlar olarak tanımlanabilir.

#### — Fırsatçılık

Vekilin kendi çıkarlarını koruyarak, aldatmak çarpıtmak, gizlemek ve şaşırtmak gibi sebeplerle asilin ve şirketin çıkarlarına zarar vererek sadece kendine fayda sağlayan davranışları ifade eden bir kavramdır.

#### — Bilgi Asimetrisi

Asil ve vekil arasındaki bilgi farklılıkları ve/veya bilgi avantajları sebebiyle ortaya çıkan fırsatların sadece bir tarafın lehine kullanılırken, diğer tarafın aleyhine kullanılması denir. Bilgi asimetrisi, iki farklı tehlikeyi içinde barındırır. Tehlikelerden ilki; temsil sözleşmesinin taraflardan sadece birinin lehine diğerinin aleyhine sonuç verecek şekilde değiştirilmesiyle ortaya çıkan “*Ahlaki Tehlike*”, diğerine ise; işlemin gerçekleşmesinden önce bilgi asimetrisinin bulunmasından dolayı ortaya çıkan “*Tersi Seçim*” tehlikesidir.

### **3.2.3. Vekalet Maliyeti Yaklaşımı**

Vekillerin kendi menfaatlerine ancak asillerin aleyhine olan davranışlarının engellemesi için Vekillerin kontrol ve gözetimi sırasında katlanılan tüm maliyetlere “*Vekalet Maliyeti Yaklaşımı*” adı verilir. Mesela; Koç Holding AŞ.’in faaliyetlerini kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde yönetmeye başlanmış olması, beraberinde, profesyonel yöneticilerinin sayısını da arttırmıştır. Profesyonel yöneticilerin sayısının artışı ile birlikte vekalet maliyetleri de aynı hızla artış göstermiştir. Holding, artan asil-vekil sorunları ve artan temsil maliyetlerinin azaltılması için yöneticilerine pay senedi/pay verme yoluna gitmiştir.<sup>26</sup> Vekalet yaklaşımı, şirketin kurumsal yapısına; yönetici ücretlendirme ve ödüllendirme planı oluşturmak, risk yönetimini sağlamak, bilgi akış sistemi tasarımını yapabilmek, çeşitlendirme stratejileri oluşturmak ve stratejik iş birimlerine fayda sağlayarak katkı sağlar.

Vekalet maliyetleri, izleme maliyetleri, bağlanma maliyetleri ve engellenemeyen kayıplar olmak üzere üç başlık altında sınıflandırılabilir.

#### **3.2.3.1. İzleme Maliyetleri**

Vekilin kontrol ve gözetimi için doğrudan denetçi kullanılarak ya da alternatif diğer yollarla doğrudan doğruya katlanılan toplam izleme maliyetleri “*İzleme Maliyetleri*” olarak ifade edilir.

#### **3.2.3.2. Bağlanma Maliyetleri**

Vekillerin şirkete zarar vermesini önlemek ya da şirkete zarar vermeden önce yapılan sözleşmelerle, vekile karşı bir maliyete katlanıp asilin kendini güvenceye alması “*Bağlanma Maliyeti*” olarak adlandırılır.

---

<sup>26</sup> Özen, Ş. & Yeloğlu, H.O. (2006). Bir Örgüt Kimliği Olarak ‘Holding’ Adının İnşası ve Aşınması: Eşanlı Kurumsallaşma ve Çözülme Üzerine Bir Model Önerisi. *Yönetim Araştırmaları Dergisi*. 6(1-2): 45-84.

### 3.2.3.3. Önlenemeyen Kayıplar

Şirketlere ait bilginin şirket dışına akışının önlenememesi veya şirket çıkarlarına aykırı faaliyetlerin durdurulamaması sebebiyle katlanılan maliyetler sebebiyle ortaya çıkan önlenemeyen kayıplar ve bu kayıplardan kaynaklanan ilave maliyetler toplamı “*Önlenemeyen Kayıplar*” olarak ifade edilir.

### 3.2.4. Değişim Maliyeti Yaklaşımı

Şirketin; rasyonellik ve etkinlik arayışı içinde stratejik yönetim kararlarında kullanılan, ekonomik ilişkilerini anlamlandıran ve ürettiği mal ve hizmet sistemin sınırları dışındaki kişilerle değiştirilmesi işlemine “*Değişim Maliyeti Yaklaşımı*” denir. Bu yaklaşım, şirketin değişim maliyetlerini en ekonomik yolla düzenleyecekleri ve analiz edebilecekleri kavramsal çerçeveyi inceler. Ayrıca, tasarruf yapmanın şirkette uygulanacak en önemli strateji olduğunu, ayrıca; şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin değişim işlemlerini, bu işlemlerin maliyetini en ekonomik yolla yapılandırmasının çok önemli olduğunu savunan bir yaklaşımdır.

Şirketin gereksinim duyduğu mal ve hizmetleri dış birimlerden temin ederek *ek değişim maliyetine* katlanmak yerine, üretimin şirket içinde yapılarak *değişim maliyetinden* tasarruf edilebilir. Şirkette gerçekleştirilen işlemler çerçevesinde; telif alma bedeli; görüşme, pazarlık, sözleşme hazırlamak; denetleme ve benzeri değişim maliyetleri şirket bünyesinde gerçekleştirilen işlemlerin maliyetlerini oluşturur. Şirket yöneticileri, şirket içi ve şirket dışı değişim maliyetlerini karşılaştırma sonucunda belirleyeceği en uygun değişim maliyetlerini kullanarak *optimum denge düzeyini* oluşturması gerekir.

Şirketin değişim maliyetleri arasında değişime konu olacak girdi ve çıktılarla ilgili bilgi toplama; teklif hazırlama; sözleşme maliyetleri; pazarlık maliyetleri; sözleşme uygulama maliyetleri; izleme ve denetleme maliyetleri ve lobcilik maliyetleri yer alır. *Değişim Maliyeti Yaklaşımı*, şirketin değişim işlemlerinde en tasarruflu maliyet modelini belirlemeyi amaçlar ve bu şirketin tercih ettiği maliyet modeli, değişim işlemi ile ilgili tarafların kendi çıkarları çerçevesinde ve sınırlı rasyonellik davranışları göstermesinden etkilenir.

Şirketin bilgiye ulaşma ve bilgi akış sürecinde işbirliği içinde bulunduğu taraflar ve tarafların içinde bulunduğu çevre koşullarından dolayı rasyonel davranamaması “*Sınırlı Rasyonellik*” olarak tanımlanır. Şirketler kendi aralarında işbirliği yaparak bir taraftan değişim maliyetlerini kontrol altına alırken, diğer taraftan rekabete devam edebilirler.

Şirketlerin arasındaki işbirliği ya da rekabete devam kararlarının uygulanması sırasında *içsel maliyet* ve *dışsal maliyet* ile karşı karşıya kalırlar. Bu maliyetler aşağıda yer almaktadır.

#### **3.2.4.1. İçsel Maliyet**

Şirketler aralarındaki ilişkileri geliştirerek yeni işbirliklerinin oluşmasını sağlamak, işbirliği içinde bulunan şirketlerin birbirleri arasında bir ilişkiyi devam ettirmek ve güçlendirmek için katlanmak zorunda oldukları maliyetler "*İçsel Maliyet*" olarak ifade edilir. İçsel maliyetler arasında çatışma çözümlene maliyetleri, değer belirleme maliyetleri ve belirsizlikten kaynaklanan maliyetler yer alır.

#### **3.2.4.2. Dışsal Maliyet**

Rasyonellik ve etkinlik arayışı içinde şirketlerin aralarındaki işbirlikleri ve bu işbirlikleri ile bağlantılı olarak düzenledikleri çeşitli sözleşmelere dayalı maliyetlere "*Dış Maliyet*" denir. Bu maliyet, şirketin kendisi dışındaki diğer şirketlerle olan çeşitli konulardaki ilişkilerinde ekonomik çevrelerine giriş engelini ortaya çıkartır ve olumsuz durumlar yaşamasına yol açabilir. Mesela; G&G şirketi talep edeceği bir ürün grubu için açık arttırma yoluna gidip teklif almak yerine bu ürün grubunu daha önce ortak yatırım anlaşması bulunan X Şirketi'nden temin etmeye karar verdiğini varsayalım. Bu durumda; G&G şirketinin X Şirketi ile olan iş birliğinden dolayı, diğer şirketlerle olan çeşitli konulardaki ilişkilerinde ekonomik çevrelerine giriş engelini ortaya çıkartabilir.

### **3.3. PAY SENETLERİNİN ŞİRKET SATIN ALIMLARINDA ETKİSİ**

Şirketlerin başarısız yönetimi, bu şirketlerin finansal açıdan güçlük yaşamalarına ve hatta iflas etmelerine yol açabilir. Bu şekilde, sorun yaşayan, iflasla yüz yüze kalan ya da kalabilecek şirketlerin finansal yapıları bozulmadan önce veya sonrasında finansal yapısı güçlü şirketler veya gruplar tarafından çeşitli yollarla satın alınabilirler. Finansal yapısı güçlü şirketler, güçsüz ya da başarısız şirketleri satın alarak alt yapı yatırımlarına girmeksizin yatay ya da dikey büyüme olanaklarına daha kolay ulaşabilirler. Böylece, başarısız şirketlerin finansal yapıları güçlendirilerek, sürdürülebilirlikleri sağlanır.

Globalleşen finansal piyasalar, başarısız bir şirketin başarılı bir şirketle birleşme, devir gibi alternatiflerini arttırır ve kolaylaştırır. Özellikle halka açılma oranı yüksek olan borsaların pay senedi piyasalarında birleşme ve devir işlemleri çok daha kolay ve hızlı olarak

gerçekleşir. Borsalarda pay senedi piyasalarının derinleşmesi ve genişlemesi ile birlikte başarısız şirketlerin, başarılı şirketler tarafından satın alınarak, ülke hatta dünya ekonomilerinin zarar görmesi kolaylıkla engellenebilir.

Bir şirketin pay senetlerinin işlem gördüğü borsanın pay senedi piyasalarındaki fiyatları düşerek, ucuzlarsa; bu şirket piyasada hedef şirket konumuna gelebilir ve piyasada bu hedef şirketi satın almak isteyen çok sayıda yatırımcı ortaya çıkabilir. Yatırımcılar, ikincil piyasada fiyatları ucuzlayan hedef şirketin pay senetlerini borsadan satın alabilecekleri gibi, hedef şirkete teklif götürerek de kolaylıkla satın alabilirler. Eğer hedef şirketin pay senetleri, borsadan satın alınarak toplanacaksa, satın alınacak pay senetlerinin adi pay senedi ya da ortaklık haklarını içinde barındıran pay senetleri özelliklerini taşımalarına özellikle dikkat edilmesi gerekir.

Genel olarak şirket satın almaları ile ilgili uygulamalar incelendiğinde; hedef şirkete teklif verilmeden önce hedef şirketin pay senetlerinin işlem gördüğü borsaların pay senedi piyasalarından satın alındıkları görülür. Hedef şirketin pay senetlerinin %5'i BİST'in pay senedi piyasalarından satın alındıktan sonra bu pay senetlerini satın alan talip şirket 10 gün içinde ilgili ülkenin BİST Komisyonu'na ya da ülkemizde BİST Komisyonu'na rapor etmesi ve KAP'nda bu durumu kamuya bildirmesi gerekir. Yapılan bu işlemlerin ardından talip şirketin hedef şirket için verdiği teklifi KAP'da kamuya ilan ederek, açıklanması ve hedef şirketin pay sahiplerine konu ile ilgili teklifini postalayarak göndermesi gerekir. Talip şirket, hedef şirketin satacağı pay senetlerinin tamamını ya da bir kısmını satın alma yönünde teklifte bulunabilir. Piyasada hedef şirkete teklif yapıldığı, hedef şirketin satılacağı ve özellikle de hedef şirketi satın almak isteyen talip şirket hakkında haberlerin kamuya duyurulması ile birlikte, hedef şirketin pay senetlerinin fiyatı borsada hızla artmaya başlar. Bu sebeple, talip şirketlerin genellikle hedef şirketlerin pay senetlerine verdiği fiyat teklifi, hedef şirketlerin pay senetlerinin piyasa fiyatından daha yüksek olur.

Bir talip şirketten teklif alan hedef şirketin pay sahibi yöneticileri ve/veya yöneticilerin *teklifinin reddedilmesi* için aşağıda açıklanan uygulamaları yapabilirler.<sup>27</sup>

- Hedef şirket yönetimi tarafından mevcut pay sahiplerine belirlenen bir fiyat üzerinden şirketin pay senetlerinin tamamını ya da bir kısmını satma teklifinde bulunabilirler. Hedef

<sup>27</sup> Karan, B.M. (2011). a.g.e.. s.319.

şirket yönetiminin mevcut pay sahiplerine yaptığı bu satış teklifi “*Geri Satın Alma*” olarak ifade edilir.

- Hedef şirketin pay sahipleri çeşitli yollarla talip şirketin teklifinin reddedilmesini sağlayabilirler.
- Hedef şirketin yönetimi kendi tercih ettiği başka bir şirketi hedef şirketi satın alması için daha iyi bir teklif vermeye ikna edebilir. Bu yolla hedef şirkete teklif veren yeni şirket “*Beyaz Şövalye*” olarak tanımlanır.
- Hedef şirket yönetimi bir mektup aracılığı ile talip şirkete pay senetlerinin piyasa fiyatlarının çok üzerinde bir fiyatla satın alması amacıyla satış teklifinde bulunabilirler. Hedef şirket yönetiminin talip şirket yaptığı bu satış teklifi “*Greenmail (Yeşil Posta)*” olarak adlandırılır.
- Hedef şirket yöneticileri, hedef şirketin finansal yapısını bozarak, hedef şirketi finansal açıdan zor durumda bırakabilir ve değerinin azalmasına yol açabilirler. Finansal yapısı bozulan, firma değeri azalmış ve çok yüksek risk içeren bu tip şirketler “*Poison Pills (Zehir Hapları)*” olarak tanımlanır. Hedef şirket yöneticileri, maliyetleri arttırıcı taleplerde bulunarak, talip şirketin hedef şirketi satın almasını güçleştirebilirler.

### **3.4. PAY SENETLERİNİN VERGİLENDİRİLMESİ**

Pay senetlerinin vergilendirilmesi kapsamında; menkul sermaye kazançları ve kar paylarının gelirlerinin vergilendirilmesi başlıklı konular yer almaktadır.

#### **3.4.1. Menkul Sermaye Kazançlarının Vergilendirilmesi**

Sadece sermaye birikiminden doğan gelirlerine “*Menkul Sermaye Kazançları*” adı verilir. Her türlü pay senetlerinin kar payları (temettü), limited şirket ortaklarının, iş ortaklıkları ortaklarının ve komanditerlerin kar payları ile kooperatiflerin dağıttıkları kazançlar dahil olmak üzere iştirak paylarından doğan kazançlar, kurumların idare meclisi başkan ve üyelerine verilen kar payları, pay senetlerinin satışından elde edilen bedeller, iştirak paylarının sahibi adına henüz tahakkuk etmemiş temettü gelirlerinin devir ve temlik karşılığında alınan para ve ayınlar, faizsiz olarak kredi verenlere ödenen kar payları ile kar ve zarar ortaklığı belgesi karşılığı ödenen kar payları ve özel finans kurumlarınca kar ve zarara katılma hesabı karşılığında ödenen kar payları, menkul kıymetler yatırım fonları katılma

belgelerine ödenen kar payları “*Menkul Kıymet Kazancı (İradı) Sayılan Gelirler*” olarak kabul edilir.<sup>28</sup>

Menkul sermaye kazançları (iratlar), sermaye kazancı ve ticari kazanç olmak üzere üç gruba ayrılır.

#### **a. İratlar**

Satın alınan menkul kıymetlerin faiz, kar payı, vs. gibi kazançları “*İrat*” olarak ifade edilir (GVK., 75. Madde).

#### **b. Sermaye Kazancı**

Satın alınan menkul kıymetlerin, kendisinin satışından elde edilen kazançları “*Sermaye Kazancı (Değer Artış Kazancı)*” olarak adlandırılır (GVK., 80. Madde).

#### **c. Ticari Kazanç**

Gelir Vergisi Kanunu (GVK) ve Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) kapsamında satın alınan menkul kıymetlerin, ticari bir faaliyetin bir kısmını oluşturuyor ise, bu *Kazanç Ticari Kazanç* olarak kabul edilir.

213 sayılı Vergi Usul Kanunu (VUK)’na göre; defter tutmak zorunda olan gerçek kişi mükelleflerin, GVK.’na tabi menkul sermayeler ile bunlardan elde edilen iratları ve bunlara müttaallik giderleri, diğer kazançlarını tespit etmek için tuttıkları hesaplarla karıştırılmaması, birleştirilmemesi gerekir. Gerçek kişi mükelleflerin gelir vergisine tabi menkul sermayelerle bunlardan elde edilen iratları ve bu iratları elde etmek için katlanılan giderleri, defterikebirin, işletme hesabının ya da serbest meslek erbabı kazanç defterinin ayrı bir sayfasına, ayrı bir deftere veya bir cetvele ayrı ayrı kaydedilmesi zorunlu tutulur.<sup>29</sup>

Menkul sermaye kazançlarının (iratları) yıllık beyanname ile beyan edilip edilmeyeceğine ilişkin hususlar aşağıda yer almaktadır.<sup>30</sup>

- GVK.’nun Geçici 67. Maddesi kapsamında vergi kesintisine tabi tutulmuş olan; özel finans kurumları (katılım bankaları) tarafından *Kar ve Zarara Katılma Hesabı* karşılığında ödenen

<sup>28</sup> TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2017). Menkul Sermaye İradı Elde Eden Mükellefler İçin Vergi Rehberi. Yayın No: 242. Şubat. Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı. ss.1-2.

<sup>29</sup> TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2017). a.g.e.. s.2.

<sup>30</sup> Gerçek A. (2018). 2018 Yılı Vergi Hukuku/ İş Hukuku. Sosyal Güvenlik Hukuku Ticaret ve Meslek Mevzuatına İlişkin Pratik Bilgiler. El Kitapçığı. Sakarya. www.sakaryasmmmo.org.tr/Dosyalar/PRATIK-BILGILER-2018-SAKARYA.pdf, s.17-19.

kar payları, repo gelirleri, KVK. mükelleflerince 31.12.1998 ve daha önceki tarihlerde sona eren hesap dönemlerinde elde edilen kazançların dağıtım halinde, gerçek kişiler tarafından elde edilen kar payları, şirketlerin karlarını sermayeye ilave ederek gerçekleştirdikleri kar dağıtım işlemlerinde gerçek kişi pay senedi sahiplerince elde edilen kar paylarının tutarı ne olursa olsun beyan edilmeyecek menkul sermaye kazançları, diğer gelirler nedeniyle verilen beyanname kapsamına da dahil edilmezler.

- Türkiye’de vergi kesintisine tabi olmayan ve istisna uygulanmayan (1 Ocak 2006 tarihinden önce) ihraç/iktisap edilen pay senetleri satışından elde edilen kazançlar, iştirak pay senetlerinin sahibi adına henüz tahakkuk etmemiş kar paylarının devir ve temlik karşılığında alınan para ve ayınlar, yurt dışından elde edilen kar paylarından oluşan menkul sermaye iratlarının 2018 yılı için 1.800-TL’lik tutarı aşması durumunda yıllık beyanname ile beyan edilmeleri gerekir.

1.800-TL’lik tutar bir istisna olmayıp, gelirin beyan edilip edilmeyeceği hususunun belirlenmesinde dikkate alınacak bir sınır olarak belirlenmiştir. Bu sınıra göre, menkul sermaye kazancı olarak elde edilen gelir 1.800-TL’yi aşıyorsa, elde edilen gelirin tamamının beyan edilmesi gerekir. Bu sınır menkul sermaye gelirlerinin her biri için değil, bu gelirlerin tamamı için uygulanır. Menkul sermaye gelirleri ile vergi kesintisine tabi olmayan ve istisna uygulanmayan diğer menkul sermaye iratlarının toplam tutarı dikkate alınarak hesaplanması gerekir.

- Tam mükellef şirketlerden elde edilen kar paylarından elde edilen gelirlerin 2018 yılında 34.000-TL’yi aşması halinde bu gelirlerin tamamının yıllık beyanname ile beyan edilmesi gerekir. Menkul sermaye iratları toplamının 34.000-TL’yi aşıp aşmadığının belirlenmesinde, indirim oranı ve istisna uygulanacak menkul sermaye iratlarının, indirim oranı ve istisna uygulandıktan sonra kalan kısımlarının dikkate alınması gerekir.

- GVK.’nda bazı menkul sermaye iratlarının enflasyondan arındırıldıktan sonra kalan tutarları vergilendirilir. Enflasyondan arındırma indirim oranı 2017 yılı için % 129,43 olarak belirlenmiş olup, oran *birden büyük* olduğu için beyana dahil edilmez. Beyanname verme sınırı olan 34.000 TL’nin hesabında, indirim oranı uygulanabilir.

### **3.4.2. Kar Payı Gelirlerinin Vergilendirilmesi**

Gerçek kişilerin, tam mükellef şirketlerden elde ettikleri her nev’i pay senetlerinin kar payları, iştirak pay senetlerinden doğan kazançlar, şirketlerin idare meclisi başkan ve



üyelerine verilen kar payları, GVK. kapsamında yer alan ve kar payı sayılan gelirler olarak belirlenir. Bu gelirlerin vergilendirilmesi gerekir.

Tam mükellef şirketlerden elde edilen kar paylarının yarısı gelir vergisinden istisna olup, kalan tutar vergiye tabi gelir olarak hesaplamalara dahil edilmesi gereken tutar olarak belirlenir. Bu durumda, beyana tabi başka gelirin bulunmaması ve vergiye tabi gelirin 34.000 TL'yi aşması halinde ise söz konusu gelirler için beyanda bulunulması gerekir. Beyan edilen tutar üzerinden hesaplanan gelir vergisinden, kurum bünyesinde karın dağıtım aşamasında yapılan istisnaya isabet eden kısım dahil % 15 oranında vergi kesintisinin tamamının mahsup edilmesi gerekir. Beyanda mahsup yapılmasının ardından kalan tutar GVK.'nun genel hükümleri çerçevesinde red edilecek ve hesaplanan tutar iade edilir.<sup>31</sup>

Şirketlerin 31.12.1998 ve daha önceki tarihlerde sona eren hesap dönemlerinde elde ettikleri kazançlarını dağıtmaları halinde, gerçek kişilerce elde edilen bu kar payları, tutarı ne olursa olsun yıllık beyanname ile beyan edilmesi gerekmez. 01.01.1999 – 31.12.2002 tarihleri arasında sona eren hesap dönemlerine ilişkin olup, kurumlar vergisinde istisna edilmiş kazançlar ile GVK.'nun Geçici 61. Maddesi kapsamında vergi kesintisine tabi tutulmuş olan yatırım indirimi istisnasından yararlanan kazançların dağıtılması halinde, gerçek kişilerce elde edilen kar paylarının net tutarına elde edilen kar payının 1/9'u ilave edildikten sonra bulunan tutarın yarısı vergiye tabi gelir olarak hesaplamalara dahil edilmesi gerekir. Beyan edilen tutarın 1/5'lik bölümü hesaplanan gelir vergisinden mahsup edilmesi gerekir.<sup>32</sup> Menkul Sermaye İratlarına ilişkin bildirim doldurulurken, sadece adi komandit şirketlerin komanditer ortakları, limited şirket ortakları ve anonim şirketlerin kurucu ortakları ile yönetim kurulu üyesi ortakları ödemiş oldukları Bağ-Kur primlerini elde edilen menkul sermaye kazançları tutarıyla sınırlı olmak üzere indirebilir.<sup>33</sup>

Yurt dışında yaşayan Türk vatandaşları dahil dar mükellefiyete tabi olanların tümü, Türkiye'de elde ettikleri vergi kesintisine tabi tutulmamış menkul sermaye kazançlarının tamamını, elde etme tarihinden itibaren 15 gün içinde münferit beyanname ile bildirecek ve vergisini de aynı süre içerisinde ödeyeceklerdir. Ayrıca; GVK.'nun 3. maddesine kapsamında yer alan merkezi Türkiye'de olup faaliyetlerini yabancı ülkelerde sürdüren kurum ve

<sup>31</sup> TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2018). Menkul Sermaye İradı Elde Eden Mükellefler İçin Vergi Rehberi. Yayın No: 269. Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı. Şubat. s.8.

<sup>32</sup> TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2018). a.g.e.. s.8.

<sup>33</sup> TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2018). a.g.e.. s.9.

kuruluşlara bağlı olarak çalışan Türk vatandaşları tam mükellef sayılarak tam mükellefiyet esaslarına göre vergilendirilir.<sup>34</sup>

Menkul sermaye iratları üzerinden kesilen vergilerden beyannameye dahil edilen gelire isabet eden bölüm, beyanname üzerinden hesaplanan vergiden mahsup edilir. Ancak, kar paylarının beyan edilmesi halinde ise, beyan edilen tutar üzerinden hesaplanan gelir vergisinden, kar paylarının dağıtımı aşamasında şirket bünyesinde yapılan vergi kesintisinin tamamı mahsup edilir.<sup>35</sup>

1 Ocak 2018 - 31 Aralık 2018 dönemine ait beyana tabi olarak elde edilen menkul sermaye iratlarının 01–25 Mart 2019 tarihleri arasında *Yıllık Gelir Vergisi Beyannamesi* ile beyan edilmesi gerekir. Beyanname verme süresinin son günü hafta sonuna rastladığından, mükellefler beyannamelerini 27 Mart 2019 akşamına kadar ilgili vergi dairesine ya da hazır beyan sistemi aracılığıyla internet ortamında vermeleri gerekir.<sup>36</sup> Ayrıca, bu mükelleflerin, takvim yılı içinde ülkeyi uzun süreli terk etmesi durumunda, ülkeyi terk etmeden önceki 15 gün içinde Yıllık Gelir Vergisi Beyannamesi ile beyanda bulunmaları, takvim yılı içinde ölümleri halinde ise ölüm tarihinden itibaren dört ay içinde vefat eden kişi adına varisleri tarafından Yıllık Gelir Vergisi Beyannamesi ile beyanda bulunulması gerekir.<sup>37</sup>

**Tablo 3.1: Menkul Sermaye İratlarının Beyan Durumuna İlişkin Özet**

<b>Menkul Sermaye Kazancı Çeşidi</b>	<b>Beyan Durumu</b>	<b>Özellikleri</b>
Katılım Bankaları tarafından ödenen kar payları	Beyan Dışı	Vergi kesintisine tabi tutulmuştur. Tutarı ne olursa olsun beyan edilmeyecektir.
Kurumlar Vergisi mükelleflerince 31.12.1998 ve daha önceki tarihlerde sona eren hesap dönemlerinde elde edilen kazançların dağıtım durumunda, gerçek kişiler tarafından elde edilen kar payları	Beyan Dışı	İstisna
Kurumların karlarını sermayeye ilave ederek gerçekleştirdikleri kar dağıtım işlemlerinde gerçek kişi pay sahipleri tarafından elde edilen kar payları	Beyan Dışı	Tutarı ne olursa olsun beyan edilmeyecektir.
01.01.2006 tarihinden önce ihraç/iktisap edilen pay senetlerinin satışından elde edilen kazançlar	1.800 TL'yi aşması durumunda tamamı beyan edilecektir.	Tevkifat ve istisna uygulanmayan gelirlere ilişkin 1.800 TL'lik beyan sınırının aşılması durumunda beyan

<sup>34</sup> TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2018). a.g.e.. s.9.

<sup>35</sup> TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2018). a.g.e.. s.10.

<sup>36</sup> TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2018). a.g.e.. s.11.

<sup>37</sup> TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2018). a.g.e.. s.12.

		edilmelidir.
İştirak pay senetlerinin sahibi adına henüz tahakkuk etmemiş kar paylarının devir ve temlik karşılığında alınan paralar ve ayınlar	1.800 TL'yi aşması durumunda tamamı beyan edilecektir.	Tevkifat ve istisna uygulanmayan gelirlere 1.800 TL'lik beyan sınırının aşılması durumunda beyan edilmelidir.
Yurt dışından elde edilen kar payları	1.800 TL'yi aşması durumunda tamamı beyan edilecektir.	Tevkifat ve istisna uygulanmayan gelirlere 1.600 TL'lik beyan sınırının aşılması durumunda beyan edilmelidir.
1999-2002 tarihleri arasında sona eren hesap dönemlerinde elde edilen, kurumlar vergisinden istisna tutulan kazançlar ile yatırım indirimi istisnasından faydalanan kazançların dağıtım durumunda gerçek kişiler tarafından elde edilen kar payları	Elde edilen kar payının net tutarına bu tutarın 1/9'u ilave edilerek bulunacak tutarın ½'si gelir vergisinden istisna olup, kalan tutar 34.000 TL'yi aşıyorsa beyanda bulunulmalıdır.	Tevkifat uygulanan gelirlere 34.000 TL'lik tutarı aşması durumunda beyan edilmelidir.
Her nev'i pay senetlerinin kar payları	Elde edilen kar payının brüt tutarının ½'si gelir vergisinden istisna olup, kalan tutar 34.000 TL'yi aşıyorsa beyanda bulunulmalıdır.	Tevkifat uygulanan gelirlere 34.000 TL'lik tutarı aşması durumunda beyan edilmelidir.
İştirak pay senetlerinden doğan kazançlar	Elde edilen kar payının brüt tutarının ½'si gelir vergisinden istisna olup, kalan tutar 34.000 TL'yi aşıyorsa beyanda bulunulmalıdır.	Tevkifat uygulanan gelirlere 34.000 TL'lik tutarı aşması durumunda beyan edilmelidir.
Şirketlerin idare meclisi başkan ve üyelerine verilen kar payları	Elde edilen kar payının brüt tutarının ½'si gelir vergisinden istisna olup, kalan tutar 34.000 TL'yi aşıyorsa beyanda bulunulmalıdır.	Tevkifat uygulanan gelirlere 34.000 TL'lik tutarı aşması durumunda beyan edilmelidir.

**Kaynak:** TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2018). Menkul Sermaye İradı Elde Eden Mükellefler İçin Vergi Rehberi. Yayın No: 269. Şubat. Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı. ss.14-15.

## 4. PAY SENETLERİNİN HALKA ARZI

Bu bölümde, pay senetlerinin halka arzı kapsamında halka arzın avantajları ve dezavantajları, borsada işlem gören şirketlerin yükümlülükleri, halka arza karar verme, halka arzda ön hazırlık, halka arz süreci, halka arz izahnamesi ve satış duyurusu, satış süreci ve dağıtım esasları, halka arz ve satış sonuçlarının bildirim, borsa kotuna alınma ve işlem görmeye başlama, pay senetleri satış yöntemleri, pay senetleri halka arz yöntemleri, pay senetlerinin halka arzında kullanılan satış yöntemleri, pay senetlerinin halka arz maliyetleri, zaman çizelgesi başlıklı konular yer almaktadır.

### 4.1. HALKA ARZIN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

Şirketin pay senetlerini halka arz etmesi ve bu pay senetlerinin borsada işlem görmesinin avantajları ve dezavantajları aşağıda sırasıyla açıklanmaktadır.

#### 4.1.1. Halka Arzın Avantajları

Şirketlerin halka açık anonim şirket olmayı tercih etmesi ve pay senetlerinin borsada işlem görmesini sağlaması, bu şirketlere çeşitli faydalar sağlar. Öncelikli olarak da şirketin kendisine devamlı ve/veya uzun vadeli; düşük maliyetli ve/veya maliyetsiz fon kaynaklarını bulabilmesine olanak tanır.

İhraççı şirketin pay senetlerini halka arzı ve pay senetlerinin borsada işlem görmesinin avantajları; yeni finansman, likidite, tanıtım, kurumsallaşma, kredibilite, ikincil halka arz/sermaye artırımı, globalleşme, firma değerini hesaplama, prestij artırma ve düşük maliyetli fonlama avantajları aşağıda yer almaktadır.<sup>38</sup>

##### 4.1.1.1. Yeni Finansman

İhraççı şirketler, primli pay senetlerini halka arz ederek, daha düşük maliyetli ve uzun vadeli özkaynak elde edebilirler. Şirketlerin pay senetlerini nominal fiyatının üzerinde bir fiyatla satışından elde edilen prime “*Emisyon Primi*” adı verilir.

Emisyon primi formül (4.1) ile hesaplanır.

$$\text{Emisyon Primi} = \text{Pay Senedinin Borsa/Piyasa Fiyatı} - \text{Pay Senedinin Nominal Fiyatı} \quad (4.1)$$

---

<sup>38</sup> SPK (2016), a.g.e., ss.2-4.

İhraççı şirket primli pay senedi ihraç ederek, şirkete düşük maliyetli fon kaynağı temin eder. Şirket, pay senetlerinin halka arzı sonucunda elde ettiği fon kaynağını süresiz ve geri ödemesiz şekilde şirket bünyesine dahil etme imkanını elde eder.

Halka kapalı bir anonim şirket, pay senetlerini halka arz ederek, halka açık bir anonim şirket olmayı tercih ettiğinde, pay senetlerini BİST pay piyasalarında işlem görmesini sağlayabilir. İhraççı şirketler, BİST'in pay piyasalarında işlem görmeye başladıktan sonra borsada özkaynak kökenli araçları ihraç edebilirler, aynı zamanda daha rahat kredi kullanabilir, borç senetlerini borsada ihraç ederek daha kolay uzun vadeli fon kaynağı bulma imkanlarını elde edebilirler.

Payları senetleri borsada işlem gören anonim şirketlerin halka arzından sağladıkları kaynak ile işlem görmeye başladıktan sonra gerçekleştirdikleri sermaye artırım tutarları ve pay sahiplerine ödedikleri nakit kar payı ödeme tutarları Tablo (4.1)'de yer almaktadır.<sup>39</sup>

**Tablo 4.1: 1989-2016 Döneminde Halka Arz ile Yapılan Sermaye Artırımı ve Kar Payı Ödeme Tutarları**

<b>Dönem</b>	<b>Halka Arz Bedeli Sermaye Artırımı (Milyon USD)</b>	<b>Nakit Kar Payı (Milyon USD)</b>
<b>1986-1989</b>	779	606
<b>1990-1994</b>	6.584	3.202
<b>1995-1999</b>	7.473	5.686
<b>2000-2004</b>	10.264	4.204
<b>2005-2009</b>	19.814	23.812
<b>2010-2016</b>	20.517	43.441
<b>TOPLAM</b>	<b>65.431</b>	<b>80.951</b>

#### 4.1.1.2. Likidite

İhraççı şirketlerin pay senetlerini halka arz etmesinin ardından halka arz edilen pay senetlerinin organize bir piyasada istenilen zamanda, piyasada arz ve talebe göre oluşan tek fiyat üzerinden, şeffaf bir ortamda işlem görmesine imkan tanıyan, mevcut pay sahiplerine elindeki pay senetlerinin nakde dönüşüm hızını arttırarak likidite imkanı sağlar.

<sup>39</sup>Borsa İstanbul (2017), Halka Arz ve Borsa İstanbul (BİST)'da İşlem Görme Bilgilendirme Kitapçığı, Borsa İstanbul Yayınları, İstanbul, s.2.

#### 4.1.1.3. Tanıtım

Pay senetleri Borsada işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, Borsanın *şeffaflık ilkesi* ve *kamuyu aydınlatma işlevi* çerçevesinde yurtiçi ve yurt dışındaki yatırımcılara KAP, veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları aracılığı ile sürekli olarak ulaştırılması gerekir.<sup>40</sup> Bu durum, ihraççı şirketlerin, ulusal ve uluslararası alanda tanınmalarına imkan tanıyarak, ulusal ve uluslararası diğer şirketlerle yeni işbirlikleri kurarak, yeni fırsatlar yaratmalarına imkan sağlar.

#### 4.1.1.4. Kurumsallaşma

Şirketlerin kurumsallaşmasında halka açık şirket olarak faaliyetlerine devam etmeleri önemli rol oynar. Bu şirketlerin pay senetlerini halka arz etmesiyle birlikte pay sahiplerinin/ortaklarının sayısı artar. Artan pay sahibi sayısı şirketin sorumluluklarının da artmasına ve ağırlaşmasına neden olur. Şirketlerin artan sorumlulukları, hesap verebilirlik, şeffaflık, sürdürülebilirlik, karşılaştırılabilirlik gibi hususlarda daha hassas davranmalarını zorunlu hale getirir.

Ülke ekonomilerinde faaliyette bulunan şirketlerin her geçen gün artan sayıda ve oranda halka açılması bu şirketlerin faaliyetlerinin bireylerin yönetiminden çıkıp, halka açılmanın getirdiği yükümlülüklerle birlikte kendi kurum kültürünü oluşturarak kurumsallaşmaya büyük katkı sağlar. Türkiye ekonomisinde faaliyette bulunan şirketlerin büyük bir kısmının aile şirketi yapısında olması, bu şirketlerin ömürlerinin kurucuları ya da aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı kalmasına yol açar. Ülkemizde şirketlerin pay senetlerini halka arz etmesi BİST’de işlem görmeye başlamaları ile birlikte aşağıdaki koşulları da yerine getirmeleri zorunludur.

Buna göre; Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’na kayıtlı ve BİST’de işlem gören halka açık şirketlerin;

- Sermaye Piyasası Mevzuatı’na tabi olmaları gerekir.
- SPK ve BİST’in sürekli gözetim ve denetimi altına girmeleri gerekir.
- TMS ve TFRS’na uymaları zorunludur.
- Şirketlerin finansal tablolarının TMS ve TFRS’e uygun düzenlenmesi zorunludur.

<sup>40</sup> Borsa İstanbul (2017). a.g.e.. s.3.

- Şirketlerin TMS ve TFRS'e göre düzenlenmiş finansal tablolarının bağımsız denetimini yaptırımları zorunludur.
- Şirketler şeffaflık ilkesi ve kamuyu aydınlatma özelliği dolayısıyla, pay sahiplerini ve bu şirketlerle ilgili tarafları doğru ve zamanında bilgilendirmesi gerekir.
- Şirketlerinin sürekli gözetim ve denetim altında tutulması, ulusal ve uluslararası piyasalarla etkileşimi, profesyonel yatırımcılarda da kurumsallaşma sürecini hızlandırır.
- Kurumsallaşma süreci hızlanan şirketlerin, profesyonel yönetime geçiş süreci kısalmır.
- Şirketlerin artan sorumluluklarına uyum göstermeleri halinde müşterilerin, üreticilerin, kreditorlerin, alacaklıların, yatırımcıların bu şirketlere karşı güvenlerini arttırarak, bu şirketlerin imajını güçlendirir.

SPK'na kayıtlı ve BİST'de işlem gören halka açık şirketlerin 2003-2018 dönemindeki sayıları Tablo 4.2'de yer almaktadır.<sup>41</sup>

**Tablo 4.2: SPK'ya Kayıtlı ve BİST'te İşlem Gören Şirket Sayıları**

Yıl	SPK'ya Kayıtlı Şirket Sayısı	BİST'e Kayıtlı Şirket Sayısı
2003	631	298
2004	625	307
2005	614	316
2006	605	329
2007	593	332
2008	570	323
2009	548	322
2010	566	344
2011	586	368
2012	600	404
2013	608	424
2014	582	425
2015	514	416
2016	485	405
2017	481	399
2018/4	486	402

#### 4.1.1.5. Kredibilite

<sup>41</sup> SPK. (2018). Aylık İstatistik Bülteni, SPK. Nisan.

Şirketlerin pay senetlerinin Borsada işlem görmesi bu şirketlerin bankalar ve para piyasası üzerindeki kredibilitelerini yükselterek, kendilerine daha uzun vadeli, daha ucuz ve kolay kredi bulma imkânlarını artırmalarını sağlar.

#### **4.1.1.6. İkincil Halka Arz ve Sermaye Artırımı**

Halka açık şirketler, pay senetlerini arz ettikten sonra oluşabilecek kaynak ihtiyaçlarını mevcut pay sahiplerinin/ortaklarının yeni pay alma haklarını (rüçhan hakkı) kısmen ya da tamamen sınırlayarak “*İkincil Halka Arz*” aracılığı ile sermaye artırımını yaparak karşılama olanağı elde ederler.

#### **4.1.1.7. Globalleşme**

Pay senetleri Borsada işlem gören şirketlerin uluslararası sermaye piyasalarına erişimi kolaylaşır ve bu yolla da yabancı ortak bulmaları, yabancı ortaklarla işbirliğine girerek yeni ortaklıklar oluşturmaları sağlanır. Pay senetleri Borsada işlem gören şirketlerin uluslararası sermaye piyasalarında ihraç edecekleri pay senetlerini ilgili Borsalara kote ettirerek, uluslararası borsalarda da işlem görmeleri sağlanabilir. Böylece, şirketler ihtiyaç duydukları kaynakları kolaylıkla uluslararası piyasalardan karşılama fırsatlarını elde ederler.

#### **4.1.1.8. Firma Değerini Hesaplama**

Pay senetleri Borsada işlem gören şirketlerin, ikincil piyasalarda oluşan fiyatları temel alınarak firma değerleri kolaylıkla hesaplanabilir.

#### **4.1.1.9. Prestij Arttırma**

Pay senetleri BİST’de işlem gören şirketler hakkında KAP vasıtasıyla sürekli bilgilendirme ve tanıtım faaliyetlerinin yapılması, Borsada işlem gören şirketlerin prestijini attırır.

#### **4.1.1.10. Düşük Maliyetli Fonlama**

Pay senetleri BİST’de işlem gören şirketlerin “*Kayıtlı Sermaye Sistemi*” ya da “*Raf Kayıt Sistemi*”ne geçmeleri durumunda primli pay senedi ihraç ederek, şirket bünyesine kolaylıkla düşük maliyetli kaynak finansmanı sağlarlar.

Kayıtlı sermaye sistemi ve kayıtlı raf sistemi sırasıyla aşağıda yer almaktadır.



#### - **Kayıtlı Sermaye**

Anonim şirketlerin esas sözleşmelerinde hüküm bulunması koşuluyla sadece yönetim kurulu kararı ile yeni pay senedi çıkartma ya da sermaye artırımında bulunma olanağı veren sistem “*Kayıtlı Sermaye*” olarak tanımlanır. 6102 sayılı Yeni TTK. ile birlikte bu sistem halka kapalı ya da halka açık olan tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilir. Bu sistem, genel kurul toplantılarının maliyetinin yüksek, üye sayısı ve profili dolayısıyla sorunlar yaşanan anonim şirketlerde, bu şirketlerin ikincil halka arzında ya da sermaye artırımında esnek karar almayı kolaylaştırır.

#### - **Raf Kayıt Sistemi**

BİST’de işlem gören/görebilecek halka açık anonim şirketler ve kayıtlı sermaye sisteminde yer alıp payları borsada işlem görmeyen anonim şirketlerin, toplam tutarı önceden belirlenen ve *bir yıl* içerisinde ihraç edilmesi planlanan pay senetlerinin tamamının bir defada kayda alınması için SPK’na başvurma imkanı tanıyan sistem “*Raf Kayıt Sistemi*” olarak ifade edilir. Bu sistem, *bir yıl* içinde satışı yapılacak pay senetlerinin SPK tarafından kayıt altına alınmasından sonra şirket tarafından ilgili şirket hakkındaki bilgileri içeren *Raf Kayıt İzahnamesi* yayınlanır. Şirketin SPK’na kayıt olduğu tarihten itibaren *bir yıl* içinde pay senetlerinin satışından *en az üç iş günü* öncesinde *Pay Bilgi Notu* yayımlanarak, pay senetlerinin ihracı farklı dönemlerde gerçekleştirilebilir. Pay raf sistemi, şirketlerin halka arz süreçlerini farklı dönemler içerisinde yapma fırsatı tanıyarak, halka arz planlamalarının daha esnek koşullar altında yapılabilmesine olanak tanır. Ayrıca; pay senetleri Borsada işlem gören halka açık şirketlerin borçlanma araçlarını ihracı aşamasında bu şirketlere daha yüksek özkaynak hesaplanmasına yardımcı olur.

#### **4.1.2. Halka Arzın Dezavantajları**

İhraççı şirketin pay senetlerini halka arz etmesi ve pay senetlerinin BİST’de işlem görmesinin şirketler nezdinde bazı endişeleri ve dezavantajları beraberinde getirir. Bu endişe ve dezavantaj aşağıda yer almaktadır.<sup>42</sup>

- İhraççı şirketin açısından kendileri için yeni bir kurum olan SPK’nun gözetim ve denetimine girmeleri, bazı şirketleri endişelendirir.

---

<sup>42</sup> SPK (2016). a.g.e.. s.4.

- İhraççı şirketin halka arz ettiği pay senetlerine, yatırımcıların yeterli talep göstermemesi halinde bu şirketin prestij kaybına yol açabilir.
- Pay senetlerini halka arz eden ihraççı şirketin, pay senetleri fiyatlarının BİST’de makul bir düzeyde olmayacağı, hatta düşeceği endişesine neden olur.
- İhraççı şirketin halka arz ettiği pay senetlerine, yatırımcıların yeterli talep göstermemesi durumunda halka arz yöntemlerine göre değişen tutarlarda halka arz maliyetleri artabilir.
- İhraççı şirketin halka arz sonrasında pay sahibi sayısının artması, şirket yönetiminin kaybedebileceği endişesini ortaya çıkartır.
- İhraççı şirketin halka arzla birlikte kurumsallaşmaya zorlanacağı ve büyük ortakların diğer pay sahiplerine hesap verme yükümlüğünün ağırlaşacağı endişesine yol açabilir.
- İhraççı şirketin halka arzı ile birlikte şeffaf yönetim anlayışının uygulanacağı, dolayısıyla ihraççı şirketin hesap verebilirlik düzeyinin artırılması gerektiği hususunda şirket yöneticileri üzerinde korku ve endişe yaratabilir.

## **4.2. BORSADA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN YÜKÜMLÜLÜKLERİ**

Pay senetlerinin BİST’de işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma, finansal tabloların ve raporların düzenlenmesi, finansal tabloların ve raporların kamuya duyurulması, bağımsız denetim, ilişkili taraf işlemlerini değerlendirme ve kurumsal yönetime ilişkin yükümlülükleri vardır. Bu yükümlülükler aşağıda yer almaktadır.

### **4.2.1. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü**

Kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince, şirkette oluşan tüm gelişmeler hakkında mevcut ve potansiyel yatırımcıların tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmesi sağlanarak, sermaye piyasasının etkin, istikrarlı, adil, karşılaştırılabilir, şeffaf ve tam rekabet ortamında işlemlerini temin etmek için sermaye piyasası araçlarının fiyatını, işlem miktarını, hacmini, yatırım kararlarını etkileyecek özellikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanması yükümlülüğü “*Kamuya Aydınlatma Yükümlülüğü*” olarak ifade edilir. Bu yükümlülüğün uygulanması ve açıklanmasında uygulanacak hükümler SPK’nun Tebliği ile belirlenir.

Borsada oluşan özel durumların tüm yatırımcılarına aynı zamanda, tam ve standartlara uygun şekilde açıklanması “*Kamuyu Aydınlatma İlkesi*” adı verilir.<sup>43</sup>

Mevcut ve potansiyel yatırımcıların kendilerine tam, doğru ve zamanında bilgi verilmesi ve yanıltıcı, aldatıcı davranışlardan kaçınılması ve pay senetlerini çıkaran şirketlerin şeffaf, adil, etkin ve karşılaştırılabilir olmasına “*Yatırımcıların Korunması*” denir.

BİST’de mevcut ve potansiyel yatırımcıların yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının fiyatını, işlem miktarını, işlem hacmini etkileyecek bilgi, belge, olay niteliğindeki durumlar “*Özel Durum*” olarak tanımlanır.

Şirketlerin kamuya açıklanması zorunlu tutulan özel durumları; sürekli ve içsel bilgiler olmak üzere iki grup altında toplanır.

#### **4.2.1.1. Sürekli Bilgiler**

Pay senetlerinin değerini ya da mevcut ve potansiyel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikte içsel bilgi kapsamı dışında kalan kamuya açıklanması gereken bilgi, belge ve olayların tamamına “*Sürekli Bilgi*” adı verilir.<sup>44</sup> Şirketin sermaye yapısına ve yönetimine ilişkin gelişmeler, oy haklarını ve oy haklarının hesaplanması, pay senetlerine ilişkin bildirim yükümlülüğü, bildirim yükümlülüğünün kapsamı, şirketin ihraç ettiği pay senetlerini geri satın alması, sermaye tutarındaki değişiklikler, şirket haklarının kullanımına ilişkin hususlar, borçlanma araçlarına ilişkin bilgiler, gibi hususlar sürekli bilgi kapsamında yer alan tüm bilgi, belge ve gelişmelerin tamamının kamuya duyurulması gereklidir.

#### **4.2.1.2. İçsel Bilgiler**

Pay senetlerinin değerini ya da mevcut ve potansiyel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikte kamuya açıklanması gereken tüm bilgiler “*İçsel Bilgi*” olarak tanımlanır.<sup>45</sup> Şirket Borsa işlem gören pay senetlerinin fiyat ve miktar hareketlerinde olağanüstü bir durumun yaşanması, piyasaya çıkan haber ve bilgilerin doğrulanması, yöneticilerin borsada işlem gören/görececek menkul kıymetlerine ilişkin işleri hakkında açıklama yapılması gibi hususlar içsel bilgi kapsamında yer alan tüm bilgilerin tamamının kamuya duyurulması gerekir.

<sup>43</sup> İMKB Yatırım Danışma Merkezi (2009). Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası. Ekim. s.39.

<sup>44</sup> Sermaye Piyasası Kurulu. Seri.8. No.54. Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliği. Madde.4.

<sup>45</sup> Sermaye Piyasası Kurulu. Seri.8. No.54. Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliği. Madde.4.

Mevcut/ potansiyel yatırımcılar ya da şirketlerle ilgilenen tüm tarafların açıklanması gereken bildirimlerinin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistem “*Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)*” olarak adlandırılır. Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince, piyasada faaliyet gösteren tüm şirketler, aracı kurumlar, fonlar ve bağımsız denetim şirketlerinin kamuyu aydınlatma usul ve esasına ilişkin bildirimleri KAP aracılığı ile yapılmaları zorunlu tutulmuştur.<sup>46</sup>

#### **4.2.2. Finansal Tabloların & Raporların Düzenlenmesi ve Kamuya Duyurulması**

##### **Yükümlülüğü**

2005 mali dönemi itibariyle sadece Sermaye Piyasası Mevzuatı’na tabi olan SPK’na kayıtlı ve pay senetleri BİST’de işlem gören şirketler için Uluslararası Muhasebe Standartları (IAS) ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (IFRS)’na uyma şartı getirilmiştir. Bu sebeple; SPK’na kayıtlı ve pay senetleri Borsada işlem gören şirketler, muhasebe sistemlerinde, hazırladıkları finansal tabloları ve finansal raporlarında bu standartlara uygun olarak gerekli değişiklikleri yapmışlardır. ISA ve IFRS, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) tarafından yayımlanır.

Temmuz 2012 tarihinde 6102 sayılı TTK.’nu ile ISA ve IFRS’nin bilanço esasına göre defter tutan şirketler tarafından uygulanması hükme başlanmıştır. TTK. Geçici 6. Maddesine göre; şirketler 31 Aralık 2012 finansal durum tablolarını - TMS ve TFRS’na uygun olarak düzeltmek ve düzeltilmiş finansal durum tablolarını 01 Ocak 2013 tarihli açılış finansal durum tablolarını da ticari defterlerine ve finansal tablolarına geçirmek zorunda bırakılmışlardır. TTK.’nun 69. ve 515. maddelerinde şirketlerin finansal tablolarının *dürüstlük ilkesi* gereğince, TMS’deki standartlara uygun olarak düzenlenmesini hükme bağlanmıştır. Ancak, şirketlerin standartlara hazır olmaması ve ekonomik koşulların istikrarlı bir seyir izlememesi sebebiyle, kanun hükmünde kararname çıkartma yetkisi bulunan KGK tarafından bu standartlara uymak zorunda olan şirketler için bazı koşullar belirlemiş ve bu koşullara uyan şirketlerin TMS ve TFRS ile Uluslararası Denetim Standartları’na uymaları karara bağlanmıştır. KGK tarafından belirlenen şartlar çerçevesinde,<sup>47</sup> tek başına veya bağlı ortaklıkları ve iştirakleriyle birlikte aşağıdaki ölçütlerden en az 2’sini *arka arkaya iki hesap*

<sup>46</sup> İMKB Yatırım Danışma Merkezi (2009). a.g.e.. s.41.

<sup>47</sup> 2016/8549 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 19/12/2012 tarih ve 2012/4213 Sayılı Kararda Değişiklik Yapılarak Bağımsız Denetime Tabi Olma Kriterleri.

*döneminde* sağlayan şirketler, izleyen hesap döneminde TMS, TFRS ve Türkiye Denetim Standartları (TDS)'na tabi olurlar.<sup>48</sup>

Bağımsız denetime tabi olacak şirketlerin belirlenmesine dair 2012/4213 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı 23.01.2013 tarihli ve 28537 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. 26 Mayıs 2018 tarihinde bağımsız denetime tabi olma ölçütleri 2018 yılı için genel olarak aşağıdaki gibi hükme bağlanmıştır.<sup>49</sup>

1. Aktif toplamı 35 milyon ve üstü Türk Lirası,
2. Yıllık net satış hasılatı 70 milyon ve üstü Türk Lirası,
3. Çalışan sayısı 175 ve üzeri olanlar olarak belirlenmiştir.

Ancak bu sınırları aşan tüm şirketler doğrudan bağımsız denetime tabi olmayacaktır. Ayrıca aşağıda açıklanan koşulların da sağlanmış olması gerekir.

- i. Şirketler, yukarıda belirtilen üç ölçütten en az ikisinin sınırlarını arka arkaya iki hesap döneminde aşması halinde müteakip hesap döneminden itibaren bağımsız denetime tabi olacaklardır.
- ii. Ayrıca, yukarıda belirtilen üç ölçütten ikisinin sınırlarının aşılmış ve aşılmadığının belirlenmesinde; şirketin aktif toplamı ve yıllık net satış hasılatı bakımından yürürlükteki mevzuat uyarınca hazırladıkları önceki yıllara ait (son iki yıldaki) finansal tablolar, çalışan sayısı bakımından ise şirkette önceki yıllardaki (son iki yıldaki) ortalama çalışan sayısı esas alınır.

Buna göre, 2015 ve 2016 yıllarında 3 ölçütten herhangi ikisini aşanlar 01.01.2017 tarihinden ve 2016 ve 2017 yıllarında 3 ölçütten herhangi 2'sini aşanlar 01.01.2018 tarihinden itibaren bağımsız denetime tabi olacaklardır.

IAS ve IFRS ile Uluslararası Denetim Standartları (ISA) Türkçe'ye çevrilerek, Temmuz 2012 tarihinden itibaren TMS, TFRS ve TDS olarak adlandırılmış ve uygulanmaya başlanmıştır.

<sup>48</sup> 660 Sayılı Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunun Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname. 06/04/2011 tarihli 6223 sayılı Kanun. 26/9/2011 tarihli Bakanlar Kurulu Kararı.

<sup>49</sup> www.kgk.gov.tr

SPK'nun muhasebe düzenlemeleri gereğince; SPK'na kayıtlı ve pay senetleri BİST'te işlem gören şirketler TMS, TFRS'e uygun olarak hazırladıkları yıllık ve ara dönem finansal tablolarını SPK tarafından belirlenen süreler içerisinde KAP'da ve şirketlerin kendi internet sitelerinde yayınlanması zorunlu tutulmuştur.

#### **4.2.3. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü**

SPK'na kayıtlı ve pay senetleri borsada işlem gören şirketlerin finansal tabloları ve Yönetim Kurulu faaliyet raporları aşağıdaki gibi bağımsız denetime tabi tutulmak zorundadır.

- Yıllık temel dönem finansal tabloları *Sürekli Bağımsız Denetime* tabidir.
- 6 aylık ara dönem finansal tabloları *Sınırlı Bağımsız Denetime* tabidir.

Faaliyet raporlarında yer alan finansal bilgilerin, bağımsız denetimden geçen finansal tablolarla yönetim kurulu faaliyet raporları arasındaki tutarlılık ve gerçeklik düzeyinin belirlenmesini kapsar.

SPK'na kayıtlı ve pay senetleri BİST'de işlem gören şirketlerin hem finansal tabloları hem de finansal raporları kamuya açıklanması zorunludur.

#### **4.2.4. İlişkili Taraf İşlemlerini Değerleme Yükümlülüğü**

Pay senetleri, BİST'de işlem gören şirketlerle ilişkili taraflar arasındaki varlık, hizmet ve yükümlülüklerle ilişkin transfer işlemlerinde SPK'nun *Kurumsal Yönetim Tebliği*'ndeki oranların aşılabacağı tahmin edilmesi halinde; yapılacak transfer işlemleri öncesinde SPK tarafından belirlenen kuruluşlar tarafından söz konusu işlemlerin değerlendirilmesi zorunlu tutulmuştur.

#### **4.2.5. Kurumsal Yönetim Yükümlülüğü**

Pay senetleri, BİST'de işlem gören şirketlerin faaliyet raporlarında kurumsal yönetim ilkelerine uygunluğun değerlendirilmesi gerekir. Şirketlerin finansal raporlarında *Kurumsal Yönetim İlkelerine* uyulmaması durumunda; şirkette meydana gelecek çıkar çatışmaları ve şirketin gelecekteki yönetim uygulamalarında *Kurumsal Yönetim İlkeleri* çerçevesinde değişiklik yapıp yapmayacağına ilişkin gerekçeli açıklamayı yapması gerekir. Şirketin kurumsal yönetim konusunda ve/veya dönem içerisinde değişiklik yapılması halinde ise bu değişiklikleri ara dönem faaliyet raporlarında açıklaması gerekir.

### 4.3. HALKA ARZA KARAR VERME

Payları halka arz edilmiş anonim şirketlere “*Halka Açık Anonim Şirket*” adı verilir. Ancak; SPKa gereğince, 500 ve üzerinde payları sahibi/ortak sayısı bulunan halka kapalı anonim şirketler “*Halka Açık Anonim Şirket*” olarak kabul edilirler ve SPKa’na tabi olurlar ve SPK’nun denetimi altına girerler.

Pay senetlerinin satın alınması için her farklı yoldan yapılan genel çağrıya ve bu çağrının devamında gerçekleştirilen pay satış işlemi “*Halka Arz*” olarak tanımlanır. Halka kapalı anonim şirketler tarafından pay senetleri ilk defa halka arz edilmesine “*Halka Açılma*” adı verilir. Ancak, pay senetleri daha önce halka arz edilmiş halka açık anonim şirketlerin, pay senetlerini tekrardan halka arz etmesine “*İkincil Halka Arz*” denir.

Şirketi, halka arz kararı vermeye yönlendiren birbirinden farklı koşullar bulunur. Şirket için halka arz kararı vermek oldukça güç bir karar olmakla birlikte şirketi halka arza yönlendiren çok sayıda neden bulunur. Şirketleri halka arza yönlendiren sebepler aşağıda yer almaktadır.<sup>50</sup>

- Şirket büyüme kararını halka arz yoluyla finanse etmeyi tercih edebilir.
- Şirketin sektörde rakiplerine karşı finansal açıdan daha güçlü olduğu algısını yönetmek için halka arzı tercih edebilir.
- Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının büyümesinde katkıda bulunduğu şirketleri halka arz ederek, kârlarını realize etmek için halka arzı tercih edilebilir.
- Şirket, çalışanlarının motivasyonunu, etkenlik ve etkinlik seviyelerini arttırmak için pay temelli performans planlarını teşvik edici bir araç olarak kullanmak için halka arzı tercih edilebilir.
- Şirket, ulusal ve uluslararası medyada kendisini tanıtmak, anlatmak ve algıyı değiştirme imkanlarını arttırarak, bireysel ve kurumsal yatırımcılar nezdinde kredibilitelerini arttırmak için halka arz tercih edilebilir.

<sup>50</sup> BİST (2015). Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme Bilgilendirme Kitapçığı. İstanbul: Borsa İstanbul Yayınları. s.1.

Şirketler, pay senetlerini *doğrudan halka satışı* yapabilirlerken, aracı kuruluşlar ya da yatırım bankaları vasıtasıyla *dolaylı halka satış* yapabilirler. Buna göre; ihraççı şirketlerin halka arz sırasında kullanabileceği 2 finansman yöntemi aşağıda yer almaktadır.

#### **4.3.1. Doğrudan Finansman Yöntemi**

Bir anonim şirketin kaynak ihtiyacını halka açılmak suretiyle karşılamasına “*Doğrudan Finansman Yöntemi*” adı verilir. Bu yöntemde şirket, pay senetlerini satışını aracı kullanmaksızın doğrudan doğruya halka arz etmektedir.

#### **4.3.2. Dolaylı Finansman Yöntemi**

Bir anonim şirketin aracı kuruluşların aracılık hizmetlerini kullanarak, pay senetlerini halka satması “*Dolaylı Finansman Yöntemi*” olarak ifade edilir. İhraççı şirketin halka arz ettiği pay senetleri, BİST yönetim kurulunun kararıyla pay piyasası bünyesindeki “*Yıldız Pazar, Ana Pazar veya Gelişen İşletmeler Pazarları (GİP)*”larında; yatırım ortaklıklarına ait pay senetleri “*Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı*”nda işlem görürler.

*Yıldız Pazar ve Ana Pazarda* işlem görmek üzere başvuran şirketler, halka arz kararını verdikten sonra pay senetlerini farklı alternatif yöntemlerle halka arz edebilirler. Bu şirketler, halka arz yöntemlerini tek başına ya da her iki yöntemi birlikte kullanabilirler. Pay senetlerinin halka arzında kullanılacak yöntemler aşağıda yer almaktadır.

- İhraççı şirket, mevcut sermayesini temsil eden pay senetlerinin bir bölümünü ortak satışı şeklinde halka arz edebilir.
- İhraççı şirket, sermaye artışına giderek mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma haklarını kısıtlayarak halka arz edebilir.

GİP’da işlem görmek üzere şirketlerin başvurusu ise mevcut ortakların yeni pay alma haklarının *kısmen veya tamamen kısıtlanması* suretiyle yapılacak sermaye artırımını sonucunda ihraç edilecek pay senetleri için yapılır. Böylece, pay senetlerinin satışından elde edilecek devamlı sermaye niteliğindeki kaynakların şirketin bünyesinde kalmasını sağlar. İhraççı şirket bünyesinde kalan ve devamlı sermaye özelliği taşıyan bu kaynaklar söz konusu şirketin gelişmesinde ve büyümesinde önemli rol oynar.

TC. Hazine Müsteşarlığı tarafından verilen *Bireysel Katılım Yatırımcısı Lisansı*na sahip yatırımcıların ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ve girişim sermayesi yatırım



fonlarının belirli şartları taşımaları halinde, ihraççı şirketin sahip olduğu pay senetlerinin halka arzı sırasında veya pay senetlerinin BİST’de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren GİP’nda satışa sunabilir.

#### **4.4. HALKA ARZDA ÖN HAZIRLIK**

Halka açılmak için SPK’na başvuruda bulunmak isteyen şirketlerin VII-128.I sayılı Pay Tebliği’nin II. Bölümünde yer alan koşulları sağlaması gerekir. Halka arz izahnamesinin onaylanması için SPK’na yapılan başvurularda, izahnamenin şirkete ve halka arz olunacak pay senetlerine ilişkin Sermaye Piyasası Mevzuatı’nda talep bilgileri içermesi zorunlu tutulmuştur. *Kamunun aydınlatılması ilkesi* çerçevesinde; izahnamede bulunması gereken bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve izahname standartlarına uygun olarak düzenlenmesi gerekir. İhraççı şirketlerin pay senetlerinin BİST’in ilgili pay senedi pazarlarında işlem görmesi için pay senetlerinin halka arz edilmesine ilişkin *Halka Arz İzahnamesinin* SPK tarafından izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunun incelenmesi gerekir. Ancak; SPK’nun yaptığı incelemeler neticesinde; izahnamedeki açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği yansıtmadığı durumlarda kamunun zararına neden olacağı, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu pay senetlerine ilişkin izahname onaylanmaz.

Pay senetlerinin Sermaye Piyasası Mevzuatı’nda talep edilen şartları taşıması halinde; BİST’nin kotuna alınması ve borsada sürekli işlem görmesinin kabul edilmesi zorunludur. SPK tarafından izahnamenin onaylanması durumunda, ihraç edilen pay senetlerinin SPK’nun teminatı altında olmaması sebebiyle yatırımcıların satın alma kararı vermeden önce halka arz edilen pay senetlerinin risk ve getiri hesaplamaları, ihraççı şirketin finansal performansını, faaliyet yapısı, sektörün durumu gibi konuları değerlendirmeleri ve izahnameyi bir bütün olarak incelemeleri gerekir.

Pay senetlerini halka arz edecek şirketlerin SPK’na ve BİST’e başvurusunun öncesinde yapmaları gereken *ön hazırlık işlemleri* bulunur. Şirketler *ön hazırlık* kapsamında; şirket içinde “çalışma grubu oluşturma, aracılık sözleşmesi, finansal tablolar ve bağımsız denetim, genel kurul kararı ve esas sözleşme değişikliği, halka arz izahnamesi, halka arz fiyatının belirlenmesi, başvuru belgelerinin hazırlanması” işlemleri gerçekleştirilir. Şirketlerin *ön hazırlık işlemleri* sırasıyla aşağıda yer almaktadır.

##### **4.4.1. Şirket İçinde Çalışma Grubu Oluşturma**

Bir şirketin halka açılması ve pay senetlerinin BİST'deki pay piyasalardaki pazarlarda işlem görmesi için bu şirketin içinde ve dışında yapılması gereken çok sayıda işlem bulunur. Bu işlemlerin tamamlanabilmesi amacıyla orta düzey yöneticileri ile finansman ve halkla ilişkilerden sorumlu yetkililerinin yer aldığı bir *Çalışma Grubunun* oluşturulması gerekir. Bu çalışma grubu, şirketin Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve BİST'e halka arz başvurusu yapmadan önce tamamlanması gereken işlemlerin listesini hazırlaması gerekir.

#### **4.4.2. Aracılık Sözleşmesi**

Şirketin pay senedi halka arz işlemlerinin gerçekleştirilmesi için SPK tarafından yetkilendirilmiş aracı kuruluşlardan en az biri ile *aracılık sözleşmesi* düzenlenmesi ve bu sözleşmenin taraflar arasında imzalanması gerekir. Şirketin halka arz tutarı artıka birden fazla aracı kuruluşun bulunduğu bir *konsorsiyum* oluşturularak, halka arz işlemleri gerçekleştirilir. Pay senetleri GİP'de işlem görecekt şirketlerin, halka arz ön hazırlık aşamasında bir piyasa danışmanı ile asgari şartları BİST tarafından belirlenmiş bir *Piyasa Danışmanlığı Sözleşmesi* yapmaları gerekir. Taraflar arasında yapılacak aracılık sözleşmesinde; tarafların hak ve sorumlulukları, aracılık yüklenimi yapıp yapılmayacağı, aracılık yükleniminin hangi çeşidinin yapılacağı, halka arz yöntemi gibi önemli detayları içeren hususların açıklanması gerekir.

Aracı kuruluşlar iki tür aracılık hizmeti verebilirler. Aracı kuruluşların verdiği hizmetler sırasıyla aşağıda yer almaktadır.

##### **4.4.2.1. En İyi Gayret Aracılığı**

Aracı kuruluşun hiçbir taahhüt altına girmeden sadece en iyi pazarlama çabası göstererek, belirlenen satış süresi içinde ihraççı şirketin pay senetlerinin satılması, satışı yapılamayan pay senetlerinin kalanının ihraççı şirkete iade edildiği ya da satışı yapılamayan pay senetlerinin kalanın garantör olma görevini üstlenen tarafa satıldığı en iyi gayret aracılık faaliyetine "*En İyi Gayret Aracılığı (best effort)*" adı verilir.

##### **4.4.2.2. Aracılık Yüklenimi**

Aracı kuruluşun belirlenen satış süresi içinde ihraççı şirketin pay senetlerinin satılması ve/veya satışı yapılamayan pay senetleri için satın alma garantisini vererek garantörlük hizmeti sunmasına ilişkin yapılan aracılık faaliyetlerine "*Aracılık Yüklenimi (Underwriting)*" adı verilir. Aracılık yüklenimi; bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim, kısmen bakiyeyi

yüklenim, kısmen tümünü yüklenim olmak üzere aşağıda açıklanan 4 farklı hizmet çeşidini kapsamaktadır.

**a. Bakiyeyi Yüklenim**

Aracı kuruluşun ihraççı şirketin pay senetlerini halka arz ederek satması ve satışı yapılamayan pay senetlerinin kalan bakiyesinin tamamının bedelinin satış süresi sonunda tam ve nakdi olarak ihraççı şirkete ödenerek satın alınmasına “*Bakiyeyi Yüklenim*” adı verilir.

**b. Tümünü Yüklenim**

Pay senetlerinin tamamının halka arzından önce aracı kuruluş tarafından tam ve nakdi ödeme yapılarak ihraççı şirketten satın alınması ve ardından bu pay senetlerinin halka satılması “*Tümünü Yüklenim*” olarak tanımlanır.

**c. Kısmen Tümünü Yüklenim**

Pay senetlerinin bir kısmının halka arzından önce aracı kuruluş tarafından nakdi ödeme yapmak suretiyle ihraççı şirketten satın alınması ve ardından pay senetlerinin halka satılması “*Kısmen Tümünü Yüklenim*” olarak ifade edilir.

**d. Kısmen Bakiyeyi Yüklenim**

İhraççı şirketin pay senetlerinin halka arz süreci sonunda satışı yapılamayan pay senedi bakiye bedelinin aracı kuruluş tarafından tam ve nakdi olarak ihraççı şirkete ödenerek, satın alınmasına “*Kısmen Bakiyeyi Yüklenim*” adı verilir.

Ayrıca, pay senetleri ilk defa halka arz edilecek şirketin, halka arz edilecek pay senetlerin piyasa değerinin,

**a.** 22 milyon TL'nin altında olması durumunda satılmayan pay senetlerinin tamamı için,

**b.** 22 milyon TL ile 44 milyon TL arasında olması durumunda ise, satılmayan pay senetlerinin 22 milyon TL'ye kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmının ise yarısı için halka arzda satışa aracılık edecek aracı kuruluş tarafından halka arz fiyatı üzerinden bu pay senetlerinin satın alacağına ilişkin olarak şirkete karşı yüklenimde bulunması gereklidir.

Halka arz edilecek pay senetlerinin piyasa değerinin 44 milyon TL'nin üzerinde olması durumunda yüklenimde bulunma zorunluluğu yoktur.

Pay senetlerinin halka arzı bir aracı kuruluş ya da aracı kuruluşlardan oluşan bir *konsorsiyum aracılığı* ile yapılabilir. Aracılık konsorsiyumu içerisinde bulunan aracı

kuruluşlarından en az bir tanesi *konsorsiyum lideri* olarak belirlenmesi gerekir. Aracılık konsorsiyumunda birden fazla konsorsiyum üyesi *Eş Lider* olarak belirlenebilir.

Pay senetlerinin halka arzında ihraççı şirket ile konsorsiyum liderinin sorumlulukları aşağıda yer almaktadır.

- İhraççı şirket ile konsorsiyum lideri, tanıtım ve diğer toplantılarda kamuya yapılan açıklamaların ya da izahname ile kamuya yapılacak açıklamaların eşanlı olarak kamuya açıklanmasından sorumludurlar.
- İhraççı şirket ile konsorsiyum lideri, pay senetlerinin ihracına ilişkin yayımlanan tüm bilgilerin tam, doğru ve zamanında yapılarak yatırımcılara eşit olarak ulaşabileceği iletişim araçlarıyla kamuya duyurulmasından sorumludurlar.
- İhraççı şirket ile konsorsiyum lideri, pay senetlerinin değerini etkileyecek, yatırımcıların yanlış karar vermesine sebep olabilecek herhangi bir manipülatif işlem yapılmasını ve yapay piyasa oluşturulmasını engellenmelidir.

#### **4.4.3. Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim**

Halka arz başvurusunda bulunan şirketlere ait finansal tabloların Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uygun olarak hazırlanması gerekir. Finansal tabloların SPK ve KGK tarafından yetkilendirilmiş bir bağımsız denetim şirketi tarafından *Bağımsız Denetimden* geçirilmesi zorunludur. Sermaye Piyasası Mevzuatı'na tabi bu şirketlerin SPK ve KGK tarafından yetkilendirilmiş bir bağımsız denetim şirketini seçmeleri ve bu bağımsız denetim şirketi ile aralarında bir *Denetim Sözleşmesi* düzenleyerek imzalanmaları gereklidir.

#### **4.4.4. Genel Kurul Kararı ve Esas Sözleşme Değişikliği**

Halka açılmaya karar veren şirket, esas sözleşmesinde Sermaye Piyasası Mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmak için hazırladığı tadil tasarılarını SPK'ya gönderilmesi gereklidir. Pay senetlerini halka arz eden ihraççı şirketin esas sözleşmesinde Borsa İstanbul AŞ.'de işlem görecektir pay senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, pay sahiplerinin haklarını kullanmalarını engelleyici hükümler söz konusu ise bu hükümlerin esas sözleşmeden çıkarılması, ayrıca; esas sözleşmenin diğer hükümlerinin Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uygun hale getirilmesi gereklidir. Sermaye artırımını yoluyla halka arz yapılması durumunda TTK. hükümleri dahilinde ihraççı şirketin Genel Kurulca sermayesinin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin kararların alınması

gereklidir. Sermaye artırımını yapan şirket *Esas Sermaye Sistemine* tabi ise şirket genel kurulunca, *Kayıtlı Sermaye Sistemine* tabi ise ihraççı şirketin *yönetim kurulu* tarafından karara bağlanması gereklidir.

#### **4.4.5. Halka Arz İzahnamesi**

İhraççı şirkete ve ihraç edilen pay senetlerine ilişkin tüm bilgilerle birlikte ihraççı bilgi dökümanı, pay senetlerinin notu ve özet bölümünü bulunan bir ya da birden fazla belge şeklinde hazırlanan, koşulları ve içeriği SPK tarafından belirlenen belgeye “*Halka Arz İzahnamesi*” adı verilir. İhraççı şirketin *Halka Arz İzahnamesini* SPK’dan onay alınmak üzere SPK’na gönderilmesi gerekir. İzahnamenin tek belgeden oluşması halinde ihraççı şirketin bilgi dokümanında, sermaye piyasası aracı notunda ve özette yer alması gereken bilgilerin aynı doküman içerisinde açıklanması gerekir.

İhraççı şirketin halka arz izahnamesinde aşağıda açıklanan belgelerin ve bilgilerin yer alması gerekir.

##### **- Bilgi Dökümanı**

İhraççı şirketin sermayesi ve varsa garantör şirketin sermayesi, pay senetlerinin temel özellikleri, ihraççı şirketin yönetimi ve denetiminden sorumlu kişiler hakkında bilgiler yer almalıdır.

##### **- Sermaye Piyasası Aracı Notu**

İhraç edilecek veya BİST’de işlem görecekt pay senetlerinin özellikleri, bunlara bağlı hak, yükümlülükler ve riskler ile halka arz ve BİST’de işlem görmesine ilişkin bilgiler yer almalıdır.

##### **- Özet Bölümü**

Riskler ve ihraççı şirket bilgi dökümanı ile sermaye piyasası aracı notunda yer alan bilgilerden yararlanılarak hazırlanan kısa, açık ve anlaşılır ifadelerin bulunduğu bilgiler yer almalıdır.

#### **4.4.6. Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi**

Halka arz fiyatı, şirkete ilişkin gelişmelerin yanında şirketin kontrolü dışındaki koşullara bağlı olarak belirlenmektedir. İhraççı şirketin pay senetlerinin halka arz fiyatı aracı kuruluş tarafından belirlenmelidir. Pay senetlerinin halka arz fiyatına SPK ve BİST’in

müdahalede bulunma yetkisi yoktur. Pay senetlerinin halka arz fiyatının en doğru şekilde tespiti, halka arz edilen bu pay senetlerinin BİST'in pay senedi pazarlarındaki fiyat performansı açısından büyük önem arz etmektedir.

Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince; BİST'de halka arz edilecek pay senedinin nominal değerinin minimum 1-TL olması gerekir. Ancak, BİST Yönetim Kurulu'nca onay verilmesi halinde söz konusu pay senetleri nominal değerinden daha düşük bir fiyatla halka arz edilebilir.

İhraç edilecek pay senetlerinin satış fiyatının nominal değerinden yüksek olması ise, söz konusu pay senetlerinin satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemler, ihraç edilecek pay senetlerinin halka arzında aracı kuruluş tarafından hazırlanan *Fiyat Tespit Raporu*'nda açıklanması gerekir. Bu raporun, ihraç edilecek pay senetlerinin halka arzının başlangıç tarihinden *en az üç gün* önce KAP'da ilan edilmelidir. İlan edilen fiyat tespit raporu, halka arz edilen pay senetleri ile ilgilenen diğer aracı kuruluşlar tarafından temel analiz yapılarak, bu kuruluşlar tarafından hazırlanan analiz raporları da KAP'da en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte yayınlanmak üzere ilan edilmelidir.

#### **4.4.7. Başvuru Belgelerinin Hazırlanması**

İhraççı şirket ve/veya aracı kuruluş ile BİST ve SPK yetkilileri arasında halka arz ile ilgili görüşmeler yapılarak, halka arz başvurusu için gerekli belge ve halka arz prosedürü hakkında bilgi alınması gerekir. BİST'de yapılacak ilk kotasyon başvurusunda pay senetlerinin ve ihraççı şirketin niteliğine göre, BİST Genel Müdürlüğü'nce istenen ve BİST internet sitesinde listelenen bilgi ve belgelerin bir dilekçeyle birlikte BİST'e gönderilmesi zorunludur. Gerekli görüldüğü takdirde, pay senetlerinin ihracında ek bilgi ve belgeler talep edilebilir.

## **4.5. HALKA ARZ SÜRECİ**

SPK'na kayıt edilecek ve BİST'de pay senetleri işlem gören/görecek şirketlerin halka arz sürecinde SPK'na başvuruda bulunması zorunlu tutulmuştur. Halka arz sürecinde halka arzda başvuru, şirket incelemesi, halka arz izahnamesinin onayı, Takasbank İstanbul Takas ve Saklama Bankası AŞ. (Takasbank) ve MKK'ya başvuru, pazarın belirlenmesi, halka arz ve satış sonuçlarının bildirimini, borsa kotuda alınma ve işlem görmeye başlama işlemleri aşamaları vardır.

Halka arz süreci sırasıyla aşağıda yer almaktadır.

### **4.5.1. Halka Arzda Başvuru**

İhraççı şirket gerekli evrakları hazırlayıp, halka arz izahnamesinin onaylanması için SPK'na başvurmuştur. SPK'dan onay aldıktan sonra ihraççı şirketin halka arz edeceği pay senetlerinin satışını yapmak için BİST'e başvuruda bulunması zorunludur. İhraççı şirket BİST'deki başvurusunun onayından sonra pay senetlerinin Kotasyon Yönetmeliği'ne uygun olarak Borsaya kote edilmesi gerekir. Pay senetlerini halka arz edecek ihraççı şirketin halka arz sürecini hızlandırması için SPK ve BİST'e aynı anda başvurulmalıdır. Söz konusu başvuruları, ihraççı şirket ya da aracılık sözleşmesi yapılan aracı kuruluşun yapması gereklidir. GİP'de yapılacak halka arz başvurusu ise ihraççı şirket ve piyasa danışmanı tarafından birlikte yapılması gereklidir.

İhraççı şirketin halka arz başvurusu yapılırken, aynı anda çok sayıda yatırımcıya ulaşabilmesi için özenli davranarak, tanıtım faaliyetlerinin şeklinin ve içeriğinin de saptanması gereklidir. İhraççı şirket pay senetlerinin halka arz edileceğinin kamuya duyurulması amacıyla şirket yöneticileri tarafından açıklamalar yapılması, yazılı ve görsel basında şirketin faaliyetleri hakkında bilgi verilmesi gibi hususlarda çalışmalar yürütürken, aynı zamanda, ihraççı şirketin tanıtımının hem ulusal hem de uluslararası alanda faaliyet gösteren finans kuruluşlarına ve yatırımcılarına da yapılması gerekir.

### **4.5.2. Şirket İncelemesi**

İhraççı şirketin halka arz ve BİST'de işlem görme başvurusu sırasında eğer eksik bilgi ve belgeler varsa bu bilgi ve belgelerin tamamlanması gereklidir. Halka arz başvuru için gerekli bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra ihraççı şirketin faaliyetlerini gerçekleştirdiği

merkez ve üretim tesislerinin BİST ve SPK uzmanları tarafından yerinde incelemelerin yapılması zorunludur.

İhraççı şirketin işlem görme başvurusu sırasında sanayi şirketi, hizmet şirketi, sigorta şirketi, banka vs. gibi farklı tipteki şirket çeşidine göre BİST ve SPK uzmanları tarafından yapılan incelemelerde çeşitli farklılıklar bulunur. Bu incelemelerde aşağıda yer alan hususlar üzerinde durulmalıdır. Bu uzmanlar, genel olarak ihraççı şirketin faaliyetlerine, hukuki durumuna ilişkin incelemeler ve finansal durumuna ilişkin incelemeler olmak üzere iki farklı çeşit inceleme yaparlar.

Bu incelemeler aşağıda yer almaktadır.

#### **4.5.2.1. Faaliyetlere ve Hukuki Duruma İlişkin İncelemeler**

BİST ve SPK uzmanları ihraççı şirketin faaliyetleri ve hukuki durumu kapsamında “yürüttüğü hizmet ve mamul üretim faaliyetleri, hammadde temini, üretim süreci, üretim tesisleri, iç ve dış satışlar, devam eden ve proje halindeki yatırımlar, yönetim ve çalışanların durumu, grup şirketleri ile ilişkiler, iştirak ve bağlı ortaklıklar, hukuki sorunlar, lisans, know-how vs. gibi sözleşmeler, sahip olunan markalar, şirket ve sektör hakkında genel bilgiler, alınması gereken izinler, ruhsatlar ve raporlar, şirketin faaliyeti ile ilgili sözleşmeler, gayrimenkuller ve kiralama işlemleri (*leasing*)” hususları incelerler.

#### **4.5.2.2. Finansal Duruma İlişkin İncelemeler**

BİST ve SPK uzmanları, ihraççı şirketin finansal yapısını ve performans düzeyini incelenmesi ve değerlendirilmesi sürecinde ihraççı şirketin muavin defteri, mizanları, bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları ve dipnotları kullanırlar. İhraççı şirketin finansal tablolarının analiz ve değerlendirilmesinde statik, dinamik ve oran analizleri, vs. gibi farklı finansal analiz yöntemlerinden faydalanılır.

#### **4.5.3. Halka Arz İzahnamesinin Onaylanması**

İhraççı şirketin yaptığı halka arz başvurusu sonrasında SPK ihraççı şirketin halka arz izahnamesini, *Kamunun Aydınlatılması İlkeleri* çerçevesinde Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uygun olup olmadığı incelenir. SPK uzmanları, ihraççı şirketin halka arz izahnamesinde yer alan bilgilerin tutarlı, açık, anlaşılabilir, standartlara uygun olduğuna karar vermeleri durumunda halka arz izahnamesinin *onaylanmasına* karar verirler. SPK uzmanlarının yaptığı incelemelerde; ihraççı şirketi, ihraççı şirketin faaliyetlerini, ihraççı şirketin finansal yapısını,



pay senetlerinin özelliklerini dikkate alarak ek bilgilerin ve belgelerin bu halka arz izahnamesinde bulunmasını talep edebilirler. Bu ek bilgilerin ve belgelerin de halka arz izahnamesine eklenmesi gerekir.

#### **4.5.4. Takasbank İstanbul Takas ve Saklama Bankası AŞ. Başvuru**

Takasbank İstanbul Takas ve Saklama Bankası AŞ. (Takasbank), BİST'in iştiraki olup, Türkiye'de halka arz edilmiş pay senetlerinin takası, saklaması ve uluslararası standartlarda numaralandırılması ile faaliyetlerini yerine getirmekle görevlendirilmiş bir sektör bankasıdır. SPK düzenlemeleri gereğince, ihraççı şirketin ISIN Kodu'nu Takasbank'dan alması zorunlu tutulur. Bu sebeple, ihraççı şirket, Takasbank'a başvuruda bulunmak zorundadır.

Takasbank'ın bu başvuruyu kabul etmesi durumunda, ihraççı şirketin BİST'de işlem görecektir. Pay senetlere "ISIN kodu" verilir. ISIN kodu, Uluslararası Standartlar Örgütü (ISO)'nün ISIN kodu ISO 6166 numaralı standardı ve SPK tarafından kabul görmüş Takasbank düzenlemeleri çerçevesinde, Ulusal Numaralandırma işlemlerini gerçekleştiren Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu AŞ. tarafından verilir ve bildiri yapılır. ISIN kodu, halka arz sürecinde ihraççı şirketin pay senetlerinin ulusal ve uluslararası piyasalardaki takas ve saklama işlemlerinin daha kolay ve standart şekilde yapılabilmesini sağlar.

#### **4.5.5. Merkezi Kayıt İstanbul AŞ.'ye Başvuru**

Merkezi Kayıt İstanbul AŞ. (MKK), Türkiye'de SPK tarafından kaydileştirilmesine karar verilmiş, pay senetlerinin *Merkezi Saklama Kuruluşu* olarak faaliyet göstermektedir. Bu kuruluş, pay senetlerini hak sahibi olan ihraççı şirket bazında kayıt altına alır. Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince, kayden menkul kıymet ihraç eden ihraççı şirketlerin MKK'ya üye olmaları gereklidir. Bu çerçevede, pay senetlerini BİST'de işlem görmesini talep eden ihraççı şirketin işlem görme tarihinden önce MKK'ya üyelik için başvuruda bulunmaları zorunludur.

İhraççı şirketin başvurunun gerekli incelemelerinin yapılmasının ardından MKK tarafından üyeliğinin kabul edilmesi durumunda, pay senetleri hak sahibi olan ihraççı şirket bazında kayıt altına alınmaları gereklidir. Üyeliği kabul edilen ihraççı şirketin halka arz işlemleri tamamlandıktan sonra yatırımcıların MKK'da açılmış olan hesaplarına, ihraççı şirketin pay senetlerinin transferinin gerçekleştirilmesi gerekir.

İhraççı şirketin, halka arzla ilgili bilgi ve belgeleri KAP'da yayınlatabilmesi için KAP'a üyelik başvurusunda bulunarak, *Elektronik Sertifika* alması zorunlu tutulmaktadır. İhraççı şirketin KAP üyeliğinin kabul edilmesi halinde elektronik sertifikasını alabilir. Elektronik sertifikasını alan ihraççı şirket ise Sermaye Piyasası Mevzuatı'ndaki *şeffaflık ilkesi* gereğince; pay senetlerini ihraç eden ihraççı şirketin finansal tabloları ile özel durum açıklamalarının MKK tarafından işletilen [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr) internet adresinde yayınlanması gerekir.

#### **4.5.6. Pazarın Belirlenmesi**

Pay senetlerinin BİST'de işlem görmesi için başvuran bir ihraççı şirketin işlem göreceği BİST pay senetleri pazarlarında, BİST'in uzmanlarınca yapılacak incelemeler sonucunda; BİST yönetim kurulunun vereceği kararla belirlenmesi gerekir. BİST'in yönetim kurulunun vereceği bir kararla ihraççı şirketin pay senetlerinin “Yıldız Pazar, Ana Pazar, Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP), Kollektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı (KYÜYÜP), Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı (NYİP)”larından birisinde işlem görmesine karar verilmesi gerekir. İhraççı şirketin işlem göreceği pay pazarları belirlendikten sonra *pazar bilgisi* halka arz izahnamesinde de açıklanması ve kamuya duyurulması gerekir.

İhraççı şirketin pay senetlerinin işlem görebileceği BİST pay senetleri pazarları aşağıda yer almaktadır.

##### **4.5.6.1. Yıldız Pazar ve Ana Pazar**

BİST 100 endeksine dahil olan pay senetleri ile piyasa değeri 100 milyon TL ve üzeri olan pay senetlerinin işlem gördüğü “*Yıldız Pazar*” ve piyasa değeri 100 milyon TL'nin altında olan pay senetlerinin işlem gördüğü *Ana Pazar* kriterleri arasında faaliyet süresi, faiz + amortisman ve vergi öncesi kar (FAVÖK), asgari halka açık kısmın piyasa değeri, toplam piyasa değeri, halka arz oranı gibi çeşitli kriterlerin bulunması gereklidir.

İhraççı şirketin pay senetlerinin Yıldız veya Ana Pazar'da işlem görebilmesi için aşağıda açıklanan koşullara uyulması gereklidir.<sup>51</sup>

<sup>51</sup> Borsa İstanbul (2018). 04YÖN01 Kodlu. Kotasyon Yönergesi. Revizyon No:4. Revizyon Tarihi: 01 Ağustos 2018. Kotasyon Bölümü. Madde.8.

- a. İhraççı şirketin pay senetlerinin ilk kotasyonu için yapılacak başvurularda, yapılacak başvurunun, ihraççı şirketin sermayesinin tamamı için yapılması ve bu ihraççı şirketin kuruluşundan itibaren *en az iki takvim yılı* geçmiş olması gereklidir.
- b. İhraççı şirketin, anonim şirket yapısı dışında herhangi bir sermaye şirketi türünde geçen sürelerinin de yıl hesabında dikkate alınması gerekir.
- c. İhraççı şirketin *iki yıldan fazla* faaliyet süresi olan en az bir şirkete minimum %51 oranında iştirak ederek kurulan yeni holding şirketinin başvurması durumunda, bu yeni kurulan holding şirketi için *iki takvim yılı* şartı aranmaz. Fakat, *en az iki takvim yılı* geçmişi bulunan iştiraklerin özsermayelerinin, holding şirketi bünyesinde kurulan yeni şirketin özsermayesinin %50'sinin altında, aktif büyüklüklerinin holding şirketinin bünyesinde kurulan yeni şirketin aktif büyüklüğünün %50'sinin altında olmaması gereklidir.
- d. İhraççı şirketin finansal yapısının faaliyetlerini başarılı bir şekilde sürdürebilecek düzeyde olması gerekir.
- e. İhraççı şirketin, pay sahiplerinin pay senetleri üzerindeki haklarını kullanmalarına engel teşkil edecek kayıtların bulunmaması ve şirket esas sözleşmesinin BİST pay senetleri pazarlarında işlem görecektir pay senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı hükümler bulunmamalıdır.
- f. BİST tarafından geçerli kabul edilebilecek durumlar dışında *son iki yıl* içinde ihraççı şirketin faaliyetlerine *üç aydan fazla* ara vermemiş, hakkında tasfiye, konkordato veya iflas ertelemesinin istenmemiş ve BİST tarafından kabul edilmeyen koşulların gerçekleşmemiş olmalıdır.
- g. İhraççı şirketin üretim başta olmak üzere tüm faaliyetlerini etkileyecek hukuki uyuşmazlıkların bulunmaması, bu şirketin kuruluş ve faaliyetleri açısından hukuki durumu ile pay senetlerinin hukuki durumunun Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uygun olduğunun, ihraççı şirket ile doğrudan ya da dolaylı ilişkisi olmayan bir hukukçu tarafından düzenlenen *Hukukçu Raporu* ile belgelenmesi zorunludur.

Pay senetlerinin BİST pay pazarlarında işlem görmesi için ihraççı şirketin Tablo 4.3'de listelenen gruptan herhangi birinin koşullarının tamamını sağlaması zorunlu tutulmuştur.

**Tablo 4.3: Yıldız Pazar ve Ana Pazar Gruplarının Halka Arz Koşulları**

	<b>Yıldız Pazar Grup 1</b>	<b>Yıldız Pazar Grup 2</b>	<b>Ana Pazar Grup 1</b>	<b>Ana Pazar Grup 2</b>
<b>Halka Arz Edilen Payların Piyasa Değeri</b>	Asgari 250 milyon TL	Asgari 100 milyon TL	Asgari 50 milyon TL	Asgari 25 milyon TL
<b>Toplam Piyasa Değeri</b>	Asgari 1 milyar TL	Asgari 400 milyon TL		
<b>Bağımsız Denetimden Geçmiş Yıllık Finansal Tablolar Dikkate Alınarak Hesaplanan FAVÖK Elde Edilmiş Olması</b>	Son 2 Yıl	Son 2 Yıl	Son 2 Yıl	Son 2 Yıl
<b>Halka Arz Edilen Payların Nominal Değerinin Sermayeye Asgari Oranı</b>	%5	%10	%15	%20
<b>Bağımsız Denetimden Geçmiş En Son Finansal Tablolardaki Özsermaye / Sermaye Oranı</b>	0,75'ten büyük	1'den büyük	1'den büyük	1,25'den büyük

**Kaynak:** Borsa İstanbul (2018). 04YÖN01 Kodlu. Kotasyon Yönergesi. Revizyon No:4. Revizyon Tarihi: 01 Ağustos 2018. Kotasyon Bölümü. Madde.8.

İhraççı şirketin Tablo (4.3)'de açıklanan yıldız pazar ve ana pazar gruplarının halka arz koşullarının haricinde aşağıda açıklanan koşullara da uymaları gereklidir.<sup>52</sup>

- İhraççı şirketin halka arz edilen pay senetlerinin, halka arz sonrası sermayenin % 10 ve üzerine karşılık gelen nominal tutarda pay senedi satın alan yatırımcıların sahip olduğu pay senetleri ile ihraççı şirketin yönetim kurulu ve genel müdür, yetki ve görevleri ile genel müdüre eşit ya da daha üst konumlarda görev yapanların ve diğer üst düzey yöneticilerin satın aldığı pay senetleri, halka arz edilen pay senetlerinin nominal değerinin sermayeye oranında ve bu pay senetlerinin halka açık bölümünün piyasa değerinin hesaplanmasında dikkate alınmaması gerekir.
- Finansal piyasada faaliyet gösteren ihraççı şirketin *Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK)* yerine *Net Dönem Kârının* dikkate alınması gerekir.
- İki yıldan fazla faaliyet süresi olan en az bir şirketin minimum %51'i oranında iştirak eden finansal holding şirketi dışında olmak üzere, holding şirketi olarak kurulan yeni bir şirketin başvuruda bulunması durumunda, Tablo (4.3)'de listelenen bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tabloları esas alınarak hesaplanan *FVÖK*'nin elde edilmiş olması ve bu ihraççı holding şirketinin *Kâr veya Zarar Tablosu ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosunda* açıklanan *Net Satış Tutarı* içinde en fazla paya sahip iştiraki tarafından sağlanması gerekir.

<sup>52</sup> Borsa İstanbul (2018). Kotasyon Yönergesi, a.g.e.. Madde.8.

- Hesaplamalarda konsolide finansal tablo hazırlayan ihraççı şirketin özsermaye/sermaye oranı esas alınması gerekir.
- *Yıldız Pazar Grup 1* için başvuruda bulunan ihraççı şirketin özsermaye/sermaye oranının 0,75'ten düşük olması durumunda, bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablodaki özsermaye altında sınıflandırılan tutarlara halka arzdan elde edilecek pay senetlerine ilişkin ihraç primler ile artırılan sermayenin nominal tutarı ilave edilerek hesaplanması gereken özsermaye/sermaye oranının *birden büyük* olması koşuluna uyulması zorunlu tutulmalıdır.

#### **4.5.6.2. Gelişen İşletmeler Pazarı**

BİST'in *Yıldız Pazar ve Ana Pazar kotasyon koşullarını* sağlamayan ve bu pazarlara yaptığı kotasyon başvurusu kabul edilmeyen, fakat, SPK tarafından kayda alınmış ihraççı şirketlerin pay senetleri GİP'nda işlem görmektedir. GİP'de işlem görecekt payların ihracında asıl amaç; elde edilecek fonların şirket bünyesine dahil edilerek, ihraççı şirketin doğrudan finansal yapısının güçlendirilmesini sağlar.

GİP'nda işlem görme başvurusu, sadece mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen sınırlandırılması koşuluyla yapılacak sermaye artırımında ihraç edilecek pay senetleri için yapılmalıdır. Ayrıca; TC. Hazine Müsteşarlığı'na verilen *Bireysel Katılım Yatırımcısı Lisansına* sahip yatırımcılar ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım fonları, kurucu ortak olmamak, halka arzdan en az 1 yıl önce şirkete ortak olmak ve SPK tarafından işlem yasağı bulunmaması koşuluyla, ihraççı şirkette sahip oldukları pay senetlerinin halka arz sürecinde ya da pay senetlerinin BİST'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren satışa sunulması gerekir.

İhraççı şirketin pay senetlerinin GİP'nda işlem görmeye başladığı tarihten itibaren *iki yıl* geçmesi ön şartıyla, halka arz öncesi ihraççı şirketin sermayesinde pay sahibi olanlar ya da bu pay sahiplerinin pay senetlerini BİST dışında satın alanlar, ihraççı şirketin halka açıklık oranının, mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen sınırlandırılması koşuluyla yapılacak sermaye artırımında ihraç edilecek pay senetlerinin satışları hariç, % 49'u geçmemesi şartıyla pay senetlerinin satışı GİP'nda yapılabilir.

İhraççı şirketin, pay senetlerinin Kotasyon Yönetmeliği'ne uygun olması durumunda BİST'in kotesine alınarak GİP'nda işlem görmesi sağlanır.

İhraççı şirketin, pay senetlerinin BİST'in kotasına alınarak GİP'nda işlem görebilmesi için SPK tarafından belirlenen koşullara uyması gerekir. SPK tarafından belirlenen bu koşullar aşağıda yer almaktadır.<sup>53</sup>

- Piyasa danışmanın ihraççı şirketin pay senetlerinin GİP'nda işlem görmeye uygun olduğunu açıklayan *Piyasa Danışmanı Raporu*'nu hazırlaması ve bu raporda “*Olumlu Görüş*”ünü beyan etmesi gereklidir.
- BİST yönetim kurulunun ihraççı şirketin finansal yapısını ve faaliyet alanlarını dikkate alarak yapacağı değerlendirmede, ihraççı şirketin pay senetlerinin GİP'nda işlem görmesine ilişkin olumlu karar vermesi gereklidir.
- İhraççı şirketin esas sözleşmesinde işlem görecektir pay senetlerinin devir ve tedavülünü ya da pay sahiplerinin haklarını sınırlayan kayıtlar bulunmamalıdır.
- İhraççı şirketin, üretim faaliyetlerini ve diğer tüm faaliyetlerini etkileyecek hukuki uyumsuzlukların bulunmaması ve bu ihraççı şirketin kuruluş ve faaliyet yönünden hukuki durumu ile pay senetlerinin hukuki durumunun tâbi oldukları Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uygun olduğunun, , ihraççı şirket ya da piyasa danışmanı ile doğrudan ya da dolaylı bir ilişkisi bulunmayan bir hukukçu tarafından düzenlenen *Hukukçu Raporu* ile belgelenmelidir.
- İhraççı şirketin ile BİST'in internet sitesinde açıklanan *Piyasa Danışmanı Listesi*'ndeki bir piyasa danışmanı ile aralarında başvuru tarihi itibarı ile *en az iki yıl* süre ile geçerli bir *Piyasa Danışmanlığı Sözleşmesi* yapılması gereklidir. Ancak; pay senetlerinin kota alınmasına ilişkin karar tarihi itibarıyla kalan sürenin *bir yıldan az* olması durumunda BİST tarafından piyasa danışmanlığı *sözleşme süresinin uzatılması* talep edilebilir.
- Halka arz izahnamede yer alacak son dönem finansal tablolarına göre, ihraççı şirketin toplam özsermayesinin sermayesinden büyük olması gerekmektedir.
- Borsa İstanbul AŞ. tarafından geçerli kabul edilebilecek kriterler dışındaki sebeplerle *son iki yıl* içinde ihraççı şirketin faaliyetlerine *üç aydan fazla* ara vermemiş olması, hakkında tasfiye, konkordato veya iflas ertelemesi istenmemiş olması ve BİST tarafından belirlenen diğer benzeri durumların bulunmaması gereklidir.

---

<sup>53</sup> BİST (2015). a.g.e.. ss.13-14.

#### 4.5.6.3. Kollektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı

BİST'in Kollektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı (KYÜYÜP)'nda BİST Kotasyon Yönergesi uyarınca; kota alınan menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının pay senetleri,<sup>54</sup> borsa yatırım fonları katılma belgeleri,<sup>55</sup> varantlar, sertifikalar ve SPK düzenlemeleri uyarınca yapılandırılmış sermaye piyasası araçları işlem görür.<sup>56</sup>

Ocak 2017 itibariyle BİST - KYÜYÜP'nda 48 adet yatırım ortaklığına ait pay senetleri, 12 adet borsa yatırım fonunun katılma belgeleri, varantlar ve sertifikalar işlem görmektedir.

#### 4.5.6.4. Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı

Pay senetlerini halka arz etmeksizin BİST dışında ya da BİST'de nitelikli yatırımcılara ihraç eden halka açık olmayan şirketler ile halka açık olup pay senetleri BİST'de işlem görmeyen ihraççı şirketlerin pay senetlerinin nitelikli yatırımcılar arasında işlem görebilmesi için BİST bünyesinde *Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarının* (NYİP) oluşturulması ve ihraççı şirketin pay senetlerinin bu piyasada işlem görmesi için BİST'den onay alınması gerekir.

BİST'nin ihraççı şirketin pay senetlerinin NYİP'nda işlem görmeye başlamasını *Kabul* edebilmesi için ihraççı şirketin aşağıdaki koşulları yerine getirmesi gereklidir.

- İhraççı şirketin pay senetlerinin *ihraç belgesinin* SPK tarafından onaylanması gerekir.
- İhraççı şirketin esas sözleşmesinde işlem görecekt pay senetlerinin devir ve tedavülünü sınırlayan maddelerin kayıtlı olmamalıdır.
- İhraççı şirketin üretim ve diğer faaliyetleri üzerinde etkili olacak hiçbir hukuki uyumsuzluğun olmaması, ihraççı şirketin kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile pay senetlerinin hukuki durumunun tâbi olduğu Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uygun olduğu, ihraççı şirketle doğrudan ya da dolaylı ilişkisi olmayan bir hukukçu tarafından düzenlenen *hukukçu raporu* ile belgelenmelidir.

<sup>54</sup> Borsa İstanbul AŞ. (2018). Kotasyon Yönergesi. Madde.12.

<sup>55</sup> Borsa İstanbul AŞ. (2018). Kotasyon Yönergesi. Madde.16.

<sup>56</sup> Borsa İstanbul AŞ. (2018). Kotasyon Yönergesi. Madde.14-15.

- İhraççı şirketin finansal yapısı, tüm faaliyetleri hesaba katılarak yapılan değerlendirmede pay senetlerinin NİYİP’nda işlem görmesine ilişkin BİST yönetim kurulunun olumlu karar vermesi şart koşulmuştur.
- İhraççı şirketin cari yıl ve cari ara dönem bağımsız denetim raporları için olumlu görüş bildirilmiş olması koşulu zorunlu tutulmuştur.

#### **4.5.7. Halka Arz İzahnamesi ve Satış Duyurusu**

SPK, ihraççı şirketin başvurusunu, Sermaye Piyasası Mevzuatı, *kamuyu aydınlatma ilkesi*, SPK’nun düzenlemeleri ve izahname standartları çerçevesinde değerlendirerek halka arz izahnamesinin öngörülen bilgileri içerip içermediğini incelemekte ve bu izahnameyi uygun görmesi durumunda pay senetlerinin halka arzının gerçekleştirilmesi için onaylanmalıdır.

Halka arz izahnamesi, ihraççı şirket ve halka arz edilecek pay senetleri hakkında tanıtıcı bilgileri, satış duyurusunda halka arz işlemleri ve bu işlemlerin ne şekilde yapılacağı ile ilgili bilgileri, IAS, IFRS çerçevesinde, hazırlanan finansal tablolar ve bağımsız denetim raporları açıklanmalıdır.

Halka arz izahnamesi ve satış duyurusu SPK tarafından talep edilen koşullara uygun şekilde hazırlanarak ihraççı şirket ve aracı kuruluş tarafından imzalanması gerekir. Bu satış duyurusunda yer alabilecek yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden dolayı ortaya çıkabilecek zararlardan ihraççı şirket sorumlu tutulur. Bu satış duyurusundan kaynaklanan zararın ihraççı şirketten tazmin edilememesi söz konusu olursa; halka arzı gerçekleştirenler, ihraca aracılık eden aracı kuruluş, ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına göre sorumlu tutulur. Satış duyurularında bağımsız denetim şirketinin sorumluluğu ise, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşlarının hazırladıkları raporlarla sınırlı tutulmalıdır.

SPK tarafından onaylanan halka arz izahnamesinin, Türk Ticaret Sicili’nde tescil ettirilmesi ve TTSG’nde pay senetleri BİST’de ilk defa işlem görecektir şirketlerin internet sitesinde ve KAP’da ilan edilerek, kamuya duyurulması zorunlu tutulmuştur. Ayrıca, halka arz izahnamesinin basılı halinin ihraççı şirketin merkezinde ve başvuru yerlerinde bulundurulması ve talep edilmesi halinde de bedelsiz şekilde yatırımcılara verilmesi gereklidir.



#### 4.5.8. Satış Süreci ve Dağıtım Esasları

İhraççı şirketin halka arz işlemleri ilk önce halka arz izahnamesinin kamuya satış duyurusunun ilan edildiği tarih ve yerde başlamalıdır. İhraççı şirket halka arzda *talep toplama yöntemi ve borsada satış yönteminden* birini kullanarak gerçekleştirilir. GİP’de yapılacak halka arzda sadece borsada satış yöntemi kullanılabilir.

#### 4.5.9. Halka Arz ve Satış Sonuçlarının Bildirilmesi

İhraççı şirketin pay senetleri, aracı kuruluş ya da varsa bir aracı kuruluş konsorsiyumu tarafından halka arz izahnamesinde ve KAP’nda yatırımcılara yapılan satış duyurusunda açıklanan tarihler ve esaslar SPK düzenleme ve standartlarına uygun olarak halka arz edilmelidir. İhraççı şirketin pay senetlerinin BİST’in ilgili pay senetleri pazarında satış işlemi tamamlandıktan sonra aracı kuruluş, halka arza ilişkin satış sonuçlarının KAP’da ilan ederek, BİST ve SPK’na gönderilmesi ve bu yolla kamuyu bilgilendirilmesi gereklidir.

#### 4.5.10. Borsa Kotuna Alınma ve İşlem Görmeye Başlama

BİST Yönetim Kurulu’nca halka arz izahnamesinde yayınlanmış olan BİST’de işlem görme kararının satış sonuçlarına ilişkin son bir değerlendirme yapılmalıdır. Devamında ise BİST tarafından KAP’nda duyuru yapılması gerekir. Yapılan duyurunun ardından ihraççı şirketin pay senetleri BİST’in “Yıldız Pazar, Ana Pazar, GİP, KYÜYÜP, NYİP”larından birinde işlem görmeye başlar. İhraççı şirketin talep etmesi halinde ise BİST’nin ilgi pay senetleri pazarındaki ilk işlem gününde bir *Gong Töreni* düzenlenmesi gerekir.

Halka arzın yapılacağı dönemde izahnamede yer alacak ve özel bağımsız denetimden geçirilecek finansal tablolar Tablo 4.4’de yer almaktadır.

**Tablo 4.4: Halka Arzın Yapılacağı Dönemde İzahnamede Yer Alacak ve Özel Bağımsız Denetimden Geçirilecek Finansal Tablolar**

	<b>Halka Arzın Yapılacağı Dönem</b>	<b>İzahnamede Yer Alacak ve Özel Bağımsız Denetimden Geçirilecek Finansal Tablolar</b>
1	1 Ocak – 15 Şubat	Son 3 Yıllık ya da Cari Yıldan Önceki 3 Yıllık Finansal Tablolar ile 9 Aylık Ara Dönem Finansal Tablolar
2	16 Şubat – 15 Mayıs	Son 3 Yıllık Finansal Tablolar
3	16 Mayıs - 15 Ağustos	Son 3 Yıllık ve 3 Aylık Ara Dönem Finansal Tablolar
4	16 Ağustos - 15 Kasım	Son 3 Yıllık ve 6 Aylık Ara Dönem Finansal Tablolar
5	16 Kasım – 31 Aralık	Son 3 Yıllık ve 9 Aylık Ara Dönem Finansal Tablolar

**Kaynak:** Borsa İstanbul (2015). Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme Bilgilendirme Kitapçığı. İstanbul: Borsa İstanbul. s.21.

## 4.6. HALKA ARZ SONRASI SÜREÇ

Halka arz sonrasındaki süreç kapsamında bağımsız denetim yükümlülüğü, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, kâr payı dağıtımı, yatırımcı ilişkileri bölümü kurulması, lisanslı personel çalıştırılması, denetimden sorumlu komite kurulması başlıklı konular yer almaktadır.

### 4.6.1. Bağımsız Denetim Yükümlülüğü

Pay senetleri, BİST pay pazarlarında işlem gören şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş yıllık ve *altı aylık* ara dönem finansal tablolarını ve dipnotlarını hesap döneminin bitimini takip eden ve SPK tarafından belirlenmiş süreler ve kurallar çerçevesinde KAP'a gönderilerek, kamuya bildirilmesi gereklidir. Diğer taraftan, GİP'deki şirketler *üç aylık* ve *dokuz aylık* ara dönem finansal raporlarını hazırlama ve *altı aylık* finansal raporları bağımsız denetimden geçirme yükümlülüğüne tabi değildir.<sup>57</sup>

### 4.6.2. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü

Halka açık anonim şirketler, BİST Pay Piyasası'nda pay senetlerinin fiyatlarını etkileyebilecek her yeni bilgidan, pay senetlerini çıkaran şirketin finansal yapısında meydana gelecek değişikliklerden veya gelişmelerden dolayı ortaya çıkan bilgileri kamuya açıklama yükümlülüğüne "*Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü*" adı verilir. Bu yükümlülük, piyasadaki yatırımcıları gerçek, doğru ve zamanında bilgilendirilmesini, yatırımcıların doğru kararı vermelerini sağlayarak, pay piyasasının etkinliğini artırır.<sup>58</sup>

Halka açık anonim şirketlerin yatırımcılara açıklamak durumunda olduğu bilgiler SPK'nun *Özel Durumlar Tebliği*'nde açıklanmaktadır. Bu tebliğ çerçevesinde açıklanma zorunluluğu olan özel durumların KAP'nda yayınlanması zorunlu tutulmalıdır.

### 4.6.3. Kâr Payı Dağıtımı

Halka açık anonim şirketler, kârlarını genel kurul kararı ile belirlenecek kâr dağıtım politikaları ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'ndaki hükümler çerçevesinde, yine genel kurul kararı ile dağıtmaktadır. Halka açık anonim şirketler, kâr dağıtım politikalarında aşağıda açıklanan hususlara yer verilmesi gereklidir.<sup>59</sup>

#### - Kâr Payı Dağıtım Oranının Belirlenmesi

<sup>57</sup> BİST (2015). a.g.e.. s.23.

<sup>58</sup> BİST (2015). a.g.e.. s.23.

<sup>59</sup> SPK. Seri: II. 19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği. Madde.4(2).

Kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise şirketler ve kâra katılan diğer kişiler için belirlenen kâr payı dağıtım oranının ne kadar olacağının belirlenmesi gerekir.

- **Kâr Payının Ödenmesinde Tercih Edilecek Kar Payı Dağıtım Şeklinin Belirlenmesi**

Kar dağıtımında kullanılabilir nakdi dağıtımı, pay senedi olarak dağıtımı ya da belli oranda nakit belli oranda pay senedi olmak üzere üç kar payı dağıtım şekli kullanılır.

- **Kar Payı Ödenme Zamanının Belirlenmesi**

Kâr payı dağıtım işlemlerine en geç dağıtım kararı verilen genel kurul toplantısının yapıldığı hesap dönemi sonu itibarıyla başlanması şartıyla, kâr payı ödenme zamanı belirlenir.

- **Kâr Payı Avansı Belirlenmesi**

Kâr payı avansı dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise kar payı avans dağıtımına ilişkin temel koşulların belirlenmesi gereklidir. Dağıtılacak kâr payı avansı, ara dönem finansal tablolara göre oluşan net dönem kârından TTK. ve şirket esas sözleşmesine göre ayrılması gereken yedek akçelerle geçmiş yıllar zararları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçmemesi gerekir. Bir hesap döneminde verilecek toplam kâr payı avansı, bir önceki yıla ait net dönem kârının yarısından, ilgili ara dönem finansal tablolarında yer alan net dönem kârı hariç kâr payı dağıtımına kapsamındaki diğer kaynaklardan düşük olanı aşmaması gerekir. Şirketin önceki hesap dönemlerinde ödenen kâr payı avansları mahsup edilmeden, sonraki hesap dönemlerinde ilave kâr payı avansı verilememeli ve kâr payı dağıtımı yapılamamalıdır.<sup>60</sup>

Halka açık şirketin kâr dağıtım politikasında değişiklik yapma kararı vermesi halinde yapılmasına karar verilen değişikliğe ilişkin yönetim kurulu kararını ve değişikliğin makul gerekçesini, SPK'nun özel durumlarının kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri gereğince, KAP aracılığı ile kamuya ilan etmesi ve bildirmesi gereklidir.

Halka açık şirketler kâr payını, kar payı imtiyazları saklı kalmak şartıyla dağıtım tarihi itibarıyla mevcut pay senetlerinin tamamına, bu pay senetlerinin halka ihraç ve satın alınma tarihlerine bakılmaksızın payları oranında eşit şekilde dağıtılması gereklidir.<sup>61</sup>

<sup>60</sup> SPK. Seri: II. 19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği. Madde.4(2).

<sup>61</sup> SPK. Seri: II. 19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği. Madde.10/(1,2,4).

Halka açık ve pay senetleri BİST’de işlem gören şirketlerin genel kurulunda alınacak kararlarına bağlı olarak, kar payı dağıtma şeklini belirlemesi konusunda serbest bırakılmalıdır. Buna göre; şirketler, kar payları aşağıdaki yollardan *bir veya ikisini* birlikte kullanabilirler.

- a. Tamamen nakden kar payı dağıtılabilir.
- b. Tamamen pay senedi olarak kar payı dağıtılabilir.
- c. Belli oranda nakit belli oranda pay senedi olarak kar payı dağıtarak kalanını şirket bünyesinde bırakılabilir.
- d. Nakit ya da pay senedi olarak kar payı dağıtmadan, şirket bünyesinde bırakılabilir.

Halka açık şirketlerde ayrılması zorunlu olan *zorunlu yedek akçeler* ayrılmadıkça ve esas sözleşmede veya kâr dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kâr payı ayrılmadıkça ertesi yıla kâr aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, ortaklık çalışanlarına ve pay sahibi dışındaki kişilere kârdan pay dağıtılmasına karar verilemez. Ayrıca; pay sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ödenmedikçe, bu kişilere kârdan pay dağıtılamamalıdır.<sup>62</sup>

#### **4.6.4. Yatırımcı İlişkileri Bölümü Kurulması**

Pay senetlerini BİST’de işlem gören halka açık şirketlerde, *yatırımcı ilişkileri bölümünün* kurulması zorunlu tutulmuştur. Bu bölümde görev alan personelin pay sahipliği haklarının kullanılması konusunda faaliyet göstermek, yönetim kuruluna raporlama yapmak ve yönetim kurulu ile pay sahipleri arasında iletişimi sağlamak temel görevleri arasında yer alır. Şirketler, pay senetlerinin BİST pay pazarlarında işlem görmeye başlama tarihinden itibaren *altı ay* içerisinde yatırımcı ilişkileri bölümünü kurmaları gerekir. Pay senetleri GİP’de işlem gören şirketler için ise böyle bir yükümlülüğü bulunmaz.<sup>63</sup>

#### **4.6.5. Lisanslı Personel Çalıştırılması**

SPK düzenlemeleri gereğince; halka açık şirketlerde yatırımcı ilişkileri bölümünde *Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme*

---

<sup>62</sup> SPK. Seri: II. 19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği. Madde.5/3.

<sup>63</sup> BİST (2015). a.g.e.. s.25.

*Lisansına* sahip, tam zamanlı çalışacak bir yöneticinin görevlendirilmesi gerekir. Pay senetleri GİP’de işlem gören şirketler ise bu yükümlülükten muaf tutulur.<sup>64</sup>

#### **4.6.6. Denetimden Sorumlu Komite Kurulması**

SPK düzenlemeleri çerçevesinde, halka açık anonim şirketlerde muhasebe sistemi, finansal bilgilerin kamuya açıklanması, bağımsız denetim ve şirketin iç kontrol sisteminin işleyiş ve etkinliğinin gözetimini yaptırmak üzere *denetim komitesinin* kurulması zorunludur. Bu komite *en az iki üyeden* oluşmalıdır. Denetim komitesinin *iki üyeden* oluşması halinde *tamamı, ikiden fazla üyeden* oluşması halinde ise çoğunluğunun icrada yer almayan üyelerden oluşması gereklidir. Genel olarak, denetimden sorumlu komitelerin üyelerinin tamamının bağımsız yönetim kurulu üyesi niteliğinde oluşturulması gerekir. Pay senetleri GİP’de işlem gören şirketler ise bu yükümlülükten muaf tutulmaktadır.<sup>65</sup>

#### **4.7. PAY SENETLERİ SATIŞ YÖNTEMLERİ**

Pay senetleri BİST’de işlem gören şirketler ile pay senetleri BİST’de işlem görmek üzere başvuruda bulunan şirketler tarafından halka ihraç edilecek pay senetleri ile yurt içinde ihraç edilecek pay senetlerinin teslimi, bu pay senetlerinin MKK bünyesinde hak sahibinin ismine açılmış hesaplarda izlenmesi yoluyla gerçekleştirilmelidir. SPK, pay senetlerinin çeşidine ve ihraççı şirketin veya MKK üyesinin niteliğine göre, pay senetlerinin hak sahibi ismine hesap açılmaksızın hesapların toplu olarak tutulmasına karar verebilir.

Yatırımcılar, satın almak istedikleri pay senetlerinin bedelini, ihraca ilişkin belgelerde yer alan süre içinde ilgili banka hesabına aktarılmak üzere yatırırlar ve varsa düzenlenen talep formunu doldurup imzalamaları gereklidir. İhraççı şirketin belirlediği aracı kuruluşlar tarafından gerekli güvenlik önlemleri alınarak, talep formu elektronik ortamda doldurularak, onaylatılması gereklidir. Kurumsal yatırımcılar, ödenmeme riskinin yetkili aracı kuruluş tarafından üstlenilmesi koşuluyla, pay senetlerinin bedeli talep toplama süresinin bitimini takiben ödemeleri gerekir.<sup>66</sup>

Pay senetlerinin halka arz yoluyla satışında, yatırımcılar; BİST30 endeksinde yer alan pay senetleri, SPK tarafından uygun görülecek benzer varlıkların blokajı yoluyla talepte bulunabilirler. Blokaj yoluyla talepte bulunma sonucunda meydana gelecek zararlardan yetkili

---

<sup>64</sup> BİST (2015). a.g.e.. s.25.

<sup>65</sup> BİST (2015). a.g.e.. s.25.

<sup>66</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.5/5.

aracı kuruluş ve ihraççı şirket sorumlu tutulmaktadır. Blokaj yoluyla talepte bulunulması durumunda, blokaja konu edilen pay senetleri karşılığında ne kadarlık talepte bulunulabileceği halka arz izahnamesinde açıklanması gerekir.

SPK tarafından nedeni açıklanmak koşuluyla ihraç edilen pay senetlerinin satış işlemlerini geçici ya da sürekli durdurma kararı verilebilir. Bu durumda, ihraççı şirketin satış işlemlerinin hemen durdurulması gereklidir.

İhraççı şirketin kayden izlenen pay senetlerinin MKK bünyesinde izlenen yatırımcı hesabına ya da MKK'da açılmış olan hesaplara transfer edilerek, pay senetlerinin satış işlemleri tamamlanmalıdır. Ancak, kayden izlenmeyen pay senetlerinin tesliminde, ilgili pay senetlerinin ihracına ilişkin SPK düzenlemelerinde yer alan hükümlerin uygulanması gerekir.

Pay senetlerinin satışı dört farklı şekilde ayrı ayrı ya da birlikte kullanılarak aşağıdaki gibi yapılır.<sup>67</sup>

- a. Pay senetlerinin Halka Arz Edilmeksizin Satışı.
- b. Pay senetlerinin Tahsisli Satışı.
- c. Pay senetlerinin Nitelikli Yatırımcılara Satışı.
- d. Pay senetlerinin Halka Arz Edilerek Satışı.

#### **4.7.1. Pay Senetlerinin Halka Arz Edilmeksizin Satışı**

Nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen pay senetleri, BİST düzenlemeleri kapsamında sadece nitelikli yatırımcılar arasında işlem görür. Tahsisli olarak satılmak üzere ihraç edilen pay senetlerinin BİST'de işlem görmesi yasaklanmıştır. Ancak; halka açık şirketler tarafından halka arz edilmeksizin ihraç edilen pay senetlerinin, SPK'nun pay senetlerinin ihracına ilişkin düzenlemelerinde, BİST'de işlem gören/görecekt niteliğe dönüştürülmesi halinde söz konusu pay senetlerinin yatırımcı sayısı yönünden bir kısıtlamaya tabi olmadan BİST'de işlem görmesine izin verilir.

Halka arz edilmeden yurt içinde yapılacak satışlardaki içeriği SPK tarafından belirlenen beyanların pay senetlerinin satışından önce yatırımcılara imzalatılması; tahsisli satışlarda imzalanacak beyanda, satışa konu pay senetlerinin risklerine ve yatırımcının bu riskleri anlayıp kabul ettiğine ilişkin bilgiye yer verilmesi; nitelikli yatırımcılara yapılacak

---

<sup>67</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.6.

satışlarda imzalanacak beyanda ise, satışa konu pay senetlerinin riskleri ve yatırımcının bu riskleri anlayıp kabul ettiği ile yatırımcının nitelikli yatırımcı olduğuna ilişkin açıklamanın yapılması zorunludur.<sup>68</sup> MKK'da kaydı tutulan mevcut nitelikli yatırımcılardan ise tekrardan beyan alınmaz. Bu durumda yatırım kuruluşları, işlemi gerçekleştirmeden önce adına işlem yapılacak yatırımcının MKK'da kaydı tutulan nitelikli yatırımcılar arasında bulunup bulunmadığının kontrol edilmesi gerekir.<sup>69</sup>

İhraççı şirketler ya da yetkili aracı kuruluşların yatırımcı beyanlarını, bu beyanların alındığı tarihten itibaren *beş yıl* süre ile saklamak ve talep edilmesi durumunda ise bir kopyasını SPK'na göndermesi zorunlu tutulmaktadır. Halka açık şirketlerin halka arz edilmeksizin gerçekleştireceği sermaye artırımlarında, ihraç edilen pay senetlerinin satışına, ihraç belgesinin ilan edildiği tarihi takip eden 10 iş günü içerisinde başlanması ve pay senetlerinin satışının azami 10 iş günü içinde tamamlanması zorunludur. İhraççı şirketlerin pay senetleri haricindeki sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satışına, düzenlenen ihraç belgesinin ya da varsa tertip ihraç belgesinin ilan edildiği tarihi takip eden iş gününde başlanabilmesi gerekir.<sup>70</sup>

#### **4.7.2. Pay Senetlerinin Tahsisli Satışı**

Pay senetlerinin tahsisli satışı kapsamında, ikincil piyasa işlemleri dışında kalan pay senetleri ve tahsisli olarak satılan pay senetlerini belirli bir anda elinde bulunduran yatırımcıların sayısının 150'yi geçmemesi koşulu getirilmiştir. Pay senetlerinin ISIN kodu bazında vadesi boyunca günlük yapılan kontrollerinde; müşterek hesap sahibi kişilerin ayrı ayrı dikkate alınması ve sadece gün sonu bakiyesi olan hesapların dikkate alınması gerekir.

Tahsisli olarak satılan pay senetlerini nitelikli yatırımcılarla birlikte diğer yatırımcılar da satın alabilir. Ancak, bu durumda 150 kişinin hesaplanmasında nitelikli yatırımcılar dikkate alınmaz. Tahsisli olarak satılan pay senetlerini belirli bir anda elinde bulunduran yatırımcı sayısının 150'yi aşması halinde; MKK tarafından 150 kişi sayının geçildiğinin hemen ihraççı şirkete ve SPK'na bildirilmesi gereklidir. İhraççı şirket, pay senetlerinin BİST'de işlem

<sup>68</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde. 7.

<sup>69</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde. 9.

<sup>70</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde. 11.

görmesi için kendisine yapılan bildirim tarihinden itibaren 20 iş günü içinde hazırlayacağı izahnamenin onaylanması için SPK'na başvurulması gereklidir.<sup>71</sup>

#### **4.7.3. Pay Senetlerinin Nitelikli Yatırımcılara Satışı**

Nitelikli yatırımcılara yapılacak pay senedi satışları, sadece bu nitelikli yatırımcılara bir çağrıda bulunulması ve/veya nitelikli yatırımcıların önceden belirlenerek gerçekleştirilmelidir. Pay senetlerinin nitelikli yatırımcılara satışında, yatırımcı sayısı açısından bir sınırlama yoktur.

Bir yatırımcının nitelikli yatırımcı olduğuna ilişkin bilginin, ilgiliden alınan beyan üzerine MKK üyesi yatırım kuruluşları tarafından Merkezi Kayıt Sistemi'nde kayıt altına alınması zorunludur. MKK üyesi yatırım kuruluşlarından birisi tarafından yapılacak kayıt, bir yatırımcının nitelikli yatırımcı olarak kabul edilmesi için yeterli kabul edilir. Bu yatırımcıların sahip olduğu tüm tekil hesapları nitelikli hesap olarak kabul edilirken, müşterek hesaplarının nitelikli hesap kabul edilebilmesi için hesap sahiplerinin tamamının nitelikli yatırımcı özelliğini taşıması gerekir. Kurumsal yatırımcılar, beyanda bulunmaksızın MKK üyesi yatırım kuruluşları tarafından res'en nitelikli yatırımcılar arasına dahil edilmelidir. Bir yatırımcının MKK'da kaydı tutulan nitelikli yatırımcılar arasında bulunduğu kontrolünü sağlamak amacıyla, MKK üyesi yatırım kuruluşlarının erişimine imkan tanıyacak bir sistemin MKK tarafından kurulması gerekir.<sup>72</sup>

Bir yatırımcının nitelikli yatırımcı özelliğini kaybetmesi halinde bu kaybını MKK üyesi yatırım kuruluşuna bildirilmesi gerekir. Yatırımcı tarafından yapılan bu bildirim ile MKK nezdinde ortaya çıkan statüsündeki değişikliğinin MKK üyesi yatırım kuruluşu tarafından yapılması gereklidir. Ayrıca, talep üzerine profesyonel müşteri statüsünden çıkılması durumunda ise yatırımcının nitelikli yatırımcı özelliğinin kaybedildiği kabul edilir.

#### **4.7.4. Pay Senetlerinin Halka Arz Edilerek Satışı**

Pay senetlerinin halka arzına en erken, izahnamenin ve fiyat tespit raporunun yayımlanmasını takip eden *üçüncü günü* başlanır. Halka arz izahnamesi ve fiyat tespit raporunun farklı günlerde kamuya ilanı halinde bu süre en geç yayımlanan belgenin ilan tarihi itibarıyla başlanır. SPK'nun düzenlemeleri gereğince, yatırımcılara yapılan satış duyurusunun ve arz programı sirkülerinin de satıştan önce ayrı olarak ilanı gerekir.

<sup>71</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde. 11.

<sup>72</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde. 9.



Pay senetlerinin halka arz fiyatına, fiyat aralığı ile talep toplanması durumunda fiyat aralığına, satışa konu pay senetlerinin nominal değerine, faiz veya ek getiri aralığının ya da faiz veya iskonto oranının halka arz izahnamesinde açıklanması gereklidir. Fiyat tespit raporu hazırlama zorunluluğu bulunmayan pay senetlerinin halka arzında en erken, izahnamenin önceden yayımlanmış olması şartıyla bu bilgilerin özel durum açıklamalarıyla kamuya duyurulmasını takip eden *üçüncü günü*; halka arz edilen pay senetlerinin BİST’de işlem gören ihraççı şirketler için takip eden iş günü olarak uygulanmalıdır.<sup>73</sup>

Halka arz izahnamesinin birden fazla belge olarak hazırlanması durumunda halka arz edilen pay senetlerinin notu ve özetinin yayımlandığı tarih, izahname yayım tarihi olarak esas alınması gereklidir. Satışa konu pay senetlerinin nominal değerinin ek getiri aralığının kesinleştirilmemiş olması halinde, kesinleştirilmiş fiyat, tutar ya da oran, halka arzın bitimini takiben *bir iş günü* içerisinde ihraççı şirket ya da yetkili aracı kuruluş tarafından yapılacak özel durum açıklaması ile kamuya duyurulması gereklidir. İhraççı şirketin talebi ve SPK’nun onay vermesi koşuluyla özel durum açıklamalarının kamuya ilanına ilişkin süre kısaltılabilir.

İhraççı şirketin pay senetlerinin halka arzında satış süresi *iki iş gününden az*, 20 iş gününden fazla olmamak üzere ihraççı şirket ya da yetkili aracı kuruluş tarafından serbestçe belirlenebilir.

Pay senetlerinin halka arzında kullanılan satış yöntemlerine göre süreler aşağıda yer almaktadır.<sup>74</sup>

- a. Pay senetlerinin talep toplama yöntemi ile halka arz edilerek satışa sunulması durumunda halka arzlarda, talep toplama süresi içerisinde yeterli talep gelse dahi, talep toplama süresinin bitimine kadar talep toplamaya devam edilmesi gerekir.
- b. İhraççı şirketin pay senetlerinin halka arzında borsada satış yönteminin kullanılması durumunda;
  - Satışın talep toplanmaksızın gerçekleşmesi durumunda satış süresi *iki iş günü* olarak belirlenmelidir. Satılacak pay senetlerinin tamamının satışının *iki iş gününden önce* tamamlanması durumunda satış sona erdirilmelidir.

<sup>73</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.10.

<sup>74</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.10.

- Satışın talep toplama suretiyle gerçekleşmesi durumunda talep toplama süresi, en az 2 iş günü *en fazla üç iş günü* içinde belirlenmelidir. Satışa sunulan pay senetlerinin talep toplama süresi içerisinde yeterli talep gelmesi durumunda dahi bu sürenin sonuna kadar talep toplamaya devam edilmesi gerekir.

Tasarruf sahiplerine satış duyurusuna konu payların ya da arz programı sirkülerine konu pay senetlerinin satışına, bu duyurunun ya da sirkülerin ilan edildiği tarihi takip eden 10 iş günü içerisinde başlanması gerekir. Halka açık şirketlerin sermaye artırımlarında, yeni pay alma hakkının kullanımından sonra kalan pay senetlerinin satışına, yeni pay alma haklarının kullanımının bitiminden itibaren 10 iş günü içinde başlanması gerekir.

SPK, kabul edilebilir bir gerekçenin varlığı ve ihraççı şirketin ya da yetkili aracı kuruluşun talebi ile *SPK Seri: II-5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği*'nde izin verilen satış sürelerinin uzatılmasına ya da farklı bir satış süresinin belirlenmesine karar verebilir. İhraççı şirketin satış süresinin değiştirilmesi talebinin SPK tarafından kabul edilmesi halinde pay senetlerinin halka arz edilmesi suretiyle satışında, ihraççı şirket ya da yetkili aracı kuruluşun satış süresine ilişkin yeni tarihleri hemen özel durum açıklaması ile kamuya ilan edilmesi gerekir.<sup>75</sup>

#### **4.8. HALKA ARZ YÖNTEMLERİ**

Pay senetlerini halka arz edecek ihraççı şirketin pay senetlerini halka arz edebilmesi için gerekli ön koşulları *SPK Seri: II-5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nin 5. Maddesi*'nde düzenlenmiştir. Bu koşullar aşağıda yer almaktadır.

- Pay senetlerini halka arz eden ihraççı şirketin mevcut sermayesinin tamamı ödenmelidir.
- Sermayesine başvuru tarihinden önceki *iki yıl* içinde, varlıkların gerçeğe uygun değere taşınmasıyla meydana gelen değer artış fonu ve benzeri fonlar ilave edilmemelidir.
- İhraççı şirketin başvuru tarihinden önceki *iki yıl* içinde anonim ortaklığa dönüşmesi, dönüşüm öncesi finansal durum tablosundaki özkaynak kalemlerinin, dönüşüm sonrası şirketin açılış finansal durum tablosundaki *Sermaye Hesabında* toplulaştırma yapılmadan, finansal durum tablosunda ayrı kalemler olarak dönüşüm öncesi şirketin devamı olacak şekilde gösterilir. Ayrıca, söz konusu hususun tespitine ilişkin mali müşavir raporu düzenlenmelidir.

---

<sup>75</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.12.

- SPK'nun ilgili düzenlemelerinde; ihraççı şirketin halka arz izahnamesi ile birlikte ilan edilen en son tarihli finansal tablolarında açıklanan ilişkili tarafların ticari olmayan alacaklarının tüm alacaklar toplamına olan oranı % 20'yi ya da aktif toplamına olan oranı % 10'u geçmemesi hükme bağlanmıştır. Bu hüküm gereğince, belirlenen bu oranlarla uyumun sağlanması, mevcut pay senetlerinin satışından elde edilecek fonun ilişkili taraflardan olan alacaklarının tahsilinde kullanılması ve ihraççı şirketin tekrardan alacaklı duruma getirilmemesi için ihraççı şirket ya da yetkili aracı kuruluş taahhütte bulunulur.

Pay senetlerinin halka arz yöntemleri SPK'nun *Seri: VII-128.1 Sayılı Pay Senetleri Tebliği*'nde düzenlenmiştir. Bu düzenlemeye göre; pay senetlerinin halka arzında aşağıda açıklanan üç yöntem biri kullanılır.

- a) Mevcut Payların Halka Arzı,
- b) Sermaye Artırımı Yoluyla İhraç Edilecek Payların Halka Arzı,
- c) Her iki Yöntemin birlikte kullanılması.

İhraççı şirketin GİP'de işlem görme başvurusu yapması durumunda, sadece mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma hakları kısmen veya tamamen sınırlandırılır. Ayrıca, TC. Hazine Müsteşarlığı'na verilen bireysel katılım yatırımcısı lisansı sahibi yatırımcıların ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ve girişim sermayesi yatırım fonlarının SPK düzenlemelerinde tanımlanan koşulları sağlamaları, ihraççı şirkette sahip oldukları pay senetlerinin halka arzında ya da pay senetlerinin GİP'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren satışa sunabilirler.

#### **4.8.1. Mevcut Payların Halka Arzı**

Satışı gerçekleştirilen şirketin pay senetlerine sahip olan ortaklar tarafından söz konusu pay senetlerini halka arz ederek, şirketin mevcut pay sahiplerine finansman imkanı sağlayan yöntem "Mevcut Payların Halka Arzı Yöntemi" adı verilir. Pay sahiplerinin şirkette sahip oldukları pay senetlerini halka arz etmeleri sırasında satılacak pay senetlerini rehin/teminat olarak vermek; pay senetlerinin devir ve tedavülü sınırlandırmak; pay sahiplerinin haklarını kullanmalarını engelleyecek kayıtların bulunmaması gerekir.<sup>76</sup> İhraççı şirketin Yönetim Kurulu, esas sözleşmenin SPK düzenlemelerine ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uyumlu hale dönüştürülmesi amacıyla, değişiklikleri kapsayan madde tadil

<sup>76</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.6.

tasarılarını hazırlayarak SPK'na başvurması, esas sözleşme değişikliğine ilişkin SPK'nun onayını alması ve yapılacak ilk genel kurul toplantısında bu durumu karara bağlanması gereklidir.

#### **4.8.2. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz**

Pay senetlerini halka arz ederek sermaye artırımı yapan şirketin pay senetlerini halka arz ederek sağlayacağı kaynak, ihraççı şirkete doğrudan finansman imkanı sağlayan yöntem “*Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz Yöntemi*” olarak adlandırılır. Halka açık olmayan şirketler, sermaye artırımlarında, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen sınırlandırarak, pay senetlerini halka arz ederler. İhraççı şirketin yönetim kurulu, halka arz izahnamesinin onayı alabilmek için SPK'na başvuruda bulunmak zorundadır.

İhraççı şirketin SPK'na başvurusundan önce aşağıdaki işlemleri tamamlaması gereklidir.<sup>77</sup>

- İhraççı şirketin yönetim kurulu, şirket esas sözleşmesini SPK düzenlemelerine ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uyumlu hale getirmesi amacıyla, sermaye ve diğer değişiklikleri kapsayan madde tadil tasarılarını hazırlayarak SPK'na başvurması ve esas sözleşme değişiklik talebinin onayının SPK'dan alınması gereklidir.
- TTK. hükümleri çerçevesinde ihraççı şirketin genel kurulu tarafından sermayenin arttırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin kararın alınması gerekir.

---

<sup>77</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.7.

#### 4.9. HALKA ARZDA KULLANILAN SATIŞ YÖNTEMLERİ

SPK düzenlemelerinde pay senetlerinin halka/yatırımcılara satışında kullanılan 3 farklı yöntem kullanılır. Pay senetlerinin halka arzında kullanılan satış yöntemleri aşağıda yer almaktadır.

- a. Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi
- b. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi
- c. Borsada Satış Yöntemi

Halka açılmak üzere pay senetleri halka arz eden ve satışını yapacak şirketler, pay senetlerinin satışında talep toplama yoluyla satış yöntemi, talep toplamaksızın satış yöntemi, borsada satış yöntemlerinden herhangi birini kullanarak gerçekleştirmeleri gerekir. Sadece GİP’de yapılacak halka arzlarda *borsada satış yönteminin* kullanılması gerekir.

##### 4.9.1. Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi

Yatırımcıların halka arz edilen pay senetlerine ilişkin talepleri toplanarak, bu taleplerin daha önceden belirlenmiş usul ve esaslar çerçevesinde karşılanan kısmına ilişkin satışına “*Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi*” adı verilir. Bu yöntemde, yatırımcıların satışa sunulan pay senetlerine ilişkin talepleri, talep formunu düzenlenerek toplanmakta ve satış işlemi bu talepler toplandıktan sonra halka arz izahnamesinde belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde gerçekleştirilir. Pay senetlerinin dağıtımını sadece talepte bulunan yatırımcılar arasında yapılıır. Yatırımcılar talep ettiği takdirde, talep formunda satın almak istedikleri pay senetlerinin miktarına ilişkin bir alt sınır bildiriminde bulunabilirler. Yetkili aracı kuruluşlar talep formlarını kabul etmeden önce yatırımcıların kimlik bilgilerini tespit etmeleri gereklidir. Satışı planlanan pay senetlerinin talepleri toplanmalıdır. Ancak, bu taleplerin mutlaka karşılanacağı anlamına gelmez. Yatırımcıların talep toplama süresi içerisinde taleplerini değiştirme ya da geri alma hakları bulunur.<sup>78</sup>

Talep toplama yoluyla satış yöntemi aşağıdaki gibi üç farklı şekilde gerçekleştirilebilir.

- a. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi
- b. Fiyat Teklifi Alarak Talep Toplama Yöntemi

---

<sup>78</sup>SPK, Seri: II, 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, Madde. 14.

### c. Fiyat Aralığı İle Talep Toplama Yöntemi

#### 4.9.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Satışa sunulan pay senetleri için sabit bir fiyat belirlenerek talep toplandığı yöntem “*Sabit Fiyatla Talep Toplama*” olarak ifade edilir.

#### 4.9.1.2. Fiyat Teklifi Alarak Talep Toplama

Pay senetlerini ihraç eden şirketin satışa sunulan pay senetlerinin asgari bir satış fiyatı belirlendikten sonra bu pay senetlerini talep eden yatırımcıların belirlenen bu fiyatın üzerindeki fiyat tekliflerinin toplandığı yöntem “*Fiyat Teklifi Alarak Talep Toplama*” adı verilir.

#### 4.9.1.3. Fiyat Aralığı İle Talep Toplama

Satışa sunulan pay senetlerinin bir taban ve tavan fiyat aralığı belirlenerek, bu fiyat değişim aralığından yatırımcıların talepleri toplanır. Belirlenen fiyat değişim aralığının, taban fiyatın % 20 fazlasını aşmayacak şekilde belirlenmesi gerekir. Talep toplama işlemlerinin fiyat aralığını değiştirmemek şartıyla farklı oran ya da fiyat adımıyla gerçekleştirilir. Talep toplama aşamasında halka arz edilen paylara yeterli talep olmaması halinde, talepte bulunulmayan pay senetlerine *talep toplanmaksızın satış yöntemi* ile ilgili yapılan düzenlemeler uygulanır.

Sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alarak talep toplama, fiyat aralığı ile talep toplama yöntemlerinin her biri talep toplamaya en erken halka arz izahnamesinin ve fiyat tespit raporunun yayımlanmasını takip eden *üçüncü gün* içerisinde başlanır. Halka arz izahnamesi ve fiyat tespit raporunun farklı günlerde ilan edilmesi gerektiğinde ise en geç yayımlanan belgenin ilan tarihi itibarıyla başlaması; talep toplama süresinin *en az iki iş günü*, en fazla 20 iş günü olarak belirlenmesi gerekir.

İhraççı şirketin yetkilendirdiği aracı kuruluş tarafından toplanan taleplerin *dağıtım ilkeleri* çerçevesinde, yetkili aracı kuruluş tarafından talepte bulunan bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasında dağıtılarak, satış listesinin kesinleştirilmesi ve halka arz işleminin tamamlanması gerekir.<sup>79</sup>

### 4.9.2. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

---

<sup>79</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.19.

Pay senetleri BİST’de işlem görmeyen halka açık şirketlerin sermaye artırımlarında yeni pay alma hakkı kullanıldıktan sonra kalan payları satışında, SPK tarafından belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış son yıla ait finansal durum tablosuna göre, pay senetlerinin defter değeri nominal değerinin *en az iki katı* olan şirketlerin; son yıllık hesap dönemi içinde net dönem kârı elde etmiş olmaları ve aktif toplamının 20 milyon TL’yi aşmış olması halinde, talep toplama yoluyla satış yöntemlerinden herhangi birini kullanması zorunludur. Bu durumda, talep toplama işleminin ihraççı şirket ya da yetkili aracı kuruluş tarafından yerine getirilmesi gerekir. Ancak, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan tutarın, nakit karşılığı artırılacak sermayeye oranının % 10 ve altında kalması durumunda, yapılacak halka arz başvurusu üzerine SPK tarafından uygun görülmesi durumunda pay senetleri satış yöntemlerinin herhangi birinin kullanılmamasına karar verebilir.<sup>80</sup>

Pay senetleri BİST’de işlem görmeyen halka açık şirketlerin sermaye artırımlarında yeni pay alma hakkı kullanıldıktan sonra kalan paylarının satışında, talep toplama yoluyla satış yöntemlerinden birisinin kullanılmasına ya da kullanılmamasına karar verme yetkisi SPK’na aittir.

Pay senetleri BİST’de işlem görmeyen halka açık şirketlerden yukarıda açıklanan koşulları sağlayan şirketler dışında kalan şirketlerin pay senetlerinin kendileri ya da yetkili aracı kuruluş tarafından belirli bir fiyattan halka arz izahnamesinde belirlenen bir usulle halka arz edilmek suretiyle satışının yapıldığı yönteme “*Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi*” adı verilir. Bu yöntemde seçilecek usulün mutlaka yatırımcılar arasında adaletsizliğe yol açmaması gerekir. Ayrıca, yatırımcılara yapılan satış duyurusunda belirtilen süre içinde pay senetlerinin bedellerini halka arz izahnamesinde açıklanan bankada açılan özel hesaba aktararak sermaye artırımına katılmalıdır.<sup>81</sup>

#### **4.9.3. Borsada Satış Yöntemi**

Pay senetlerini halka arz eden ihraççı şirketlerin pay senetlerinin BİST’de satışının yapılmasına “*Borsada Satış Yöntemi*” adı verilmektedir. Bu yöntemin esasları BİST düzenlemeleri çerçevesinde BİST tarafından belirlenir. BİST’in halka arz edilen pay senetleri

<sup>80</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.17(3).

<sup>81</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.15.

için birden fazla satış yönteminin belirlenmesi durumunda, ihraççı şirket ya da yetkili aracı kuruluş tarafından tercih edilen yöntemle satış gerçekleştirilir.<sup>82</sup>

Şirketler, pay senetlerini BİST'in birincil piyasasında halka arz ederler. Şirketlerin pay senetlerinin BİST'de işlem görmesi için BİST'e başvurulması ve başvurunun BİST Yönetim Kurulu tarafından kabul ve ilan edilmesi gerekir. BİST'de pay senetlerini halka arz edecek şirketler, *Sürekli Müzayede* yönteminin dışında *Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış* veya *Değişken Fiyatla Talep Toplama ve Satış* yöntemlerinden birini kullanırlar.

Borsada satış yönteminde, halka arz izahnamesi SPK tarafından onaylanmadan önce BİST yönetim kurulu toplantısında ihraççı şirketin işlem görme başvurusu görüşülür. Bu görüşmede ihraççı şirketin birincil piyasada halka arz başvurusunun kabul edilip edilmemesine karar verilir. BİST'de halka arz, izahnamenin ve fiyat tespit raporunun yayınlanmasına ilişkin SPK düzenlemesi temel alınarak, BİST tarafından yapılacak duyuruyu takip eden *ikinci iş günü* başlanmalıdır. İhraççı şirketin pay senetleri satışı yetkili aracı kuruluş tarafından BİST birincil piyasada yapılır. Söz konusu pay senetlerinin satışının talep toplanmaksızın gerçekleşmesi halinde satış süresi *iki iş günü*, talep toplama yoluyla satış yapılması halinde ise talep toplama süresi, *en az iki iş günü en fazla üç iş günü* içinde yapılması gerekir.

---

<sup>82</sup> SPK. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği. Madde.16.



#### 4.10. PAY SENETLERİNİN HALKA ARZ MALİYETLERİ

Pay senetlerinin toplam halka arz maliyeti, yapılan halka arz büyüklüğüne göre; halka arz edilen pay senetlerinin değeri, şirketin halka arzdan elde ettiği gelirin %4 ile %7 arasında değişiklik gösterir.<sup>83</sup>

Pay senetlerini halka arz edecek şirketin halka arz maliyetlerini oluşturan kalemler aşağıda yer almaktadır.

- a. Aracı kuruluşlara ödenen ücretler,
- b. SPK'na ödenen maliyetler,
- c. BİST'e ödenen ücretler,
- d. MKK'ya ödenen ücretler,
- e. Diğer maliyet kalemleri.

##### 4.10.1. Aracı Kuruluşlara Ödenen Ücretler

İhraççı kuruluş, halka arz tutarının büyüklüğüne, verilen aracılık hizmetinin türüne göre değişen oranlarda, halka arzın toplam tutarı üzerinden halka arza liderlik eden aracı kuruluş ile varsa diğer konsorsiyum üyesi aracı kuruluşlara aracılık komisyonu ödemesi gereklidir. Söz konusu ücretler, ihraççı ile aracı kuruluş arasında yapılan aracılık sözleşmesi ile tespit edilir.

##### 4.10.2. Sermaye Piyasası Kurulu'na Ödenen Maliyetler

SPK tarafından ihraç edilmesine onay verilen ve satışı yapılacak pay senetlerinin nominal değerinden aşağıda olmamak şartıyla ihraç değerinin binde ikisi (% 0,2) oranında *kurul ücretini* SPK adına açılan hesaba yatırılması zorunludur. İhraç edilecek pay senetlerinin ilk halka arzı sırasında, pay senetlerin halka arz fiyatı ile nominal değeri arasındaki fark için hesaplanan *kurul ücreti* ise binde bir (% 0,1) oranında uygulanır.<sup>84</sup> İhraç edilecek pay senetlerinin ilk halka arzında ihraççı şirketin satışı gerçekleşmeyecek pay senetlerinin nominal değeri üzerinden binde iki (%0,2) oranında *kurul kayıt ücreti* alınır. GİP'de işlem gören/görecekt pay senetleri için *kurul ücreti* on binde bir (%0,02)oranında uygulanır.

<sup>83</sup> [www.borsaistanbul.com/sss/halka-arz](http://www.borsaistanbul.com/sss/halka-arz).

<sup>84</sup> [www.borsaistanbul.com/sss/halka-arz](http://www.borsaistanbul.com/sss/halka-arz).

#### 4.10.3. Borsa İstanbul AŞ.'e Ödenen Ücretler

İhraççı şirketin pay senetlerini ilk defa kota alınması halinde BİST tarafından herhangi bir ücret talep edilmez. GİP ve Borsa Yatırım Fonu dışındaki ihraççı şirketlerin, BİST'in pay pazarına başvurusunda 10.500-TL ödemesi gerekir. İhraççı şirketin pay senetlerinin GİP'de işlem görme başvurusunda 2.600-TL *işlem görme ücreti* ödemesi gereklidir. BİST pay pazarı ve GİP'de işlem görme ücreti, ihraççı şirketin başvurusunun kabul edilmesinin ardından ilk alınacak kotta kalma ücretinden mahsup edilmek suretiyle iade edilir. İhraççı şirketin *Kotta Kalma Ücreti*, cari yılın Mayıs ayı sonunda, ihraççı şirketin BİST'in kotunda bulunan nominal sermayesi üzerinden *bir (1) baz puan* ve yıllık ortalama piyasa değeri üzerinden 0,50 baz puan olarak uygulanır. İhraççı şirketin kota alındığı yıl BİST'e *Kotta Kalma Ücreti* ödemesi yapması gerekli değildir. Ayrıca; BİST pay piyasasında işlem görmek üzere yapılacak başvurularda alınacak ücretlerin, hesaplanacak ilk kotta ya da kayıta kalma ücretinden mahsup edilmesi gerekir.

#### 4.10.4. Merkezi Kayıt İstanbul AŞ.'e Ödenen Ücretler

MKK, pay senetlerini ihraç eden ihraççı şirketlerin çıkarılmış ya da ödenmiş sermayenin 2.000 den az 50.000'den fazla olmamak koşuluyla binde bir %0,1'ini *üyelik giriş aidatı* olarak alır. Pay senetlerinin ihracı öncesinde aynı şirketin borsa yatırım fonu, varant, özel sektör borçlanma aracı, varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) varlık teminatlı menkul kıymet (VTMK) ihraçlarından herhangi biri için üyeliği mevcutsa yeniden üyelik aidatı alınmasına gerek yoktur. GİP'e işlem gören şirketlerin pay senetleri için üyelik giriş ücretleri ve alt ve üst limitleri 1/10 oranında uygulanır.

#### 4.10.5. Diğer Maliyet Kalemleri

İhraççı şirketlerin halka arz işlemleri sırasında bağımsız denetim şirketlerinden talep ettikleri bağımsız denetim raporları karşılığında bağımsız denetim şirketine ödediği ücretler, hukukçu raporlarına karşılık bağımsız hukukçulara ya da bağımsız hukuk firmalarına ödenen ücretler yurtiçi ve yurtdışı tanıtım faaliyetleri karşılığı yapılan ödemeler, reklam ödemeleri gibi maliyet kalemleri *Diğer Maliyetler* grubu içinde ödenmelidir. Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP)'de işlem görecekt şirketlerin anlaşmalı olduğu piyasa danışmanına, taraflarca serbestçe belirlenen piyasa danışmanlığı hizmeti ücreti ödemesi gerekir. Bu ücret, diğer maliyet kalemleri arasında yer alan bir maliyet türüdür.

#### 4.11. HALKA ARZ ZAMAN ÇİZELGESİ

Pay senetleri halka arz edecek olan şirketin büyüklüğü, faaliyet gösterdiği sektör ve yapısı, BİST'e açılma sürecinde kullanılan yöntem, piyasa yapısı gibi çok çeşitli faktörlerden etkilenen halka arz sürecinin uzunluğunun tam olarak belirlenmesi oldukça güçtür. Mesela, pay senetlerinin halka arzda geçen ortalama süresi Tablo 4.5'deki zaman çizelgesinde yer almaktadır.

Tablo 4.5: Halka Arz Zaman Çizelgesi

Süreç	1. Hafta					2. Hafta					3. Hafta					4. Hafta					5. Hafta					6. Hafta				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
SPK ve Borsaya Mürakat	■																													
SPK ve Borsa İncelemeleri	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■														
Borsa İstanbul Yönetim Kurulu Kararı																														
SPK İzahname Onayı																														
İzahname ve Yatırımcılara Satış Duyurusu İlanı																														
Halka Arzın Yapılması																														
Satış Sonuçlarının Borsaya Bildirilmesi																														
Şirketin İşlem Görmeye Başlaması																														

**Kaynak:** [www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/halka-arzin-faydolari-halka-arza-hazirlik-ve-halka-arz-surecleri/zaman-cizelgesi](http://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/halka-arzin-faydolari-halka-arza-hazirlik-ve-halka-arz-surecleri/zaman-cizelgesi).

## 5. DÜNYADA BORSALARIN VE TEZGAH-ÜSTÜ PİYASALARIN GELİŞİMİ

Bu bölümde, pay piyasaları kapsamında dünyada faaliyet gösteren borsalar ile tezgah-üstü piyasaların gelişimi başlıklı konular yer almaktadır.

### 5.1. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE BORSALARIN GELİŞİMİ

Dünyada ve Türkiye’de borsaların gelişimi kapsamında New York Borsası, Londra Borsası, Japon Borsası, Paris Borsası, Anvers Borsası, Brüksel Borsası, Sen Petersburg “*Leningrad*” Borsası, Budapeşte Ticaret ve Menkul Kıymet Borsası ve Borsası İstanbul başlıklı konular yer almaktadır.

#### 5.1.1. Dünyada Borsaların Gelişimi

İnsanoğlunun ortaya çıkışıyla birlikte başlayan, insanoğlunun ihtiyaçlarının kendi verimliliğinden daha fazla olmasıyla devam eden ve emtia değiş tokuşuyla gelişen, emtia işlemlerinin toplu bir mekanda ve ihtiyaçları daha hızlı karşılayacak şekilde düzenlenerek, emtia değiş tokuşu işlemlerini tacirler için daha karlı bir noktaya getiren pazar ve panayırların kurulması ile temel düzey Borsalar ortaya çıkmıştır.

Alış veriş ihtiyacı ile başlayan Borsaların, insanoğlunun uyarlık seviyesine, ırklarına, yeteneklerine, zekalarına, davranış şekillerine, eğilimlerine, geleneklerine, iklimlere, ticaret şekillerine, ticarete ihtiyaç duyulan araçlara bağlı olarak gelişmesi ve büyümesi sağlanmıştır. Böylece, farklı içerik ve görünüme sahip yeni borsalar ortaya çıkmıştır.

Dünya genelinde yaşanan ekonomik ilerlemelerle birlikte ilk önce ilkel emtianın daha sonra değerli madenlerin ve paraların değişim aracı olarak kullanımına geçilmesinin devamında modern ve global sermaye transferlerinin gerçekleştirildiği karmaşık bir yapıya ulaşmıştır. Bu yapı her geçen gün daha karışık, büyük ve derin ve daha teknolojik bir yapı olarak kendisini yenilemiş ve geliştirmiştir.

Panayır ve fuar gibi kurulan yerlerde halen meslek kuruluşları eski adıyla Loncalar faaliyetlerini sürdürme çabasını göstermiştir. Türkiye’de sanat ve ticaret ile uğraşanların bir topluluk oluşturarak ortak bir hedefi gerçekleştirmek amacıyla bir mahalle ya da sokağı faaliyet merkezine dönüştürmeleri şeklinde yapılmıştır. Mesela, İstanbul’un Laleli semtinde 08-14 Ağustos tarihlerinde her yıl “*Laleli Fashion Shopping Festival*” adıyla sokaklar festival alanına dönüştürülür.

Roma İmparatorluğu döneminde şehrin tüccarları tarafından “*Loggia Loca (Oda)*” adıyla kurulmuştur. İspanyol tacirleri loca faaliyetlerinin değerini fark ederek, millileştirilmiş “*Lonca*”yı kurmuşlardır. İspanya’dan göç edip Osmanlı topraklarına yerleşen Museviler, “*Esnaf Lonca*”larını Osmanlı topraklarında da örgütlemeğe başlamışlardır. Bu durumda; “*Esnaf Lonca*”larını Osmanlı topraklarında kurulan ilk borsa olarak kabul edebiliriz.

Dünya borsalarından bazılarında yaşanan gelişmeler aşağıda yer almaktadır.

#### **5.1.1.1. New York Borsası (NYSE)**

Kuzey Amerika’nın İngiltere Birleşik Krallığı’na karşı açtığı bağımsızlık savaşları nedeniyle alınan borçların ödenmesi amacıyla gerçekleştirilen faaliyetler New York Borsası’nın kuruluşunda en önemli neden olmuştur. Menkul kıymetlerin alım satım işlemlerini gerçekleştirmek amacıyla 1792 yılında “Wall Street”de bir ağacın altında toplanan 25 sarrafın yapmış olduğu işlemlerden yüzde bir çeyrek komisyon almaya ve bu işlemleri kendi aralarında yapmaya karar vermeleri ile ilk New York Borsası’nın temeli atılmıştır.

1812 yılında İngiltere Birleşik Krallığı’na karşı açılan savaş ve Amerikan limanlarının kuşatma altında olması çok sayıda spekülasyon işlemlerinin yapılmasına ve büyük bir yoksulluğu beraberinde getirmiştir. ABD’nin savaş harcamalarına karşılık o dönemin hükümeti 16 milyon USD hazine bonosunu ve 109 milyon USD borçlanma senedini piyasaya çıkartması, devleti mali açıdan zor duruma düşürmüştür. O dönemde mali sıkıntıları fazlasıyla yaşayan Amerikan Bankerler, 1817 yılında birleşme kararı vererek “New York Stock Exchange Bureau (*New York Borsa Bürosu*)” adıyla bir dernek kurmuşlardır. Bu dernekte gerçekleştirilen işlemlerin tamamı gizli tutulmuştur. Bu dernek 1820 yılında yeniden gözden geçirilmiş ve yedi yıl sonra “*New York Stock Exchange (New York Borsası)*” adıyla, maddi varlık verilerek bir bina tutulmuş ve faaliyetlerine bu binada devam edilmiştir.

New York Borsası, 1903 yılından günümüze kadar olan yerine “*Wall Street*” numara 11’e taşınmıştır. New York Borsası 1907 yılında ağır bir “*Banka Krizi*” geçirmiştir. 1907 yılında yaşanan ekonomik kriz süresince kredi temininde sorunların ortaya çıkması 23 Aralık 1913 tarihinde ABD Rezerv Bankası’nın kurulmasının zorunluluğunu ortaya çıkartmıştır. New York Borsası, I. Dünya Savaşı dolayısıyla 1914 yılında 4,5 ay kapalı kalmış, 12 Aralık 1914 tarihinde ise yeniden açılmıştır. 4 Ekim 1916 tarihinde ilk defa 20 pay senetli bir “*Dow Jones Endeksi*” yayımlanmıştır. 16 Eylül 1920 tarihinde New York Borsası binasının dışında gerçekleşen bir bombalı saldırıda 38 kişi yaşamını yitirmiş ve 400’den fazla kişi

yaralanmıştır. 1 Kasım 1928 tarihinde Dow Jones Endeksi'nin hesaplaması pay dağılımını esas alan belli bir bölen üzerinden yapılmaya başlanmıştır.

24 Kasım 1929 tarihinde dünya genelinde etkileri ve sonuçları olan bugün "*Kara Perşembe (Black Thursday)*" olarak bilinen en büyük borsa olaylarından biri yaşanmıştır. Bu olay zaman farkından dolayı Avrupa'da "*Kara Cuma (Black Friday)*" olarak adlandırılmıştır. Bu olay; daha önceki yıllarda hızla yükselen Dow Jones Endeksi'nin belirgin şekilde gerilemesi, önceki haftalarda kaydedildikten sonra 24 Kasım 1929 günü yatırımcılar arasında yaşanan panik sonucu oluşmuştur. 24 Kasım 1929 günü borsa kurları çökmüş ve borsanın kapanmasının ardından çok sayıda yatırımcı borçlanmıştır. Dolayısıyla, New York Borsası'nın bu çöküşü "*1929 Dünya Ekonomik Bunalımı*"nın da sebebi olarak kabul edilmiştir. New York Borsası'nda yaşanan "*Kara Perşembe*" sebebiyle 6 Temmuz 1934 tarihinde ABD Güvenlik ve Borsa Komisyonu kurularak, denetleme faaliyetlerine başlanmıştır.

31 Aralık 1965 tarihinde New York Borsası'nda listelenen, bütün şirketleri kapsayan New York Borsa bileşiği devreye sokulmuştur. 1979 yılında bir başka şirket kurulmuş ve New York Futures Borsası'nda tüm vadeli işlemler gerçekleştirilmeye başlanmıştır.

New York Borsası'ndaki işlem yapan yatırımcılar, yüksek enflasyon, artan ticaret açığı, piyasalarda ortaya çıkan güvensizlik, ABD Dolarına olan güven kaybı, bilgisayar teknolojileri nedenlerinden dolayı ellerinde bulunan pay senetlerini çok yoğun şekilde satışını gerçekleştirerek 19 Kasım 1987 tarihinde Dow Jones Industrial Average'in bir kaç saat içinde %22,6 oranında ve 508 puan değerinde zarar ettiği en kötü işlem günü olan "*Black Monday (Kara Pazartesi)*"in yaşanmasına sebep olmuşlardır. Amerika Birleşik Devletleri Güvenlik ve Borsa Komisyonu tarafından 1987 olayının tekrar etmemesi için fiyatların 350 puan geri çekilmesinden sonra borsayı ½ saat ve fiyatların 550 puanın üzerine çıkması durumunda 1 saat kapatma kararı verilmesi karara bağlanmıştır. 19 Kasım 1988 tarihinde borsada alışılmışın dışında anormal kabul edilebilecek durumların yaşanması halinde; borsada alım satım işlemlerine ara verilmesine yönelik "*Rule 80B*" (*Trading Halts Due to Extraordinary Market Volatility*) tebliği yürürlüğe konulmuştur. 27 Kasım 1997 tarihinde borsadaki işlem hacmi ve fiyatların 554,26 puandan aşağıya çok hızlı düşmesinin ardından New York Borsası ilk defa durdurulmuştur. "Rule 80B" tebliğinde değişikliğe gidilmiş ve yapılan değişikliğin ardında tebliğ Nisan 1988'de yürürlüğe konulmuştur.

New York Borsası (NYSE), 11 Eylül 2001 - 14 Eylül 2001 tarihleri arasında yaşanan terör saldırıları sebebiyle 4 işlem günü kapatılmış ve 17 Eylül 2001 tarihinde yeniden faaliyetlerine başlamıştır. New York Borsası, 2003 yılına kadar NASDAQ ile bir iş ortaklığı başlatmıştır. New York Borsası, Nisan 2005 tarihinde merkezi Chicago’da olan elektronik ticaret platformunu ve Archipelago Exchange (ArcaEx) devir alarak, New York Borsası’nı elektronik ortama taşımış ve 2002 yılında ArcaEx işlem yapmaya başlamıştır. 7 Mart 2006 tarihinde Pacific Exchange (PCX) borsası satın alınmış ve aynı tarihte Archipelago Exchange’in adını değiştirerek NYSE Arca olarak isimlendirmiştir. 4 Nisan 2007 tarihinde New York Borsası, Group ve Euronext ile birleşip NYSE- Euronext olduktan sonra dünya tarihindeki ilk Atlantik ötesi borsa olmuştur. 17 Ocak 2008 tarihinde NYSE-Euronext, Amerikan Borsası’nı (American Stock Exchange - AMEX) devraldığını bildirmiş ve 1 Kasım 2008 tarihinde satışı gerçekleştirilerek, 6 Mart 2009 tarihinde adı AMEX olan borsa adı NYSE Alternext US olarak değiştirilmiştir.

#### **5.1.1.2. Londra Borsası (LSE)**

Londra Borsası (LSE)’nin faaliyetleri 1541 yılında başlamış ancak, menkul kıymet alım satım işlemlerine içeren faaliyetlerinin başlangıcı 1700’lü yılların sonlarını bulmuştur. İngiltere Birleşik Krallığı’nın 1700’lü yıllarda hazinesine ait borç tutarların çok fazla artmış ve alacaklarının haklarını devredecek sermayedarlar bulma konusunda sorun yaşamaya başlamıştır.

İngiliz Doğu Hindistan Şirketi’nin çıkarttığı büyük miktarda pay senetleri ve ilk imtiyazını yeni alan İngiliz Bankası’nın çıkartmak zorunda bırakıldığı pay senetlerinin alım satım işlemlerini yapma ve bu işlemleri yapacakları bir mekana ve menkul kıymetlerin dolaşımında aracılık hizmeti sunacak aracılar olan ihtiyacı ivedilikle ortaya çıkmıştır. Piyasada aracılar olan ihtiyaç mubayaacıların (Agency-Acenta), uzmanların (*cober*) ve komisyoncuların (*broker*) faaliyete geçmesine sebep olmuştur. O tarihlerde henüz mesleki bir birlikleri bulunmayan borsacılar, ticari faaliyetleri bulunan tacirlerin üye olduğu “Royal Exchange”e girerek faaliyetlerine devam etmek istemişler, ancak, tacirler Royal Exchange’in onurunu zedeleyeceği gerekçesiyle, borsacıları bu kuruluşa dahil etmemişlerdir. Tacirlerin borsa faaliyetlerini küçük düşürücü bulmaları sebebiyle parlamento vasıtasıyla borsa faaliyetlerini kısıtlayan ve Broker’larının sayısını 100’e düşüren bir Kanun çıkartmışlardır. Çıkartılan bu Kanun ile mubayaacılar faaliyete başlamadan önce Londra Belediye Başkanı’nın önünde ant içmeye, Londra Ticaret Örgütlerinin gelenek ve göreneklerine

uymaya, işlerinin ifası müşterilerine sırasında üzerinde Krallık arması bulunan bir rozeti göstermek zorunda bırakılmışlar ve kendi hesaplarına alım satım yapmalarını yasaklanmıştır. Bu çıkarılan Kanun tam anlamıyla uygulanmadığı için kısa bir süre sonra yürürlükten kaldırılmıştır.

İngiltere Birleşik Krallığı'nda brokerlar ve coberlar Londra'nın "*Change Alley*" bölgesinde "*Jonathan*" adlı bir kahvehanede toplanmaya başlamışlardır. Bu kahvehane, Londra Borsası'nın temelini atıldığı yer olmuştur. 1800'lü yılların içinde dünya genelinde yapılan ticarete İngiltere Birleşik Krallığı'nın öneminin artmış olması, brokerlar ve coberlara da güç kazandırmıştır.

1773 yılında İngiltere Birleşik Krallığı Paramentosu'nda borsa faaliyetlerini durdurabilmek amacıyla fiyat farkı üzerine yapılmış ve tercih hakkını kapsayan sözleşmelerin yasa dışı olduğu yönünde karar verilmiştir. Borsa faaliyetleri ile tamamen çelişen bu yasa 1860 yılına kadar yürürlükte kalmıştır. 1860 yılında mahkemelerin ortak kararı ile değiştirilmiş ve Demiryolu pay senetleri ve tahvilleri hususunda "sözleşme sırasında satıcı elinde bulunmasa bile teslim sırasında teslim gücüne sahip kişiler tarafından yapılan açığa satış işlemleri" olarak vadeli işlemlerin kanuna aykırı olmayacağı konusunda çeşitli ilamların çıkarılması yoluyla borsa faaliyetleri sürdürülmüştür.

1892 Kararnamesi, Kraliçe VIII. Victoria ve Kraliçe VIV. Victoria Kanunları ile pay senedi ve tahvil numaralarının gösteren belgelerin oluşturulması emredilmişse de, çıkartılan bu hükümler uygulanmamıştır.

1800'lü yılların içinde dünya genelinde yapılan ticarete İngiltere Birleşik Krallığı'nın öneminin artmış olması, Brokerlar ve Coberlara da güç kazandırmıştır. Mubayaacıların ve coberların artan önemi ile birlikte borsa faaliyetlerini sokakta ve kahvehanede yapmayı onur kırıcı bulmaya başlamaları nedeniyle de 1773 yılında bir toplantı yapmışlar ve Jonathan Kahvehanesi'ne "*Stock Exchange (Borsa)*" adını vererek, ilk borsayı kurmuşlardır. Bu borsaya girmek isteyenlerden ücret talep etmişlerdir. Daha sonra ilk borsa binasının inşasına başlanmış ve 1801 yılında bitirilen borsa binası 1802 yılının başında faaliyete geçirilmiştir. Bu binada gerçekleştirilen işlemlerin çok fazla artmış olması ve şirket sermayenin iki katına ulaşmasıyla birlikte borsa binası yıkılarak yenisi yapılmıştır. Halen bu bina, Londra Borsası olarak kullanılmaktadır.



Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın resmi olarak kuruluşu 1875 yılında gerçekleşmiştir. 1945 yılında Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın denetim organı görevini yürüten Konsey kurulmuş. Bu konseye borsaya kayıtlı üyeler arasından beş yıl süre ile görev yapmak üzere 36 üye atanmıştır.

### **5.1.1.3. Japon Borsası**

Japonya'da 1870 yılı itibariyle devlet tahvili ihraç edilmeye başlanmıştır. Japon devlet tahvillerini elden çıkartmak isteyen yatırımcılar, bu devlet tahvillerinin işlem göreceği bir resmi kuruma ihtiyaç duymuşlardır. Bu resmi kurum ihtiyacı, Mayıs 1878 tarihinde Menkul Kıymet Borsası Kanunu'nun yayınlanmasına ve bu kanuna dayalı olarak Tokyo Borsası ve Osaka Borsası kurulmuştur. Her iki borsa da 1 Haziran 1878 tarihinde faaliyete başlamıştır. 1886 yılında ise Nagoya Borsası ve diğer yerel borsalar faaliyete geçirilmiştir. İkinci Dünya Savaşı sırasında Mart 1943 tarihinde ağır koşullarını içeren Japon SPKa çıkartılmış ve 30 Haziran 1943 tarihinde 11 Japon borsası birleştirilerek, özel ancak kamu yararına faaliyet gösterecek Japonya Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur. Japonya Menkul Kıymetler Borsası Nisan 1947 tarihinde tasfiye edilmiştir. Ağustos 1945 tarihinde Hiroshima ve Nagasaki'ye atılan atom bombalarının ardından 10 Ağustos 1945 tarihinde tüm Japon Menkul Kıymet Piyasalarının faaliyetlerine son verilmiştir. Mart 1947 tarihinde Japon Sermaye Piyasası Kanunu tekrardan yürürlüğe konmuş ancak, bu kanun Nisan 1948 tarihinde düzeltilmiştir. 1 Nisan 1949 tarihinde tekrardan Tokyo, Osaka ve Nagoya menkul kıymet borsaları kurulmuş fakat bu borsalar 16 Mayıs 1949 tarihinde faaliyete geçirilmiştir. Temmuz 1949 tarihinde ise Kyoto, Kobe, Hiroshima, Niigata ve Fukuoka Borsaları kurulmuştur. Ayrıca, Nisan 1950 tarihinde Sapporo Borsası kurulmuştur. 1967 yılına gelindiğinde Kobe Borsası tasfiye edilmiştir. Küçük ölçekli Japon şirketlerinin işlem gördüğü bir tezgâhüstü piyasa ise 1976 yılında JASDAQ adıyla faaliyete geçirilmiştir. Mart 2000 tarihinde Hiroshima Borsası ve Niigata Borsası, Tokyo Borsası ile birleştirilirken, 2001 yılında Kyoto Borsası, Osaka Borsası ile birleşmiştir. 2004 yılında tezgâhüstü piyasa olarak kurulan JASDAQ, borsa olarak tekrardan yapılandırılmıştır. Günümüzde ise Japonya altı menkul kıymet borsası ile faaliyetlerine devam etmektedir.<sup>85</sup>

### **5.1.1.4. Alman Borsası**

---

<sup>85</sup> TSPAKB (2006). Japonya Sermaye Piyasası. Yayın No.30. Eylül. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, ss.5-6.

Alman komisyoncular, tüccar, manifaturacılar ve ecza tüccarlarının Haziran 1739 tarihinden itibaren her gün belli bir yerde toplanarak “*Sabah Konuşması*” adı altında bir araya gelerek yaptıkları toplantılar, Berlin Borsası’nın temelini oluşturmuştur. O yıllarda piyasada dolaşımda olan pay senedi ve tahvil bulunmamasından dolayı, işlemler tahıl ve tekstil ürünleri üzerinden gerçekleştirilmiştir. 18. Yüzyılın sonuna doğru Büyük Frederik, Krallık Bankası, Deniz Ticareti & “Emden” Ringa Balığı Avı Şirketi’ni kurmuş ve daha sonraları beş tarımsal kredi kurumunu kurmuştur. Daha sonra piyasadaki işlemler bu banka, şirket ve beş tarımsal kredi kurumu ile birlikte yürütülmeye başlamıştır. Ancak, bu banka ve şirketlerin çıkarttıkları pay senetleri piyasada fazla talep görmediğinden, borsa faaliyetleri verimli şekilde devam ettirememiştir. *Berlin Borsası*, 1765 yılında “*Köniğliche Ciro Ondlen Bank*” adı ile devlet bankası olarak kurulmuştur. Köniğliche Ciro Ondlen Bank’ın 1846 yılındaki sermayesi 10 milyon Taler olmuştur. 1870 yılına gelindiğinde, bu bankanın sermayesi 150 milyon Taler’a yükseltilmiş ve bankanın adı “*Rayhs Bank*” olarak değiştirilmiştir. Rayhs Bank, piyasadaki borsacılık faaliyetlerinin artırılmasında istenen düzeyde etkili olamamıştır.

1865 yılında Almanya ticaret piyasasında faaliyette bulunan tüm tüccarların bir düzen içinde faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için kurumsal bir yapının kurulması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu dönemde piyasada alım satımı yapılabilecek menkul kıymet sayısı oldukça sınırlı olmuş ve piyasada sadece Prusya borçlanma tahvilleri ve kağıt paraları işlem görmüştür. 1797 yılında III. Federik KILYUM’un aldığı bir kararla Prusya borçlanma tahvilleri ve kağıt paralarının Alman piyasasında işlem görmesi durdurulmuştur. III. Federik KILYUM döneminde Almanya’nın borçları artmış ve Prusya hazinesi boşalmıştır. Almanya’nın ekonomik sıkıntısını giderebilmesi için hükümdar ilk defa 10 milyon Taler tutarında kağıt para çıkarmaya karar vermiştir. Piyasaya çıkartılan bu kağıt paralar, zaman içerisinde büyük değişikliklere uğratılmıştır. 1805 yılında Berlin Borsası’nın resmi olarak faaliyete geçirilmesi ile birlikte, bu kağıt paralar Berlin Borsası’nda işlem görmeye başlanmıştır.

1815 Paris Anlaşması’ndan sonra Alman ticaret hayatında borsa faaliyetleri önemini arttırmış ve bu sebeple de Berlin Borsası gerçek anlamda piyasada önemli bir yere sahip olmaya başlamıştır. 1818 yılında Prusya hükümeti, aldığı borçların, Avusturya ve Rusya’nın borçlarının piyasalar üzerinde yarattığı etkiler sebebiyle Berlin Borsası faaliyetlerini genişletme olanağını yakalamıştır. Alman piyasasında gelişen borsa faaliyetleri sebebiyle 1820 yılında Berlin Borsası’nın ilk tüzüğü yayınlanmış, 1858 ve 1864 yıllarında bu tüzüğe

yeni maddeler ilave edilmiştir. Ancak, 1824 ve 1825 yıllarında yaşanan iç ve dış nedenlerle, bankaların ve halkın, devlet pay senetleri üzerine vadeli işlem yapmalarının yasaklanması, borsacılık aleyhinde etki yaratmıştır. Bu olumsuz gelişme sonucunda Berlin tüccarları Yönetim Kurulu 1850-1851 yılları arasında bir rapor hazırlayarak hükümete vermiş ve ardından borsada gerçekleştirilen tüm işlemler sıkı ve düzenli bir şekilde kayıt altına alınmaya başlanmıştır. Borsa işlemlerinin bu derece sıkı kayıt altına alınması neticesinde, Berlin Borsası'nın çökmesi olasılığı ortaya çıkmıştır. Berlin tüccarları Yönetim Kurulu üyeleri yeni bir rapor hazırlamış ve ardından borsa işlemleri tamamen serbest bırakılmıştır. Piyasada borsa işlemleri üzerinden baskının kaldırılması üzerine Berlin Borsası yeniden gelişmeye göstermeye başlamıştır. 1866 yılında Prusya'nın etkisini artırmış olmasından dolayı Almanya'da özellikle Berlin Borsası'nda gelişmeler çok daha hızlı olmuştur. 1876 yılında Berlin Borsa Yönetmeliği'ne ilave yapılarak, devlet pay senetleri hakkındaki borsa gelenekleri ve bilirkişi kurulunun kararları yasallaştırılmış ve uygulanmaya başlanmıştır. Berlin Borsası'nın Tüzüğü'nde 1896 yılında yeni değişiklikler yapılarak, Berlin Borsası'nın tüm işlemlerinin teknik gereksinimlere dayandırılıp en güvenli şekilde uygulanması temin edilmiş ve Berlin Borsa'nın yasal varlığı kesinleştirilmiştir.

Almanya'da kurulan diğer bir borsa, "*Frankfurt Borsası*"dır. Bu borsa, orta çağdaki ünlü panayırlarla başlayıp, piyasadaki ticari eğilime ve isteklerine şekillenerek kurulmuştur. Frankfurt Borsası'nın ilk kuruluş tarihi belirsizdir. Ancak, 1585 yılından itibaren Frankfurt piyasasında farklı paraların fiyatlarının, faiz oranlarının ve iskonto ücretlerinin Frankfurt Borsası tarafından belirlendiği düşünülmüştür. Frankfurt'ta İtalyanca ilk fiyat cetveli 1642 yılında komisyoncular tarafından yayınlanmıştır. Almanya'da fiyat cetvelleri sadece Frankfurt ve Hamburg'da yayınlanmıştır. 1779 yılında Frankfurt'ta büyük ve önemli sermaye ticareti başlamış ve 18. Yüzyılın sonlarına kadar devam etmiştir. 18. Yüzyılın sonlarında Avusturya, Prusya ve Silezya pay senetlerinin Frankfurt Borsası'nda alım ve satım işlemlerinin başlaması üzerine Frankfurt Borsası'nın önemini her geçen gün daha fazla artırmaya başlamıştır. Frankfurt tüccarlarının Berlin, Viyana ve Amsterdam arasında devamlı bir bağlantı içinde olmaları, Frankfurt Borsası'nda daha çok uluslararası ticaret işlemlerinin yapılmasına yol açmıştır. Frankfurt Borsası, 1739 ve 1799 yıllarında yapılan bir düzenleme ile resmi olarak faaliyete geçirilmiştir. Bu düzenleme ile sadece Frankfurt Borsası'nda gerçekleştirilen, bazı ticari emtialar ile poliçe işlemlerinin düzenlenmesi ile ilgili yasaklar getirilmiştir. Bu işlemlerin dışındaki tüm işlemler 1843 yılında yapılan düzenlemeye kadar tam bir serbestlik

içinde yapılmaya devam etmiştir. 1843 yılında Frankfurt Ticaret Odası bir iç tüzük hazırlayarak, borsa işlemlerini bir düzen içine almıştır. Bu tüzüğün ilk Maddesi'nde borsa, "Ticaret işlemlerinin kolaylaştırılması amacıyla Frankfurt ticaret çevreleri tarafından Ticaret Odası'nın gözetimi altında kurulmuş ve hükümetçe izin verilmiş, sarraflar ve komisyonculardan tarafından kurulmuş bir meclistir" şeklinde hükme bağlanmıştır. 1851 yılında borsada oluşan fiyatların belirlenmesi ve duyurulması hakkında bir tüzük daha uygulanmaya başlanmıştır. 1896 yılında uygulamaya konulan yeni bir tüzük ile de Frankfurt Borsası'nın son durumu belirlenmiştir.

#### 5.1.1.5. Güney Kore Borsası

Kore Devleti, 19. Yüzyılda ilk kamu katılım payı senetlerini piyasaya ihraç etmiştir. 1899 yılında ilk defa finansman bonusu ihracı Chun-II Bank tarafından gerçekleştirilmiştir. 1905 yılında Krallık Hazine ve Menkul Kıymet Kanunu'nun uygulanmaya başlanmasının ardından ilk tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. 1908 yılında ilk Japon aracı kurumu faaliyete geçirilmiştir. 1911 yılına gelindiğinde; Kore'de 12 Japon aracı kurumu "*Spot Piyasa Aracı Kurumları Birliği*"ni kurmuşlardır. Bu birlik, Kore'de kurulan ilk borsa olmuştur. Spot Piyasa Aracı Kurumları Birliği'nde resmi kurallar içerisinde sabah ve akşam seansları açılarak borsa işlemleri gerçekleştirilmeye başlamıştır. Bu birliğin, ilk kuruluş yıllarında sadece 2'si Kore Şirketleri'ne, diğerleri Japonya Osaka Borsası'na kote olmuş olan şirketlere ait pay senetleri işlem görmüştür. Kore Borsası'nda 1910-1945 yılları arasında toplam 485 kote edilmiş, bu şirketlerin 201'i Japon şirketlerini oluşturmuştur. Dolayısıyla, Kore Borsası'nda 1910-1945 yılları arasında işlem hacminin büyük bir oranı Japon aracı kurumları tarafından gerçekleştirilmiştir.<sup>86</sup>

Eylül 1943 tarihinde Asya'da yaşanan savaşında etkisiyle Japon Krallık Hükümeti Chosun Menkul Kıymet Sektörü Gözetim Kanunu'nu uygulamaya koyarak, Kore sermaye piyasasını yeniden düzenlemiştir. Bu kanun ile Kore sermaye piyasasında denetim alanında ilk adım atılmıştır. II. Dünya Savaşı'nın ardından Amerikan askeri yönetimi "*Chosun Borsası*"nı kapatmıştır. 1949 yılında birkaç broker bir kulüp kurarak, Kore hükümeti tarafından ihraç edilen devlet tahvillerinin alım satımını yapmışlardır. Birkaç broker

<sup>86</sup>Emre, Z. & Fıkırkoca, E. (2004). Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları. Yayın No. 4. Nisan. TSPAKB - Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği. ss.7-8.

tarafından kurulan bu kulüp, 1953 yılında “*Kore Aracı Kuruluşlar Birliği (KSDA)*” adını alarak, faaliyetlerine devam etmiştir.

1958 yılındaki “*Varlıkların Yeniden Değerlenmesi Kanunu*”, temettü politikalarını ve vergi reformlarını menkul kıymet talebini arttıracak şekilde geliştirilmiştir. Ocak 1962 tarihinde Kore Meclisi tarafından “*Menkul Kıymet ve Borsa Kanunu*” kabul edilmiştir. Bu kanunla “*Daehan Borsası*” kar amaçlı bir anonim şirkete dönüştürülmüştür. Aynı yılda “*Kore Ticaret Kanunu*” da yeniden düzenlenmiş ve günün koşullarını karşılayacak seviyeye getirilmiştir. Yapılan yasal düzenlemeler sonucunda 1960’lı yıllarda pay senedi işlem hacmi, tahvil-bono işlem hacmini geçmiştir. Ancak bu gelişmeler takas sisteminde var olan aksaklıklar sebebiyle Daehan Borsası’nın işlem hacminin düşmesi ile sonuçlanmıştır. Ardından, Kore Maliye Bakanlığı, Daehan Borsası’nı 3 ay süre ile kapatılmıştır. Yapılan bu yeni düzenlemeler ile takas işlemleri başta olmak üzere diğer borsa işlemlerine ilişkin gerekli diğer düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca, borsanın dalgalanmasının engellenmesi amacıyla pay senedi fiyatlarının dalgalanmalarını sınırlayan bir sistem kurulmuştur. Tamamlanan yasal düzenlemeler ile birlikte, Daehan Borsası’nın adı değiştirilmiş ve “*Kore Borsası (KSE)*” adıyla faaliyetleri yeniden başlatılmıştır. 1963 yılında yaşanan ekonomik bunalım nedeniyle çok sayıda şirket iflas etmiştir.<sup>87</sup>

“*II. Beş Yıllık Ekonomik Kalkınma Planı*”nın hazırlanması sırasında Kore Maliye Bakanlığı, Kasım 1968 tarihinde “*Sermaye Piyasası Geliştirme Kanunu*”nu uygulamaya koymuştur. Bu kanunla birlikte, borsa işlemlerini kolaylaştırmak için Kore Yatırım Şirketi kurulmuştur. Ancak, bu şirket 1977 yılında tasfiye edilmiştir. 1968 yılında “*Sermaye Piyasası Geliştirme Kanunu*” yeniden düzenlenerek, sermayesi 30-50 Milyon Won arasındaki kurumların alım satımına aracılık ve 50 milyon Won’un üzerinde olan kurumların halka arzına aracılık ve yüklenim lisansı olmak üzere iki farklı lisansın aracı kuruluşlar tarafından alınması zorunlu hale getirilmiştir. 1969 yılında “*Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Kanunu*” uygulamaya geçirilerek, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarının kurulmasına izin verilmiştir. Nisan 1997 tarihinde sermaye piyasasındaki uyumu sağlamak için “*Sermaye Piyasasını Geliştirme Kanunu*” yürürlükten kaldırılmıştır. 1970’li yılların ortasından itibaren devlet teşvikleri ile halka arzlar arttırılmış ve piyasa yapıcılığın sürekli müzayede sistemine geçilmiştir. 1974 yılında “*Kore Takas ve Saklama Merkezi ve Kore Yatırım*

<sup>87</sup> Emre, Z. & Fıkrıkoca, E. (2004). a.g.e.. s.9.

*Ortaklığı Şirketi*”, 1977 yılında “*Kore Menkul Kıymetler Bilgi İşlem Şirketi*” kurulmuştur.<sup>88</sup> 3 Ağustos 1970 tarihinde “*Kanun Hükmünde Kararname*” ve 1972’de de “*Halka Arz Teşvik Kanunu*” çıkarılmış ve bu kanunla anonim şirket sayısı artırılmıştır. 1973 ve 1974 yıllarında bu kanunda çeşitli değişiklikler yapılarak, aracı kurumların sermaye yeterliliği ve denetim standartları güçlendirilmiştir. Bu düzenlemeler beraberinde, raporlamayı ve devletin aracı kurumlar üzerindeki kontrolünü artırması ile sonuçlanmıştır. 1974 yılında minimum halka açıklık oranı %30’a çıkarılmış ve halka açık şirketlerin büyük ortakların pay oranlarını %51’den %30’a düşürülmesi için teşvik edilmiştir. Ayrıca, büyük aracı kurumlar, bankalar, Kore Yatırım Şirketi, diğer yatırım ve finans şirketlerinin katılımı ile “*Yükleniciler Birliği*” kurulmuştur. 1975 yılında inşaat sektörü pay senetlerinin liderliğinde, borsada büyük bir hareketlenme yaşanmıştır. “*Kore Yatırım Ortaklığı Şirketi*” tasfiye edilerek, 1977 yılında “*Daehan Yatırım Ortaklığı Şirketi*” olarak yeniden yapılandırılmıştır. Aynı yılda, yatırımcıları korumak ve sermaye piyasasının denetiminde etkinlik seviyesinin artırılması için “*Sermaye Piyasası Kanunu*”nda değişiklik yapılmış ve denetim sistemi değiştirilmiştir. Aynı zamanda, düzenleyici kuruluşlar, yeniden düzenlemeye tabi tutulmuşlardır. 1979 yılında “*Menkul Kıymet İşlem Vergisi Kanunu*” çıkarılmış ve “*Kore Yatırım Şirketi*” tasfiye edilmiştir.<sup>89</sup>

1981 yılında hükümet, sermaye piyasasının uluslararası kimlik kazanması için uzun dönemli planını açıklamış ve aynı tarihlerde devlet eliyle “*Kore Uluslararası Yatırım Ortaklığı*” ve “*Kore Yatırım Ortaklığı*” kurulmuştur. 1984 yılında “*Kore Fonu*”, NYSE’na kote edilmiştir. Bu fon, yabancıların Kore sermaye piyasasındaki ilk dolaylı yatırım aracı olmuştur. Aralık 1985 tarihinde “*Eurobond*” piyasasında, Samsung Elektronik tarafından 20 milyon USD değerinde pay senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracı yapılmıştır. 1990 yılında Kore menkul kıymetlerine yatırım yapan denizaşırı fonlar olan “*Kore Fonu* ve *Kore Euro Fonu*”nun sermayesi artırılmış ve Kore şirketlerinin yurtdışında menkul kıymet ihracı yapmasına ilişkin koşulları esnetilmiş ve 1990 yılında Kore’de yabancılar için “*Kore Asya Fonu*” kurulmuştur. 3 Ocak 1992 tarihinde Kore Borsası bazı sınırları gözetererek, yabancı yatırımcıların işlem yapmasına izin vermiştir. Sonraki süreçte bu sınırlar daha fazla genişletilerek Mayıs 1998 tarihinde yabancı yatırımlar tamamen “*serbest*” bırakılmıştır.<sup>90</sup>

<sup>88</sup> Emre, Z. & Fıkırkoca, E. (2004). a.g.e.. s.10.

<sup>89</sup> Emre, Z. & Fıkırkoca, E. (2004). a.g.e.. ss.11-13.

<sup>90</sup> Emre, Z. & Fıkırkoca, E. (2004). a.g.e.. s.13.

1997 yılında yaşanan Asya Krizinde, Kore'nin döviz rezervleri tükenmiş ve Kasım 1997 tarihinde IMF'den yardım talep edilerek, 57 milyar USD değerinde bir anlaşma yapılmıştır. Finansal krizin ardından çok sayıda reform yapılarak, Kore sermaye piyasası tamamen serbestleştirilmiştir. 1998 yılında “*Finansal Denetleme Komisyonu*” kurulmuştur. Nisan 1999 tarihinden itibaren menkul kıymetlerini kamuya ihraç eden şirketler, kamuya yaptıkları açıklamaların tahmin niteliği taşıdığını beyan etmeleri üzerine yanlış ve hatalı bilgiye dayalı açıklamalarından dolayı cezadan muaf tutulmuşlardır. Eylül 1998 tarihinde kapalı uçlu yatırım fonlarının kurulmasına izin verilmiştir. Mart 1999 tarihinde kurumlar arası devlet tahvili piyasası faaliyete geçirilmiştir. Müşteri ve aracı kurum hesapları Nisan 1999 tarihinden itibaren ayrılmasına karar verilmiştir. Aynı tarihte “*Kore Vadeli İşlemler Piyasası (KOFEX)*” kurulmuştur.<sup>91</sup> Kore Borsası'nda Ağustos 2000 tarihinde yarı açık yatırım fonları kurulmuş ve yabancı yatırımcılar için “*Elektronik Kamuyu Aydınlatma Sistemi*”, Aralık 2001 tarihinde pay senetleri için “*Elektronik İletişim Ağı Sistemi (ECN)*” faaliyete geçirilmiştir. Ocak 2001 tarihinde ise açık uçlu yatırım fonları, Ocak 2002 tarihinde “*Rüçhan Hakkı Pazarı*”, Şubat 2002 tarihinde “*Repo Pazarı*”, Temmuz 2002 tarihinde “*Tezgahüstü Türev İşlemler Piyasası*” kurulmuştur. Ekim 2002 tarihinde “*Borsa Fonları (ETFs)*”nın ihraç edilmesine izin verilmiştir. Kasım 2002 tarihinde halka açık şirketlere kamuyu aydınlatma zorunluluğu getirilmiştir. Ocak 2003 tarihinde “*Pay Senedi İlişkili Senetler (Equity Linked Notes)*”in, Nisan 2003 tarihinde KOSDAQ Borsası'nda işlem gören fonların ihraç edilmesine karar verilmiştir. Güney Kore'de daha sonraki süreçlerde yapılan ilave düzenlemelerle Kore Borsası, bugünkü düzeyine getirilmiş ve dünyada sayılı borsalar arasına girmeyi başarmıştır.<sup>92</sup>

#### **5.1.1.6. Paris Borsası**

Fransa'da yaşanan ekonomik gelişmeler ve hükümetin yarattığı etkiler ülkede borsanın kuruluşu ve gerekli düzenlemelerin yapılmasını gerekli hale getirmiştir. 1304 yılında Kral Philippe de Bel tarafından verilen bir emir ile Fransa'da ilk borsa faaliyetlerinin alışveriş pazarı olan Paris'teki Pont de Change adlı köprüde gerçekleştirilmesi kararını vermiş ve hatta, bu köprünün dışında yapılacak işlemlere ilişkin verilecek izinleri çok ağır koşullara bağlamıştır. Kral Philippe de Bel daha sonraki yıllarda verdiği iki emir ile de Pont de Change'de yapılacak işlemler düzenlenmiş ve bu işlemlere bazı sınırlamalar getirilmiştir. Kral Toulouse'un verdiği emirle Paris Borsası açılmıştır. Kral VIV. Charles'ın emriyle borsada

<sup>91</sup> Emre, Z. & Fıkırkoca, E. (2004). a.g.e.. ss.1-17.

<sup>92</sup> Emre, Z. & Fıkırkoca, E. (2004). a.g.e.. ss.17-20.

işlem yapan alıcıların yarı resmi memur olmalarını şarta bağlanarak, bu memurler özel bir örgüte bağlanmasını sağlamıştır. Kral IV. Henry döneminde bu örgüt tekrardan düzenlenerek, piyasada yaşanan bazı olumsuz olayları önleme çabası gösterilmiştir. Daha sonraki dönemlerde de çok sayıda kanun ve tüzük çıkarılmıştır.

Fransa’da Danıştay tarafından verilen karar ile 20 aracı kuruma ilaveten 10 aracı kurumun daha kurulmasına ve devlete yüksek oranda vergi verme şartıyla genel borsa ve sendika kurma izni verilmiştir. 1669 yılına gelindiğinde, piyasadaki bu örgüt yapısı değiştirilerek, tellalara “*Banka Acentesi*” adı verilmiştir. Banka acentası kapsamındaki faaliyetleri yapan yetkisiz kişilerin cezalandırılma koşullarını da belirlenerek, verilecek cezalar açıklanmıştır. 1684 yılında Paris’li bankerler ile mubayaacıların hazırlamış olduğu yönetmelikler, hükümet tarafından da onaylanarak, borsa işlemleri üzerinde kamu denetimi yapılması zorunlu hale getirilmiştir. 1705 yılında 116 banker ve mubayaacıdan oluşan bir “*Komisyon*” kurulmuş ve bu komisyon borsa işlemlerinde kullanılan alım yöntemlerini yeniden düzenleyerek, 1706 yılında tamamlanan bir tüzük hazırlamışlardır. Bu tüzükte, kendilerine “*Kralın Aziz ve Sevgili Danışmanları*” adını vermişlerdir.

1720 yılında uygulamaya koyulan yeni bir kanunla borsa işlemlerinin Quincampoix Sokağı’nda, mubayaacılık büroları tarafından yapılmasına karar verilmiştir. Bu kanunla mubayaacılık büroları dışında yapılacak borsa işlemleri tamamen yasaklanmıştır. O güne kadar sadece hazineye kaynak sağlamak amacıyla çıkartılan menkul kıymetlerle yürütülen borsa faaliyetleri, 1724 yılında çıkartılan bir kanunla poliçe, emre yazılı senet gibi dolaşım kolaylığı bulunan kıymetli evraklar ile emtia ve eşya alım satım işlemlerini yapmak üzere bir borsa kurularak bugünkü Paris Borsası Vivienne Sokağı’nda faaliyete geçirilmiştir. Bu kanunun yürürlüğe koyulmasının ardından ülkede büyük bir ihtilal çıkmış ve diğer tüm kanunlar gibi bu kanunda yürürlükten kaldırılmıştır. Bu gelişmelerin beraberinde Paris Borsası ilk defa kapatılmış ve bir süre sonra tekrardan faaliyete geçirilmiştir. Fransa’da borsa faaliyetleri ile ilgili olarak 1801, 1802, 1807 ve 1816 yıllarında yeni kanunlar yapılmış ve yürürlüğe koyulmuştur. 1795 yılında yapılan Kanun ile Paris Borsası, Lyon Borsası, Marseille Borsası, Bordeaux Borsası, Nantes Borsası, Thoulouse Borsası ve diğer taşra borsaları ve ticaret piyasalarının bağlı olduğu düzenlemelerinin hepsi güçlendirilerek yeniden düzenlemeye tabi tutulmuştur.



### 5.1.1.7. Anvers Borsası

Anvers’de 1599 yılından itibaren resmi fiyatlar bir kurul tarafından belirlenmekteydi. Ancak, borsa işlemlerini içeren ilk tüzük 1755 yılında yayınlanmıştır. Bu tüzükte, borsa faaliyetleri yapacak kişilerin 55 yaşında ve Anvers’li olma ve Anvers’de en az *bir yıl bir gün* ikamet etmiş olmaları, kişilerin borsacı olabilmeleri için mesleki becerilerini özel bir kurulun önünde sınavla kanıtlamaları ve borsacıların tuttıkları defterlerin özetini müşterilerine verme yükümlülüklerini yerine getirmelerine ilişkin şartların uygulanması zorunlu tutulmuştu. Ayrıca, mubayaacının ticaretle uğraşması da yasaklanmıştır. 1715-1734 yılları arasında Law tarafından pay senetleri çıkartılmış ancak Law’un bu senetler üzerinde yaptığı çeşitli spekülasyonlarla Anvers, Brüksel ve Fransa’da çok büyük tutarda sermayenin yok olmasına ve hatta Anvers Borsası’nın bu spekülasyonlardan dolayı çok büyük zarar görmesine neden olmuştur. Anvers Borsası’nda pay senedi fiyatları 1773 yılına kadar özel bir ilanla kamuya duyuruluyordu. Devlet pay senetleri ile diğer pay senetleri ve tahvillerin fiyatları 1802 yılında yayınlanmaya başlayan Ticaret Gazetesi’nde yayınlanması kararı verilmiştir. 1900’lü yılların başında 1808 Kanunu’nun etkisi altında kalan bütün mubayaacıların devletin uygun gördüğü bir memur sıfatını aldıkları, aralarında bir yönetim kurulu seçerek ticari emtiaların, pay senetlerinin ve tahvillerin alım satım işlemlerini gözetleyen bir sendika konumuna getirilmişlerdir. Anvers Borsası’na kabul edilecek pay senetleri ve tahvillerin belirlenmesinde hükümet özellikle de İç İşleri Bakanlığı yetkilendirilmiştir. Belçika Anayasası’nın verdiği serbestlikle 1867 yılında çıkartılan kanundaki sınırlayıcı maddeler daha sonraki yıllarda kaldırılarak, Anvers Borsası’nda hükümetin görevi sadece mubayaacılar tarafından düzenlenen ve yayınlanan resmi fiyat cetvelleri ve diğer işlemler üzerinde güvenliği sağlamak olarak belirlenmiştir. Anvers Belediyesi Anvers Borsa binasının sahibidir.

### 5.1.1.8. Brüksel Borsası

Brüksel Borsası, birkaç tacir tarafından yönetilirken, hükümet kararı ile 1801 yılında kurulmuştur. Brüksel Borsa yönetimi hükümetten sürekli para yardımı almış olmasına karşın, hükümetin taleplerini yerine getirmek hususunda oldukça isteksiz davranmıştır. Brüksel Borsası, 1820 yılında kendisine sadece bir ticaret şirketini binasında bir toplantı salonu temin edebilmiştir. Brüksel Borsası, 1862 yılına kadar faaliyetlerini sokakta, lokantada ya da kahvehanede gerçekleştirmiştir. 1867 yılında Belçika’da çıkartılan bir Kanun ile “Koruma Yöntemi”nden “Serbestlik Yöntemi”ne geçilerek, borsa faaliyetleri devletin kontrolünden

çıkartılmış ve herkesin bir borsa açarak ticari işlem yapması serbest bırakılmıştır. Çıkartılan Kanun'un 61. Maddesi çerçevesinde; tacirlerin, gemi kaptanlarının, telal ve sarrafların toplantılarının herkese açık olacağı hükme başlanmıştır. Bu hükümlerle, devletin Brüksel Borsası'ndaki görevi sadece yapılan toplantıların tamamında güvenliği sağlamak olarak belirlenmiştir. Brüksel Borsası, 1891 yılına kadar etkinliği ve önemi olmayan bir borsa olup, veraset vergilerini belirlemek amacıyla yalnızca ayda bir pay senetleri ve tahvillerin fiyatlarını belirlemeye ilişkin faaliyetleri gerçekleştirmekteydi. 1891 yılında ise yeni bir Kanun çıkartılarak, modern borsacılık anlayışına geçiş sağlanmıştır. 1902 yılında Brüksel Borsa Komisyonu'nun yayınladığı bir yönetmelik ile Brüksel Borsa'nın içişleri düzenlenmiştir.

#### **5.1.1.9. Sen Petersburg Borsası**

Sen Petersburg Borsası, hükümet merkezinde ve diğer illerde oturanlar tacirleri ve yabancı tacirleri belli bir merkezde toplayarak, tacirler arasındaki bağlantının ve iletişimin güçlendirmek amacıyla İmparator Büyük Petro'nun emri ve Amsterdam Borsası'nın düzenlemeleri temel alınarak 1703 yılında kurulmuştur. Sen Petersburg Borsası'nda oluşan fiyatlar sadece yarı resmi nitelik taşımaktaydı. Sen Petersburg Borsası'da 1717 yılında devletle ilgili faaliyetleri sürdürmek üzere İmparator'un verdiği "Ukaz" buyruğu ile saraydan bir mubayaacı görevlendirilmiştir. 1800 yılında borsa ile ilgili düzenlemelerde değişikliğe gidilmiş ve Sen Petersburg Borsası 19. Yüzyıl'da Maliye Bakanlığı'na bağlanmıştır. 1816 yılında yeni borsa binası yapılmış ve Sen Petersburg Borsa Komitesi kurulmuştur. 1817 yılında Sen Petersburg Borsası devlet kontrolü altına alınmıştır. 1832 yılına Sen Petersburg Borsa Başkanı Meissner tarafından yazılan devletçe onaylanan bir kanun ile Sen Petersburg Borsası yeniden kurulmuş ve 1845-1859 yılları arasında borsada belirlenen resmi fiyat cetvelleri bir mubayaacı tarafından *hafta iki defa* yayınlanmıştır. 1900 yılında eşya ve emtia borsası pay senedi ve tahvil borsasından ayrılmıştır.

#### **5.1.1.10. Budapeşte Borsası**

Budapeşte Borsası, 1854 yılında Macar Loyd Şirketi tarafından Macaristan'daki buğday alım satım işlemlerinin kurallar çerçevesinde düzenli bir şekilde faaliyetlerine devam etmesi amacıyla kurulmuştur. 1860 yılında Peşte Ticaret Odası'nın başvurusu ile ticari emtianın dışında menkul kıymetlerin özellikle Macaristan'daki şirketleri tarafından çıkartılmış pay senetleri ve tahvillerin işlem gördüğü bir borsa olarak faaliyetlerine devam

etmeye başlamıştır. 1864 yılında çıkarılan resmi tüzük ile Budapeşte Borsası resmi olarak kurulmuştur.

### **5.1.2. Türkiye’de Borsaların Gelişimi - Borsası İstanbul**

Bizans ve Doğu Roma dönemlerinde İstanbul (*Constantinople*)’da ticaret Venedikli ve Cenevizli tacirlerin elindeyken, 1453’de İstanbul’un Osmanlı Devleti tarafından fethinden sonra Venedikli ve Cenevizli tacirler İtalya’ya giderek ticari faaliyetlerini orada sürdürmeye başlamışlardır. Osmanlıların İstanbul’u fethinden sonra ticari faaliyetler azınlıklar tarafından yürütülmeye devam etmiştir.

Osmanlı döneminde ekonomik geleneklerle faaliyet gösteren ve mesleki dayanışma oluşturmuş esnaf loncalarından sonra ancak Tazminat Dönemi sonrasında borsa işlemlerinin yapıldığı bir borsa kurum olarak faaliyete geçirilmiştir. Osmanlı devletinin son yüzyıl içindeki ekonomik yapısı, Avrupa ülkeleri ile olan ticari ilişkilerinin yetersiz kalması ve özellikleri ticari ilişkilerinin azınlıklar tarafından yürütülüyor olmasından dolayı o dönemde ticari faaliyetlerin icrasında hangi kıymetli evraklarla işlemlerin gerçekleştirildiğine dair yeterli bilgi ve belge bulunamamaktadır.

Osmanlı Devleti’nin XVI. ve XVII. Yüzyıllarda kendi ihtiyaçlarını kendi kaynakları ile sağlayabiliyor olmaları dolayısıyla yeterli sayıda ve kalitede esnaflar ve sanatkarlar yetiştirilmiş ve bu kişiler İstanbul’da ve diğer şehirlerde “*Lonca*” adı altında çok sayıda esnaf ve sanatkar derneklerini kurmuşlardır. Osmanlı döneminde yazılı düzenlemeleri bulunmayan esnaf ve sanatkar loncaları, düzenli aralıklarla bir araya gelerek mesleki sorunlarını çözme yollarını aramışlar ve özellikle ticaretten ziyade sanayi alanında gelişme kaydedebilmenin çabası içinde olmuşlardır.

İstanbul’un fethinin ardından sadece Venedikli ve Cenevizli tacirler değil, o dönemde İstanbul’da yaşayan fen adamları ve çok sayıda alanda uzman olan kişiler de Avrupa’ya göç ederek, Avrupa’da “Rönesans Dönemi”nin yaşanmasına ve ekonomik alanda büyük gelişmelerin yaşamasına ön ayak olmuşlardır. Ancak, Osmanlı Devleti, Avrupa’da yaşanan bu gelişmelere ayak uyduramamış ve ülkenin iktisadi, sanayi, eğitim gibi birçok alanda gelişmemesine neden olmuştur. Osmanlı Devleti’nin dünyada yaşanan tüm gelişmelere kapalı olması ülkenin iktisadi açıdan gerilemesine yol açmıştır. İktisadi gerileme, birçok sorunu da beraberinde getirmiştir.

XIX. Yüzyılda Avrupa’da yaşanan “*Sanayi Devrimi*” ile birlikte anonim şirketlerin sayısı artarken, bu şirketler Avrupa’da birçok gelişmenin yaşanmasına destek olmuştur. Bu yüzyılda Osmanlı Devleti’nin sanayi devrimden uzak kalmasına karşın, azınlıkların batı kültürünün etkisiyle oluşan Türk – Müslüman elit tabakası, Osmanlıda yaşayan azınlıklar ve Levantenler bu gelişmeleri yakından takip etmişlerdir. Bu kişilerin Avrupa’da yaşanan gelişmeleri yakından takibi beraberinde sanayi devrimiyle gelişen ve sayıları artan anonim şirketlerin çıkarttığı menkul kıymetlere olan ilgilerini de arttırarak, borsa işlemlerini yapmalarına neden olmuştur. O dönemde Osmanlı’da pay senedi ve tahvil ihraç edecek şirketlerin bulunmaması sebebiyle yurt dışındaki şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin alım satımını gerçekleştirmişlerdir. O dönemde azınlıkların yurt dışına giriş çıkışlarının kolay olması, vergi avantajları elde etmiş olmaları, paranın altın olması ve kambiyo kontrolünün bulunmaması nedeniyle azınlıklar hem ticari alanda gelişme göstererek varlıklarını büyütmüşler hem de ülkede menkul kıymet işlemlerini yapmaya ve bu işlemlerden elde ettikleri gelirlerini arttırmaya devam etmişler. Böylece, Osmanlı’daki azınlık nüfus Osmanlı ticaret hayatında ve borsa işlemlerinde önemli bir yer teşkil etmişlerdir. O dönemde faaliyet gösteren azınlık bankerler ve azınlık tacirler, telgraf hatlarını kurarak Osmanlı’da borsa faaliyetlerinin gelişmesine katkı sağlamışlardır.

1854 Kırım Savaşı sırasında Osmanlı Devleti’nin yapmış olduğu borçlanmaya ait tahvillerin el değiştirmesi, Osmanlı’da borsa işlemlerinin kurumsal olarak başlama zarureti ortaya çıkartmıştır. Borsa işlemlerine ilişkin bu gereksinim 1864 yılında Galata Bankerlerinin bir dernek kurmasına yol açmıştır. Galata Bankerleri ilk olarak borsa işlemlerini Havyar Han’da yapmaya başlamışlar sonrasında faaliyetlerine Komisyon Han’da devam etmişlerdir.

Yabancı devletlerin desteği ve 1866 yılında düzenlenen bu tüzükle ile ilk resmi borsa *Dersaadet Tahvilat Borsası* adıyla faaliyete başlatılmıştır. Bu borsanın sistemi, Fransız borsa sistemi ile uyumlu bir yapıda oluşturulmuştur. *Dersaadet Tahvilat Borsası*’nın denetimi için Maliye Nezareti’nin atadığı bir komiser ve yönetim komitesi için 20 kişi görevlendirilmiştir. Borsada alım satım işlemlerinin gerçekleştirilmesi için mubayaacılar (Dealers), simsarlar (*brokers*), uzmanlar (*cobers*) yetkilendirilmiştir. II. Meşrutiyet’in ilanına kadar *Dersaadet Tahvilat Borsası*’na devlet tahvilleri, Düyun-u Umumiye Senetleri, Konsolidler ile İstanbul, İzmir, Selanik ve Beyrut’ta kurulmuş yabancı şirketlerin menkul kıymetleri, Panama, Süveyş kanallarının tahvil ve pay senetleri gibi tümüyle yabancı şirketlere ait menkul kıymetler kayıt altına alınmıştır. II. Meşrutiyet’ten sonra az sayıda da olsa yerli şirketlerin menkul kıymetleri

işlem görmeye başlamıştır. Özellikle, demiryolu, madenler, elektrik, havagazı, tramvay şirketleri ve diğer imtiyazlı şirketler *Dersaadet Tahvilat Borsası*'nın ilk yerli menkul kıymetlerini olarak kayıt altına alınmışlardır.

O dönemde menkul kıymet işlemleri ülke genelinde yaygın olarak yapılmadığı için bu işlemler sadece ticaretin merkezi sayılan İstanbul'la sınırlı kalmıştır. Ülkede kurumsal bir yapı altında çalışmak istemeyen sarraflar, uzun süre esnaf derneği şeklinde örgütlenmemiş sadece denetimden uzak ve kendilerine özgü yapısı olan piyasa koşullarında çalışmışlardır. 1873 yılında çıkartılan "*İstanbul Esham Borsası Talimatı*" ve 1886 yılında çıkartılan "*Borsa Talimatnamesi*" ile İstanbul Borsası kurumsal yapısını güçlendirmiştir.

1873 yılında yürürlüğe koyulan *İstanbul Esham Borsası Talimatı* ile *Dersaadet Tahvilat Borsası* Maliye Bakanlığı'nın denetimi altında bir hükümet komiserinin yönetiminde işlem yapmaya devam etmiştir. 1894 yılında ilave bir düzenleme yapılarak, İstanbul mubayaacıları borsada kayıtlı olmayan bazı menkul kıymetler üzerinden vadeli işlem yapmak için "Kulis" kurma çabasını göstermişler ve vadeli işlemlerle ilgili piyasa'nın örgütlenmesi tamamlanarak, faaliyete geçirilmiştir. Ancak, o dönemde Güney Afrika Madenleri'ne ilişkin sorunların ortaya çıkmasıyla birlikte vadeli işlem piyasa'nın ömrü birkaç ayla sınırlı kalmış ardından bu piyasa kapatılmıştır.

*Dersaadet Tahvilat Borsası* 1895 yılında işlem hacmiyle Avrupa'nın sayılı borsaları arasına girmeyi başarmıştır. *Dersaadet Tahvilat Borsası*'nda yapılan hileli borsa oyunları, Mahmut Nedim Paşa döneminde bazı devlet tahvillerinin kupon bedellerinin yarı yarıya tenzili, Altın Şirketi olayı gibi skandalları dolayısıyla borsa itibar kaybetmiştir. Borsada yaşanan olumsuz gelişmelerin engellenmesi için yeni düzenlemeler yapılmış, yabancı borsaya üye olması yasaklanmış ve borsanın adı değiştirilerek *Esham ve Tahvilat Borsası* olmuştur.

1895 yılında bir banka müdürünün Güney Afrika'da altın madeni bulduğunu ve bu madeni işletmek üzere İstanbul'da şirket kurulmasının uygun olacağını bildiren asılsız haber üzerine kuralan şirketin pay senetlerinin büyük bir bölümü Osmanlı leventleri tarafından satın alınmıştır. Ancak, kurulan şirketin değersiz olduğu anlaşıldığında yatırımcılarının büyük zarar ettiği, bunun üzerine de borsacıların hükümeti zorlayarak Ekim 1895'de düzenlenen bir tüzüğü "*Takvim-i Vaka-i (Resmi Gazete)*"de yayınlatarak, "*Moratoryum*" ilan ettirdikleri ve bu yüzden borsa *dört ay* sonra kapatılmıştır. Ardından, Balkan Savaşı ile I. Dünya Savaşı'nın yaşanması üzere Osmanlı Devleti parçalanmış olması, sanayileşmiş ve gelişmiş ülkelerin

Osmanlı topraklarından ayrılmış olması, azınlıklar mübadeleye tabi tutulmuş olması, lenvanterlerin göçü ve tüm ülkenin genelinde ağır koşulların hüküm sürmesi dolayısıyla *Esham ve Tahvilat Borsası* kapatılmıştır.

I. Dünya Savaşı'nın ardından Osmanlı Devleti dağılmış ve çok ağır koşullar altında Türkiye Cumhuriyeti Devleti kurulmuştur. Yeni devletin kurulmasının ardından borsa işlemlerinin tekrardan yapılabilmesi için 1929 yılında 1447 sayılı Kanun ve bu Kanun'a istinaden çıkarılan Nizamname ile *Esham ve Tahvilat Borsası'nın* devamı sayılabilecek ilk Cumhuriyet Borsası *İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası* adı ile kurulmuştur.

Cumhuriyet Borsası, Osmanlı Borsası olan *Esham ve Tahvilat Borsası* gibi Fransız borsa sistemine uyumlu bir borsa sistemi geliştirilerek, tekrardan düzenlenmiş ve Maliye Bakanlığı tarafından tayin edilen belli sayıdaki borsa acentaları vasıtasıyla borsa işlemleri yapılmaya başlanmıştır. Ancak, Cumhuriyet Borsası'nda borsa işlemlerini gerçekleştirmek üzere coberlik (uzman) müessesinin düzenlemeler kapsamına alınmasıyla birlikte, uygulanan borsa sistemi İngiliz – Fransız karması bir çalışma sistemine dönüştürülmüştür. Daha sonraları ise borsanın başına bir komiser atanmasıyla birlikte, uygulanan borsa sistemi İngiliz – Fransız – Alman karması çalışma sistemine sahip olmuştur.

1939 yılında *Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'nun* yürürlüğe koyulmasıyla birlikte getirilen kambiyo kontrolü, özellikle yabancı şirketlerin menkul kıymetleri üzerinde ve Türk parasına ile işlem yapılan *İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası*'na büyük zarar vermiştir. 1938 yılında alınan bir kararla *İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası* ülkenin başkenti olan Ankara'ya taşınmıştır. Borsanın Ankara taşınması ve bu şehrin sanayileşmemiş, ticaret merkezinden çok uzak ve gelişimini tamamlamamış olması gibi sebeplerle 1941 yılında borsa tekrardan İstanbul'a taşınması kararı alınmıştır.

1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu (SPKA)'nın çıkarılıp yürürlüğe koyulmasıyla *İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası faaliyetleri yeniden düzenlenerek, modern borsacılık anlayışı çerçevesinde yeni çeşitli tedbirler alınmıştır. Alınan tedbirlerin başında 6 ekim 1983 tarihinde çıkarılan 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Kanun Hükmünde Kararname ve Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışmaları Hakkında Yönetmelik* ile 1447 sayılı *Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları*

*Kanunu* kaldırılmıştır. 31 Ekim 1985 tarihinde borsa genel kurulunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği kabul edilmiştir.

1985 yılı Mart ayında Borsa Başkanlığı'na Muharrem KARSLI atanmış ve Aralık ayında borsa *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)* adıyla açılmıştır ve 3 Ocak 1986 tarihinde borsada alım satım işlemleri başlamıştır. 1987 yılı Ekim ayında haftalık olarak hesaplanan Borsa endeksleri artık günlük olarak hesaplanmaya başlanmış ve Kasım ayında borsa Karaköy'deki yeni binaya taşınarak, borsadaki işlemler pano sistemine geçilmiştir. 1989 yılı Temmuz ayında Takas ve Saklama Merkezi kurulmuş ve Ağustos ayında yabancı yatırımcılara Türkiye'deki her türlü menkul kıymete yatırım yapma ve karlarını transfer etme hakkının tanındığı 32 sayılı Karar yayımlanmıştır.

1990 yılının Mart ayında İMKB Başkanlığı'na Yaman TÖRÜNER'in atanmıştır. Haziran 1991'de Tahvil ve Bono Piyasası kurularak, Kesin Alım-Satım Pazarı'nda alım satım işlemlerine başlanmıştır.

1992 yılı Ocak ayında Takas ve Saklama Merkezi ayrı bir şirkete dönüştürülmüştür; Şubat ayında borsa kotundaki özel sektör tahvilleri ve gelir ortaklığı senetleri tahvil ve bono piyasası - kesin alım-satım pazarı'nda işlem görmeye başlamıştır. Ekim ayında ise İMKB, *Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)*'nin tam üyeliğine kabul edilmiştir.

1993 yılı Ocak ayında *rüçhan hakkı kupon pazarı ve yeni hisse pazarı* kurulmuştur; Şubat ayında *tahvil ve bono piyasası - repo-ter repo pazarı* faaliyete geçirilmiştir. Ekim ayında US Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından İMKB yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak kabul edilmiştir. Aralık ayında 50 şirketle bilgisayarlı alım-satım sistemine başlanmıştır.

1994 yılı Nisan ayında Borsa Başkanlığı'na Tuncay ARTUN'un atanmıştır. Temmuz ayında borsada seans ayısı ikiye çıkartılarak Birinci Seans 10:00-12:00, İkinci Seans 14:00-16:00 saatlerinde olmak üzere, günlük işlem süresini toplam dört saate ve takas süresi iki güne (T+2) çıkarılmıştır. Kasım ayında da pay senetlerinin tamamı için bilgisayar ortamında alım satım işlemine başlanmıştır.

1995 yılı Ocak ayında bölgesel pazarlar ve toptan satışlar pazarı oluşturulmuş, Mart ayında İMKB Takas ve Saklama A.Ş. tarafından müşteri bazında saklama hizmeti verilmeye başlanmıştır. Nisan ayında yeni şirketler pazarı faaliyete geçirilmiştir. Mayıs ayında İMKB İstinye'deki yeni binasına taşınmıştır; Avrasya Borsalar Birliği (FEAS) İMKB Başkanlığı'nda

12 üye ile birlikte kurulmuştur; İMKB, Japon Aracı Kurumlar Birliği (JSDA) tarafından yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak tanınmıştır. Temmuz ayında ise İMKB Takas ve Saklama A.Ş. banka statüsüne geçirilmiştir.

1996 yılı Ocak ayında Tahvil ve Bono Piyasası Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) Endeksleri hesaplanmaya başlanmıştır. Eylül ayında Takasbank bünyesinde ödünç menkul kıymet ve menkul kıymet kredi işlemlerine başlanmıştır; İMKB para piyasası kurulmuştur. Aralık ayında uluslararası pazar kapsamında uluslararası tahvil ve bono piyasası kurulmuştur.

1997 yılı Ocak ayında mevcut endekslerin isimleri değiştirilmiş; endeks değerinden iki sıfır atılmış ve yeni endeksler hesaplanmaya başlanmıştır. Şubat ayında uluslararası pazar bünyesinde kurulan uluslararası tahvil ve bono piyasasında TC. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yurtdışında satılmak üzere çıkarılan 40 adet uluslararası tahvil koteye alınmış ve İMKB’de işlemlerine başlanmıştır. Temmuz ayında ise uluslararası pazar bünyesinde depo sertifikaları piyasası kurulmuş ve Ekim ayında İMKB Borsa Başkanlığı’na Osman BİRSEN atanmıştır.

1999 yılı Ocak ayında İMKB100 endeksi EUR bazlı olarak hesaplanmaya başlanmıştır. Mayıs ayında müşteri ismine saklama sistemi uygulanmaya başlanmıştır; Elektronik Rapor Dağıtımı (ERD) projesi kapsamında pay senetleri piyasası ile tahvil ve bono piyasasında gerçekleşen işlemlere ait dökümlerin internet vasıtasıyla üye ofislere elektronik ortamda iletmeye başlanmıştır; Temmuz ayında tahvil ve bono piyasasına Uzaktan Erişim Projesi kapsamında tahvil ve bono piyasası yeni alım-satım sistemi yazılımı devreye sokulmuştur.

2000 yılı Mayıs ayında İMKB, Kırgız Borsası’nın sermayesine % 27,4 iştirak oranında ortak olmuştur. Mayıs ayında DİBS piyasa yapıcılığı sistemine geçilmiştir. Haziran ayında İMKB, Bakü Borsası’na % 5,26 iştirak oranı ile diğer ortaklar ile eş oranda ortak olmuştur. Temmuz ayında pay senetleri piyasası *Uzaktan Erişim Projesi* çerçevesinde, üye merkez ofislerine yerleştirilen uzaktan erişim terminaleri aracılığıyla üyelerin merkez ofislerinden İMKB pay senedi alım satım sistemine emir iletimine başlanmıştır.

Aralık 2001’de pay senetleri piyasası Uzaktan Erişim Projesi bünyesinde kademeli olarak Ex-API sistemine geçilmiştir. Ağustos 2002’de kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmemesi ve sağlıklı bir piyasa oluşturulmasını engelleyen belirsizliklerin oluşması dolayısıyla, işlem sıraları kapatılan pay senetlerinin, SPK’nun ilgili düzenlemesine istinaden



İMKB dışında işlem görmeye başlamıştır. Mart 2003'de pay piyasasında tüm seanslar süresince tüm pay senetlerinde emir girişlerine hesap numarası giriş zorunluluğu getirilmiş ve pay piyasasında bölgesel pazarın adı ikinci ulusal pazar, yeni şirketler pazarının *yeni* adı *ekonomi pazarı* olarak değiştirilmiştir. Kasım 2004'de katılma belgelerinin organize ve şeffaf bir piyasada işlem görmesini sağlamak için borsa yatırım fonu pazarı kurulmuştur. 2005 yılı Ocak ayında pay piyasası - fon pazarında borsa yatırım fonları işlem görmeye başlamıştır. Şubat ayında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. 2006 yılı Şubat ayında yabancı menkul kıymetler piyasası müdürlüğü kurulmuş ve 27 Aralık 2006 tarihi itibarıyla, Uluslararası pazar ile alt piyasaları olan depo sertifikaları piyasası ve uluslararası tahvil-bono piyasası kapatılmıştır.

2007 yılı Şubat ayında pay piyasasında açılış seansı uygulaması başlanmıştır. Nisan ayında İMKB yabancı menkul kıymetler piyasası bünyesinde uluslararası tahvil pazarının, TC. Hazinesi tarafından ihraç edilmiş ve 16 Nisan'da Borsa kotunda bulunan Euro-Tahviller faaliyete geçirilmiştir. Ağustos ayında İMKB kurumsal yönetim endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Eylül ayında Pay Piyasası seans kapanış saati 17:00'e kadar uzatılmıştır. Kasım ayında Borsa Başkanlığı'na Hüseyin ERKAN atanmıştır.

Ekim 2008'de Borsa Başkanı Hüseyin ERKAN Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) Çalışma Komitesi Başkanlığı ve Yönetim Kurulu üyeliğine seçilmiştir.

2009 yılı Şubat ayında şehir endeksleri dokuz il için hesaplanmaya başlanmıştır. Mart ayında gelişen işletmeler piyasası müdürlüğü kurulmuştur. Mayıs ayında KAP devreye alınmıştır. Ağustos ayında gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem görmesini sağlamak amacıyla *İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği* yayınlanmıştır.

2010 yılı Mayıs-Aralık döneminde halka arz seferberliği başlatılmıştır. Temmuz ayında pay piyasasında piyasa yapıcılı sürekli müzayede işlem yöntemi uygulaması başlatılmıştır. Ekim-Kasım döneminde pay piyasasında pay senetlerinin A, B, C Grubu sınıflandırması, emir iptalinin koşulsuz serbest bırakılması, fiyat adımlarının küçültülmesi uygulamaları başlatılmış, tahvil ve bono piyasasında nitelikli yatırımcıya ihraç pazarı ve menkul kıymet tercihli repo pazarı kurulmuştur.

2011 yılı Ocak ayında borsada *Otomatik Seans Durdurma Sistemi* devreye alınmış ve bankalararası repo-ters repo pazarı kurulmuştur. Nisan ayında İMKB birincil piyasada ilk

halka arzlarda ‘Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi’ ve ‘Değişken Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi’ olmak üzere iki yeni işlem yöntemi borsa uygulamaları arasına alınmıştır. Temmuz ayında *temettü endeksleri* hesaplanmaya başlanmıştır.

2012 yılı Ocak ayında İMKB Başkanlığı'na Dr. Mustafa İbrahim Turhan atanmıştır. Mart ayında borsada finansal bilgilendirme platformu - bilinçli yatırımcı portalı faaliyete geçirilmiştir. Mayıs ayında halka arz endeksi hesaplanmaya başlanmış ve İMKB serbest işlem platformunda işlemlere başlanmıştır. Eylül ayında ilk olarak iskontolu ve turbo sertifikalar işlem görmeye başlamıştır. Ekim ayında piyasalararası Gözetim Grubu (ISG)'na İMKB'nin üyeliği kabul edilmiş ve WFE yönetim kurulu üyeliğine tekrardan İMKB seçilmiştir. Aralık ayında pay senedi repo pazarı ve vadeli işlem ve opsiyon piyasası (VİOP)'nda işlem yapılmaya başlanmıştır.

2013 yılı Ocak ayında Japan Exchange Group ile mutabakat zaptı imzalanmıştır. Şubat ayında BIST aracı kurumlar endeksi, BİST inşaat endeksi ve BİST madencilik endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Nisan ayında BİST esas sözleşmesinin ticaret siciline tescil edilmesiyle, İMKB ve İstanbul Altın Borsası'nın tüzel kişilikleri sona erdirilerek Borsa İstanbul AŞ. (BİST) çatısı altında birleştirilmiştir; Endeks adlarında yer alan İMKB kısaltması BİST olarak değiştirilmiştir; pay piyasası birinci seansı başlangıcı 15 dakika öne çekilerek saat 9.15'e alınmıştır; BİST'de işlem gören yabancı şirket sayısının artırılması için *Listing İstanbul Programı'nın* Lansman ve imza töreni gerçekleştirilmiştir. Mayıs ayında BİST100 endeksi 93.178,87 puan ile tarihi zirveye ulaşmıştır; BİST ve Tiran Borsası ile mutabakat zaptı imzalanmıştır. Temmuz ayında BİST ve NASDAQ OMX arasında mutabakat zaptı imzalanmıştır. Ayıca; BIST, Saraybosna Borsası (SASE) piyasa verilerinin yurt içinde ve yurt dışında satış ve dağıtım yetkisini alınmıştır. Ağustos ayında Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ) ile BIST - İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) alım satım platformları birleştirilmiştir; Türkiye'deki tüm vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri aynı platform altında VİOP'ta işlem görmeye başlamıştır. Eylül ayında International Islamic Financial Market (IIFM) ile mutabakat zaptı imzalanmıştır; Pay piyasasında 7.410.103.150-TL ile günlük işlem hacmi rekoru kırılmıştır; BIST - Finans ve Ekonomi Konferansı (BIFEC)'nin ilki BİST'de yapılmıştır; Ekim ayında pay piyasası alım satım sistemine ExAPI terminallerinin yanısıra FIX uygulaması ile emir iletimine başlanmıştır; BİST ile Ethical Investment Research Services Limited (EIRIS) şirketi arasında BIST sürdürülebilirlik endeksinin hesaplanması için bir işbirliği anlaşması imzalanmıştır; Dünya Bankası ile Hazine

Müsteşarlığı arasındaki işbirliği sonucunda Dünya Bankası Küresel İslami Finans Geliştirme Merkezi Borsa İstanbul yerleşkesinde hizmete açılmıştır. Aralık ayında BİST - KOBİ Sanayi endeksi hesaplanmaya başlanmıştır; Borsa İstanbul, Karadağ Borsası'nın sermayesinde %24,38 oranında pay sahibi olmuştur; Karacı Borsası ile mutabakat zaptı imzalanmıştır; VOB-VİOP Birleşmesi sonrası 3.239.319.521-TL ile VİOP'ta işlem hacmi rekoru kırılmıştır; BİST ve NASDAQ OMX arasında stratejik ortaklık anlaşması imzalanmıştır.

2014 yılı Ocak ayında Saraybosna Borsası (SASE) piyasa verileri eş zamanlı olarak BIST üzerinden dağıtmaya başlanmıştır; BİST ve NASDAQ arasında stratejik işbirliği anlaşması imzalanmıştır. Şubat ayında KAP'ın işletimi MKK'ye devredilmiştir. Mart ayında VİOP'ta işlem gören pay opsiyon sözleşmelerinin opsiyon tipi, Amerikan tipinden Avrupa tipine çevrilmiştir. Nisan ayında birincil veri merkezi ve Datawall hizmet vermeye başlamıştır. Mayıs ayında VİOP'ta USD ve TRY Opsiyon Sözleşmeleri işleme açılmıştır. Haziran ayında BİST ve Dünya Elmas Damgası Derneği (WDMF) arasında Dünya Elmas Damgası programlarının Türkiye'de uygulanmasına ilişkin bir mutabakat zaptı imzalanmıştır. Temmuz ayında pay piyasası üyelerinin EXAPI emir iletim kanalından FIXAPI kanalına geçiş çalışmaları tamamlanmış ve Katılım 50 ve Katılım Model Portföy Endeksleri hesaplanmaya başlanmıştır. Ağustos ayında VİOP'ta pay ve endeks sözleşmeleri dışındaki tüm sözleşmelerde ögle arası uygulamasına son verilmiş ve Borçlanma Araçları Piyasası'nda özel sektör borçlanma araçları piyasa yapıcılığı sistemi kurulmuştur. Eylül ayında BIST ve Kazakistan Borsası arasında stratejik ortaklık anlaşması imzalanmıştır; VİOP'da mini endeks opsiyon sözleşmeleri işleme açılmıştır; BİST- MKK ve Takasbank'ı tek çatı altında bir araya getirecek Borsa İstanbul Finans ve Teknoloji Yerleşkesi'nin temeli atılmıştır. Ekim ayında kıymetli madenler ve kıymetli taşlar piyasası, Kuyumcukent'e taşınmış; *BIST AŞ. Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği* ile *Borsa İstanbul A.Ş. Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar ile İlgili Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği* 19 Eylül 2014 tarihli ve 29150 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Kasım ayında BIST30 kapsamında yer alan ve kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst seviyede olan şirketlerin yer aldığı *BIST Sürdürülebilirlik Endeksi* hesaplanmaya başlanmıştır; BIST AŞ.'nin Hazine mülkiyetinde bulunan (B) Grubu paylarının, BIST AŞ. sermayesinin %42,75'ini aşmamak koşuluyla 31 Aralık 2015 tarihine kadar halka arz edilmesine ilişkin 2014/6747 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, 14/11/2014 tarihli ve 29175 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır; dünyada bir borsa tarafından geliştirilen ilk üyelik bazlı özel pazar platformu BIST- özel

pazar faaliyete geçirilmiştir; Aralık ayında Saraybosna Borsası SASX10 Endeksi vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır; VİOP'da USD-TRY vadeli işlem sözleşmelerinde işlem hacmi rekoru 474,8 Milyon TL ile günlük girilen toplam emir sayısı rekoru ise 265.405 adet ile kırılmıştır; MKK ve Takasbank verilerinin BİST üzerinden dağıtımını hüküm altına alan sözleşme, BIST, MKK ve Takasbank arasında imzalanmıştır; BIST ve Londra Borsası (LSE) arasında BIST30 endeksine ve pay senetlerine dayalı vadeli işlem ve opsiyon ürünlerinin Londra Borsası'nda yatırımcılara sunulabilmesine ve Londra Borsası iştiraki olan takas kuruluşu London Clearing House'un (LCH.Clearnet) bu ürünlere ilişkin işlemlerde merkezi karşı taraf işlevini üstlenmesine yönelik mutabakat zaptı imzalanmıştır.

2015 yılı Ocak ayında BİST - VİOP'da gelir paylaşımına dayalı piyasa yapıcılık uygulamasına geçilmiştir; BIST ve Boğaziçi Üniversitesi ortaklığı ile Finans Teknopark Anonim Şirketi kurulmuştur; BİST, Londra Borsası ile türev ürünler ve BİST endeksleri ortaklığı anlaşmaları imzalanmış, ve Saraybosna Borsası'ndaki BİST'in payı % 9,89'a yükseltilmiştir. Şubat ayında yeni kotasyon ücret tarifesi yürürlüğe girmiş ve BİST - özel pazar platformunda ilk ortaklık anlaşması yapılmıştır. Mart ayında kurucu üyeler tarafından Sürdürülebilirlik Platformu Bildirgesi imzalanmıştır; BİST ve Londra Metal Borsası (LME) arasında iki anlaşma imzalanmış ve bu kapsamda, Londra Metal Borsası takas kuruluşu BIST'in %2,04 oranındaki payı LCH. Clearnet tarafından alınmıştır; BİST'te LME ve LME'nin ana şirketinin payını alması hakkında mutabakat sağlanmıştır; BİST'in teknolojik dönüşümü sağlanarak yenilenmiş pay piyasası işlem salonu devreye alınmıştır. Nisan ayında MKK ve Takasbank verilerinin BİST üzerinden lisanslanmasına ve dağıtımına başlanmıştır; Çelik Hurda Vadeli İşlem Sözleşmeleri işleme açılmıştır; BİST'de işlem gören Türkiye İş Bankası A.Ş. ve İştiraki şirketlerin pay senetlerinin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi için İş Portföy Yönetimi - İş Bankası iştirakleri endeksi hesaplanmaya başlanmıştır; BİST ve Pakistan Karaçi Borsası arasında veri dağıtım sözleşmesi imzalanmıştır; Belçika ve Türkiye arasındaki elmas ticaretini geliştirmek amacıyla BIST, Antwerp Dünya Elmas Merkezi ve JTR Mücevher İhracatçıları Birliği arasında mutabakat zaptı imzalanmıştır. Mayıs ayında BİST- VİOP'da ilk Dayanak Varlığı, Borsa Yatırım Fonu (BYF) olan ilk vadeli işlem sözleşmesi, FBIST - BYF Vadeli İşlem Sözleşmeleri işleme açılmıştır. Haziran ayında BİST ve İstanbul Teknik Üniversitesi ortaklığı ile BİST - İTÜ Teknoloji Anonim Şirketi kurulmuştur. Temmuz ayında Karadağ Borsası (MNSE) verilerinin BİST üzerinden dağıtımına başlanmıştır; Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) ile

yapılan iş birliği kapsamında KYD Endeksleri, BİST tarafından BIST-KYD Endeksleri hesaplanmaya başlanmıştır; sermaye piyasası araçları işlem görsün ya da görmesin tüm şirketler ve diğer kurumlar BIST’de *Gong Töreni* düzenleyebilme imkânına sahip olmuştur. Ağustos ayında BIST tarihsel verilerinin ve gün sonu dosyalarının online olarak satışının yapıldığı [datastore.borsaistanbul.com](http://datastore.borsaistanbul.com) web sitesi devreye alınmıştır; BİST ve Pakistan Emtia Borsası (PMEX) arasında mutabakat zaptı imzalanmıştır; BİST ve Katar Borsası arasında mutabakat zaptı imzalanmıştır. Eylül ayında BİST Kolokasyon alanı için reserve edilen 30 kabinetin satışı tamamlanmıştır; BİST30 Endeksine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri Londra Borsası’nda türev piyasası işlem görmeye başlamıştır; BİST ile Bosna Bank International arasında mutabakat zaptı imzalanmıştır. Ekim ayında Makedonya Borsası (MSE) verilerinin BİST üzerinden dağıtılması için MSE ile sözleşme imzalanmıştır; BİST ve Dalian Emtia Borsası (DCE) ve BİST ve Tahran Borsası arasında mutabakat zaptı imzalanmıştır. Kasım ayında BIST Sürdürülebilirlik Endeksi, BİST50 kapsamında yer alan şirketlerden seçilen 29 şirketten oluşan yeni liste ile hesaplanmaya başlanmıştır; BİST ve Beyaz Rusya Cumhuriyeti Kalkınma Bankası arasında mutabakat zaptı imzalanmıştır; BİST’in Teknoloji ve Dönüşüm Programı’nın ilk aşaması olarak pay piyasası işlem sistemi, veri yayın sistemi, gözetim sistemi, endeks hesaplama sistemi, takas ve saklama sistemi ile operasyonel veri tabanları ve raporlama altyapısı tamamen yenilenerek BISTECH platformu üzerinde devreye alınmıştır; pay piyasası ve pazarları yeniden düzenlenerek ve yeni kotasyon yönergesi yürürlüğe koyulmuştur. Aralık ayında BİST olağanüstü genel kurul toplantısında gerçekleştirilmiş ve BİST ve Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) stratejik ortaklık anlaşması imzalanarak, EBRD, Borsa İstanbul’da %10 oranında pay sahibi olmuştur.

## 5.2. DÜNYADA'KI TEZGÂH-ÜSTÜ PAY PİYASALARI

Hukuki ve idari hiçbir kuralı bulunmayan, fiziki ve resmi bir mekana sahip olmayan işlemlerine örgütlenmiş piyasaların dışında devam eden, ilgili kurum ve kuruluşların denetim ve gözetiminden uzak olan pazarlara “Örgütlenmemiş Pazarlar veya Tezgah Üstü Pazarlar (*Over-The Counter Markets-OTC*)” olarak tanımlanmaktadır.<sup>93</sup> Tezgah üstü piyasa, düzenli bir borsa dışında gerçekleştirilen sermaye piyasası işlemlerine ilişkin tüm kuralların sadece taraflar arasında serbestçe belirlendiği bir piyasa olarak da ifade edilebilir. Tezgah üstü piyasada borsaya kote olmuş ya da olmayan sermaye piyasası araçları serbestçe işlem görmektedir. Tezgah-üstü piyasa, taraflara komisyon giderlerinden tasarruf etme, borsada işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarının işlem görmesi, vs. gibi çeşitli avantajları sağlayan organize olmayan bir piyasadır. Dünya genelinde tezgahüstü piyasalar incelendiğinde; borsaların kotasyon koşullarını karşılayamayan küçük ve orta ölçekli gelişmekte olan şirketlerin pay senetleri işlem görmektedir.

Dünyada işlem gören ve önemli işlem hacimlerine ulaşmış olan bazı tezgâhüstü pay piyasalarına ilişkin açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

### 5.2.1. Amerika Birleşik Devletleri – Tezgah-Üstü Pay Piyasaları

1934 tarihli Amerikan “Menkul Kıymet Borsaları Kanunu”nda aşırı talep gören pay senetlerindeki spekülasyon artışlarının dengelenmesi amacıyla halka açılacak şirketlerin New York Borsası (*New York Stock Exchange-NYSE*)’da ya da Amerikan Borsası (*The American Stock Exchange-AMEX*)’da kote edilmiş pay senetlerinin ilgili borsalarda işlem görebilmesi için kotasyon başvurusundan sonra 30 gün geçmesi hükme bağlanmıştır. Uygulanan bu hüküm sebebiyle, pay senetlerini ihraç eden şirketler bu 30 günlük süre içerisinde ilgili pay senetlerini tezgah-üstü piyasalarda satışını gerçekleştirmek zorunda kalmıştır.

Amerika’daki tezgah-üstü piyasalarda borsaların kotasyon koşullarını karşılayamayan küçük ve orta ölçekli gelişmekte olan şirketlerin pay senetleri işlem görmektedir.

1961 yılında ABD - Sermaye Piyasası Komisyonu (*US Security Exchange Commission – SEC*), Amerikan tezgâh-üstü piyasaları düzenlemek için Ulusal Aracı Kuruluşlar Birliği (*National Association of Securities Dealers - NASD*)’ni görevlendirmiştir. Tezgah-üstü piyasaların düzenlenmesine yönelik yapılan bu çalışmaların neticesinde; bir elektronik işlem

<sup>93</sup> Kondak, N. (1999). Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş. No.255. Der Yayınları. s.25.

platformu şeklinde kurulan NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) piyasası 1971 yılında faaliyete geçirilmiştir. NASDAQ piyasasının işlemlere başlamasıyla birlikte, piyasa büyüklüğü açısından önemli bir boyuta ulaşmış olması dolayısıyla, piyasanın ihtiyaçlarına yanıt veren ve ABD'daki organize olmuş piyasalara/borsalara alternatif oluşturan bir piyasaya dönüşmüştür. 2006 yılına gelindiğinde ise NASDAQ, organize piyasa/borsa olarak faaliyete geçmek amacıyla ABD - Sermaye Piyasası Komisyonu (*Security Exchange Commission – SEC*)'na başvuruda bulunmuş, onayını aldıktan sonra borsa olarak tescilini gerçekleştirerek, resmi olarak faaliyetlerine başlamıştır ve halen derin bir piyasa olarak faaliyetlerine devam etmektedir.

### **5.2.2. İngiltere Birleşik Krallığı - Tezgah-Üstü Pay Piyasaları**

İngiltere Birleşik Krallığı (UK)'nda faaliyet gösteren borsalarda kote olmayan pay senetlerinin alınıp satıldığı piyasalarda işlem görmeyen pay senetleri "*Over The Counter Markets – Tezgah-Üstü Piyasalar*"da işlem görmektedirler. Bu tezgâhüstü piyasalarda İngiltere Birleşik Krallığı Ticaret ve Sanayi Bakanlığı'ndan lisans almış, aracılar işlem yapmaktadır. Bu aracılar, borsalarda kote olmayan pay senetlerini devamlı bir piyasa yaratarak kendi portföylerine alım satım yaparlar. Tezgahüstü pay piyasalarında yatırımcılar, Londra Borsası (*Londra Stock Exchange*)'ndaki komisyoncular (Jobber) gibi aracıları kullanmadan alım satım işlemlerini gerçekleştirmektedirler. Ayrıca, gerçekleştirdikleri bu işlemleri için fiyat farkı dışında komisyon ödemezler.

### **5.2.3. Japonya - Tezgah-Üstü Pay Piyasaları**

Tezgâh-üstü Japon pay piyasalarında, Japon Borsası (JSE)'na yarı kayıtlı olan ve kote olmayan şirketlerin pay senetlerinin işlem gördüğü bir piyasadır. Bu piyasanın işlem hacminin her geçen gün artması, Japonya'daki borsaların fonksiyonlarını tamamlamasına ya da güçlendirmesine yardımcı olmuştur. Japon tezgâh-üstü pay piyasalarında alım satım işlemleri, telefon görüşmeleri ve bu görüşmelerde taraflar arasında yapılan pazarlıklar sonucunda gerçekleştirilmektedir. JASDAQ, 1976 yılında küçük ölçekli şirketlerin işlem gördüğü tezgâh-üstü piyasa olarak kurulmuş olup, Japon Aracı Kuruluşlar Birliği'nin denetimindeki bir bölüm tarafından yönetilmiştir. JASDAQ, 13 Aralık 2004 tarihinde tezgâh-üstü piyasa statüsünden çıkartılmış ve bir Japon Borsası olarak yapılandırılmıştır. JASDAQ tezgâh-üstü piyasasında işlem gören şirketlerin tamamına yakını yeni kurulan borsaya kote edilmiştir. Bu piyasada sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığının yer aldığı işlem sistemi kullanılmaya başlanmıştır.

#### **5.2.4. Almanya - Tezgah-Üstü Pay Piyasaları**

Almanya’da borsalara kote edilmiş pay senetlerinin alım satımı işlemleri sadece borsalarda değil yatırımcıların talep etmesi durumunda Alman Borsalarının dışında tezgah-üstü pay piyasalarında da gerçekleştirilmektedir. Alman tezgah-üstü pay piyasasında gerçekleşen işlemler, bankalar, aracı kuruluşlar ve yatırımcılar arasında telefon görüşmeleri vasıtasıyla yapılmaktadır. Alman tezgah-üstü pay piyasalarının işlem hacmi kesin olarak tespit edilemese de çok fazla artmış ve Alman ekonomisinde çok önemli bir yer tutmaya başlamıştır. Yüksek işlem hacimli Alman borsalarında pay senetleri “*Amtlicher Markt*” ve “*Geregelter Markt*” adlı organize pay piyasaları da ve “*Freiverkehr Markt*” adlı tezgah-üstü pay piyasasında işlem görmektedir.

Küçük ve orta ölçekli özellikle Alman şirketlerinin pay senetleri ise “*Neuer Markt*” adlı pay pazarında işlem görmüştür. Ayrıca bu pazarda çok sayıda yeni kurulan ve özellikle teknoloji şirketlerinin pay senetlerinin alım satımı yapılmaktadır. Neuer Markt pay piyasasının kotasyon yönetmeliği hükümleri, diğer pay pazarlarına nazaran daha kolay hükümleri uygulamaya koymuştur. Uygulanan bu hükümlerin etkisiyle, Neuer Markt pay pazarı 2000 yılına kadar en fazla talep gören bir Pazar olmuştur. 2001 yılı itibariyle yaşanan ekonomik kriz bu piyasayı olumsuz etkilemiş ve bu piyasaya olan yoğun talebi fazlasıyla azaltmıştır. Bu gelişmelerin ardından Neuer Markt pay pazarı 2003 yılında kapatılmıştır.

#### **5.2.5. Güney Kore – Tezgah-Üstü Pay Piyasaları**

Güney Kore’de 1996 yılından itibaren bilgi teknolojisi ve yüksek teknoloji üreten şirketler ile küçük ve orta ölçekli şirketlerin pay senetleri tezgah-üstü Borsa (KOSDAQ)’da işlem görmüştür. KOSDAQ borsası küçük ve orta ölçekli şirketlerin finansman sağlama alternatiflerini artırmak ve kolaylaştırmak için kurulmuştur. KOSDAQ Borsası’nda uygulanan kotasyon yönetmeliği daha kolay hükümleri kapsamaktadır. Bu sebeple, yüksek teknoloji şirketlerinin pay pazarı haline gelmiştir. Güney Kore’de KOSDAQ Borsası 1987 yılına kadar faaliyetlerine devam etmiştir. 1987 yılından itibaren yaşanan ekonomik durgunluk, KOSDAQ Borsası’na olan talebi azaltmıştır. KOSDAQ Borsası’na olan ilginin azalmasının ardından piyasanın harekete geçirilmesi için hükümet, Kore Aracı Kuruluşlar Birliği (KSDA)’ni pay piyasasını düzenlemekle görevlendirmiştir. 1991 yılında KOSDAQ Borsası’nda kullanılan işletim sistemi uygulanmaya başlanmıştır. 1996 yılında KOSDAQ Menkul Kıymetler Şirketi



kurulmuştur. 1997 yılında KOSDAQ Borsası faaliyete geçirilmiştir. 1999 yılına gelindiğinde ise, adı KOSDAQ Borsası olmuş ve şirketleşmiştir.

#### **5.2.6. Türkiye - Tezgah-Üstü Pay Piyasaları**

Türkiye’de Borsa İstanbul’da işlem gören pay senetlerine ilişkin alım satım emirlerinin Borsa’ya iletilmesi şarttır. Fakat, BİST’in önerisi ve SPK’nun onayı ile “işlem sırası kapalı pay senetleri üzerinde yatırım kuruluşları ile Borsa İstanbul dışında gerçekleştirilen işlemler; BİST dışı lot altı işlemleri; lottan küçük miktarların BİST dışında likit hale dönüştürülmesi işlemlerinin yapılmasına imkan verilmiştir.

## 6. BORSA İSTANBUL - PAY PİYASASI

BİST pay piyasasında farklı sektörlerde faaliyet gösteren halka açık anonim şirketlerin pay senetleri işlem görmektedir. Bu pay piyasasında işlem gören pay senetleri ve diğer pay piyasası araçları arasında daha önce ihraç edilmiş pay senetleri, yeni ihraç edilecek pay senetleri, yeni pay alma hakları, varantlar ve sertifikalar yer almaktadır. BİST pay piyasası bünyesinde yerli ve yabancı yatırımcılar alım satım işlemlerini gerçekleştirebilmektedir. BİST pay piyasasında şeffaf, likit ve güvenilir bir ortam yaratmak ve bu ortamın sürekliliğini sağlamak amacıyla gerekli uygulama, kontrol ve denetim faaliyetlerini yürütür.

BİST pay piyasasında gerçekleşen işlemler elektronik alım satım sistemi vasıtasıyla fiyat ve zaman önceliği kuralı esas alınarak *sürekli işlem, piyasa yapıcılı sürekli işlem ve tek fiyat* yöntemleri kullanılarak otomatik olarak gerçekleştirilir.

02.01.2017 tarihi itibarıyla BİST pay piyasasında işlem görmeye başlayan pay senetlerinin dağılımı incelendiğinde; 215 adet pay senedi “A Grubu”, 90 adet pay senedi “B Grubu”, 56 adet pay senedi “C Grubu”, 50 adet pay senedi “D Grubu” olmak üzere toplam 411 adet pay senedi bulunduğu görülür.<sup>94</sup>

BİST pay piyasasında meydana gelen tüm yeni piyasa bilgileri ve yeni piyasa verileri anında KAP aracılığıyla kamuya ilan edilerek, duyurulur.

Bu bölümde BİST pay piyasası kapsamında BİST’de işlem gören birincil piyasalar, ikincil piyasalar, seans saatleri, işlem gören pay senetleri ve diğer pay piyasası araçları, devre kesici, alım satım sistemine erişim ve borsada suç kabul edilen eylemler başlıklı konular açıklanır.

### 6.1. BİRİNCİL PİYASALAR

Pay senetlerini halka ihraç eden şirketler ile yatırımcıların/ tasarruf sahiplerinin karşılaştıkları piyasa “*Birincil Piyasa*” olarak adlandırılır. BİST pay piyasası birincil piyasa seans işlemleri saat 10:30-13:00 arasında yapılır. BİST yönetim kurulu tarafından uygun görülen pay senetlerinin ve diğer pay piyasası araçlarının birincil piyasada halka arzına karar verilir.

<sup>94</sup> Borsa İstanbul AŞ. (2017). 02.01.2017 Tarihinden İtibaren ABCD Gruplarında Yer Alacak Paylar Senetleri. [www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/a-b-c-d-grubu-paylar](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/a-b-c-d-grubu-paylar).

Birincil piyasada halka arz edilecek pay senetlerinin ve diğer pay piyasası araçlarının halka arz edilmesi için ilk önce SPK'nda kayda alınması ve SPK'dan alınan kayıt belgesi ile birlikte BİST genel müdürlüğü tarafından talep edilen bilgi ve belgelerle BİST'e başvuru yapılması gerekir. BİST yönetim kurulu tarafından bu halka arza onay verilmesi durumunda, halka arz işleminin yapılacağı tarihten *en az iki iş günü* KAP'da ilan edilerek, kamuya duyuru yapılması gerekir.

BİST pay piyasasında pay senetleri işlem gören ihraççı şirketlerin sermaye artırım sırasında yeni pay alma hakkı (*rüçhan hakkı*) kullanımının ardından arta kalan pay senetlerinin Borsa İstanbul Pay Piyasası'nın ilgili pay pazarlarında satışının başlamasından *en az bir iş günü* önce KAP'da satış duyurusunun yapılması gerekir.

BİST pay piyasası bünyesinde BİST'te talep toplama yöntemleri kullanılarak halka arz edilecek pay senetleri "HE", sürekli işlem yöntemiyle halka arz edilecek pay senetleri ve BİST'de pay senetleri işlem gören şirketlerin sermaye artırım sürecinde yeni pay alma hakkı kullanımının ardından arta kalan pay senetleri "BE" özellik kodu ile birincil piyasada işlem görürler. Nominal değeri (1-TL)'nin altında olan pay senetleri BİST pay piyasası birincil piyasada işlem görürler.

### **6.1.1. Pay Senetleri İlk Defa İşlem Görecek Şirketlerin Birincil Piyasası**

BİST Pay Piyasası'nda ilk defa halka arz edilen şirketlerin pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının birincil piyasa işlemleri, BİST yönetim kurulu tarafından belirlenmiş birincil piyasa seans saatleri içerisinde gerçekleştirilir. Birincil piyasa seansı sırasında sürekli işlem, sabit fiyat ve değişken fiyat yöntemleri kullanılır. Bu yöntemler aşağıda yer almaktadır.

#### **6.1.1.1. Sürekli İşlem Yöntemi**

BİST'te ilk defa işlem görecek olan pay senetlerinin BİST birincil pay piyasasında sürekli işlem yöntemiyle halka arz işleminin *iki günde* tamamlanması gerekir. Fakat, SPK tarafından uygun görülmesi halinde bu süre uzatılabilir.

BİST'te satış yöntemiyle yapılan ilk halka arzların BİST birincil pay piyasadaki ilk işlem gününde uygulanacak baz fiyat, ihraççı şirket izahnamesinde açıklanan halka arz fiyatının en yakın fiyat adımına yuvarlanmasıyla elde edilen fiyattır. İhraççı şirket pay senetlerinin halka arz öncesinde satış süresi olarak *iki iş günü* talebinde bulunmuşsa, "*Alt Fiyat (taban fiyat) ve Üst Fiyat (tavan fiyat) Sınırlarının*" belirlenmesinde BİST ikincil pay

piyasa işlemlerinde kullanılan oranlar uygulanır. Eğer ihraççı şirket ya da halka arza aracılık eden aracı kuruluş *iki iş gününden* daha uzun sürecek bir satış talebinde bulunmuşsa, halka arz süresi boyunca her seans, “*Baz Fiyat*” olarak, halka arzın ilk günü geçerli olan “*Baz Fiyat*” kullanılır. Ayrıca; alt fiyat ve üst fiyat sınırlarının belirlenmesinde BİST ikincil pay piyasası işlemlerinde geçerli olan oranların uygulanması gerekir. Eğer ihraççı şirket ya da halka arza aracılık eden aracı kuruluş halka arz süresini *iki iş günü* olarak belirlemesi halinde bu süre uzatılmaz.<sup>95</sup>

BİST birincil pay piyasasında satış süresinin sona ermesinden veya satışın tamamlanmasından sonra halka arz satış sonuçları dikkate alınarak, BİST yönetim kurulu tarafından belirlenen pay piyasası pazarlarından birinde işlem görmeye başlar. İlgili pay senetlerinin birincil pay piyasasında halka arzı sonlanmadıkça, ikincil pay piyasasında işlem görmesi mümkün olmaz.

BİST birincil pay piyasasında ilk defa halka arz yöntemiyle satışı gerçekleştirilen pay senetlerinin ikincil pay piyasasında işlem göreceği ilk seansta uygulanacak “*Baz Fiyat*”, birincil piyasada son seansta oluşan “*Kapanış Fiyatı*” olarak alınması gerekir. İkincil pay piyasasındaki ilk işlem seansında kullanılacak alt fiyat ve üst fiyat sınırları belirlenen bu baz fiyat üzerinden hesaplanması gerekir. Pay senetleri BİST’de ilk defa işlem görecek olan ihraççı şirketlerin birincil pay piyasasında özel işlem bildirimini yapmaması gerekir.

#### **6.1.1.2. Talep Toplama Yöntemleri**

BİST Pay Piyasası birincil piyasada talepler, talep toplama aşaması ve dağıtım aşaması olmak üzere iki aşamada tamamlanır.<sup>96</sup>

##### **a. Talep Toplama Aşaması**

Alım emirleri *en az bir iş günü, en fazla üç iş günü* içinde toplandığı aşamaya “*Talep Toplama Aşaması*” olarak ifade edilir. Bu aşamada talep toplama süresi, BİST yönetim kurulu tarafından belirlenir. SPK ve BİST yönetim kurulunun aldığı farklı bir karar olmaması halinde, pay senetlerinin ve diğer pay piyasası araçlarının satışından önce ihraççı şirket ya da halka arza aracılık eden aracı kuruluş tarafından kamuya duyurulmuş olması koşulu ile talep toplama süresi sona ermeden önce dağıtım yapılabilir. Sabit fiyat yöntemi (SFY) ve değişken

<sup>95</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). Finansal Piyasalar. Ders Kodu:1006. 2 Şubat. SPL- Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları. ss.64-65.

<sup>96</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.65-66.

fiyat yönetimi (DFY) kullanılarak yapılan birincil pay piyasası talep toplama aşamalarında derinlik bilgilerinin kapalı olması gerekir. Fakat, ihraççı şirketin sadece gelen talebi izlemesi için geçici bir işlem terminali (TW) hizmeti sağlar.

## **b. Dağıtım Aşaması**

Toplanan alım emirlerinin alıcılara dağıtıldığı aşamaya “*Dağıtım Aşaması*” adı verilir. Dağıtım aşaması aşağıda açıklanan hususlara dikkat edilerek tamamlanması gerekir. Alım emirlerinin birincil pay piyasası için belirlenen seans saatleri içerisinde ve sadece iptale kadar geçerli özelliğiyle limit fiyatlı alış emirlerinin girilmesi gerekir. Verilen alım emirleri, iptal edilmediği sürece talep toplama aşamasının sonuna kadar geçerli olur. Dağıtım işlemlerinin tamamlanmasından sonra işleme dönüşmeyen alım emirlerinin iptal edilmesi gerekir. Müşteri-Portföy-Fon ayrımı yapılırken; Acenta – Fon Kodu (AFK); hesap numarası; fiyat adımı; referans fiyat ilgili düzenlemelerdeki tüm kuralların uygulanması zorunlu tutulur. Birincil pay piyasasında alım emirleri seans saatleri içerisinde serbestçe iptal edilir. Alım emirlerinin yalnızca fiyatları ve miktarları üzerinde değişiklik yapılır. Hesap numarası düzeltmesine Takasbank bünyesinde yapılan düzeltme işlemlerine ilişkin kuralların uygulanması gerekir. Alım emirlerinde maksimum *emir değeri* için bir *sınır* bulunmaz.

BİST yönetim kurulunun 8 Temmuz 2010 tarihli, 1349 sayılı ve 16 Temmuz 2010 tarihli, 1350 sayılı toplantılarında halka ilk defa arz edilecek pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının birincil pay piyasasında talep toplamasında sürekli işlem yöntemi dışında sabit fiyat yöntemi ve değişken fiyat yöntemlerinin kullanılmasına karar verilmiştir. Sabit fiyat yöntemi ve değişken fiyat yöntemi aşağıda yer almaktadır.

### **6.1.1.2.1. Sabit Fiyat Yöntemi**

Sabit Fiyat Yöntemi (SFY) ile talep toplama aşaması aşağıda açıklanan bazı hususları içerir.<sup>97</sup>

- Tüm alım emirleri, pay senetlerinin halk arz eden ihraççı şirket tarafından belirlenen ve ilan edilen *Tek Bir Fiyat* ile birincil pay piyasası sistemine gönderilmesi gerekir. Farklı fiyat üzerinden gelen alım emirleri birincil pay piyasası sistemi tarafından kabul edilmez. Ayrıca, gönderilen alım emirleri üzerinde *hiçbir değişiklik* yapılmaması gerekir.

---

<sup>97</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.66-67.

- Alım emirleri SFY ile tek bir fiyat ile girileceği için *Fiyat Önceliği Kuralı* uygulanmaz. Sadece *Zaman Önceliği Kuralının* uygulanması gerekir. Alım emirlerinin dağıtımı, birincil pay piyasası işlemlerinin tamamlanmasının ardından otomatik olarak gerçekleştirilir. Alım emirlerinin dağıtım sırasında pay senetlerine gelen talebin satılacak miktara eşit olması “*Denge*”, pay senetlerine gelen talebin satılacak pay senedi miktardan az olması “*Az Talep*”, pay senetlerine gelen talebin satılacak miktardan fazla olması “*Fazla Talep*” olmak üzere üç durum gerçekleşir. Pay senetlerinin dağıtımı sırasında *Denge ve Az Talep* durumlarının gerçekleşmesi halinde alım emirlerinin tamamı karşılanır.

Ancak; pay senetlerine *fazla talep olması* durumunda dağıtım; satılacak pay senetleri miktarı, birincil pay piyasa sistemi tarafından, gelen her bir alış emrine birer lot olarak dağıtılır. Dağıtım, işlemler tamamlandıktan sonra gerçekleşir. Dağıtımın yapıldığı her bir emir ne kadar karşılanmışsa, sözleşme büyüğü de o kadar gerçekleşir.

- Dağıtım işlemlerine ilk girilen alış emrinden başlanır ve zaman önceliğine kuralı uygulanarak dağıtım işlemleri devam eder.
- Alım emirlerini veren üyelere gerçekleşen dağıtım işlemleri emir bazında toplam olarak bildirilir. Alım emirlerinin dağıtımı; pay senetlerine gelen tüm emirlere birden fazla tur yapılarak tamamlanır ya da bir tur tamamlanmadan satılacak miktar tükenir.
- Aynı hesap numarası ile birden fazla alım emri iletilebilir. Zaman önceliği kuralına uygulanarak sıralanmış alım emirlerinden dağıtım yapılırken, aynı hesap numarasına ait alım emirleri bir arada değerlendirilir.

Aynı hesap numarasına sahip alım emirlerinden zaman önceliği kuralı uygulanan ilk alım emrinden başlanarak dağıtım gerçekleştirilir. Bu alım emirleri tükenmeden aynı hesap numaralı diğer emirlere dağıtım yapılamamaktadır. Alım emirleri tükenmesi halinde zaman önceliğine sahip diğer alım emirleri, dağıtımdan pay almaya başlar ve dağıtım işlemleri aynı şekilde devam ettirilir.

- Hesap numarası benzerlikleri incelenerek, farklı kuruluşlardan gelen ve örtüşen hesap numaraları aynı olarak kabul edilmez.

#### **6.1.1.2.2. Değişken Fiyat Yöntemi**

Değişken Fiyat Yöntemi (DFY) ile talep toplama aşaması aşağıda açıklanan bazı hususları içerir.<sup>98</sup>

- Halka arz edilen pay senetlerinin talep toplama aşamasında gelen tüm emirler, ihraççı şirket tarafından belirlenen ve ilan edilen fiyat aralığında BİST birincil pay piyasası sistemine gönderilir. Bu ihraççı şirketin belirlediği bu fiyat aralığı, sisteme BİST pay piyasası uzmanları tarafından, minimum ve maksimum fiyatlar şeklinde girilir. İhraççı şirketçe belirlenen bu fiyat aralığı dışında kalan bir fiyattan gelen alım emirleri BİST birincil pay piyasası sistemine kabul edilmez. Alım emir fiyatı ancak, ihraççı şirketçe belirlenen fiyat aralığında dahilinde değiştirilebilir.
- Halka arz edilen pay senetlerinin dağıtım aşamasında; toplam talep miktarının toplam arz miktarına eşit olması halinde en düşük alış fiyat düzeyi pay senetlerinin halka arz fiyatı olarak belirlenir ve tüm alış emirlerinin bu fiyat düzeyinden karşılanması “*Denge*”, toplam talep miktarının toplam arz miktarından daha az olması halinde pay senetlerinin en düşük alış fiyat düzeyi halka arz fiyatı olarak belirlenir ve tüm alış emirlerinin bu fiyat düzeyinden karşılanması “*Az Talep*”, toplam talep miktarının toplam arz miktarından fazla olması durumunda fiyat ve zaman önceliği kuralına göre arzın tümünün karşılandığı fiyat düzeyi halka arz fiyatı olarak belirlenir ve pay senetlerine olan talebin tamamının bu fiyat düzeyinden karşılanması “*Fazla Talep*” olmak üzere üç durum gerçekleşir.
- Halka arz edilen pay senetlerinin dağıtımı süresince fiyat önceliği ve zaman önceliği kurallarının uygulanması gerekir. Dağıtım, pay senetlerinin tamamı tüketilene kadar birer lot olarak yapılması gerekir. İhraççı tarafından belirlenen halka arz fiyatı ya da aynı fiyat düzeyinde BİST birincil pay piyasası sistemine girilmiş bir alış emri, miktar olarak birer birer dağıtım yapılması gerektiğinden, zaman olarak ilk girilmiş alım emri olsa dahi bu alım emrinin tamamı karşılanmayabilir.
- Halka arz edilen pay senetlerinin dağıtımında; talep toplanan pay senetlerinin satış fiyatına eşit fiyatlı ve bu fiyattan daha yüksek fiyatlardaki alım emirlerinin toplam miktarı, dağıtılacak pay senedi miktarını aşıya da dağıtıma satış fiyatı ve üzerindeki alım emirlerinin hepsi katılır. Buna karşın, satış fiyatından daha düşük fiyat düzeylerindeki alım emirlerinin işleme alınmaması gerekir. Dağıtımda pay senetlerinin en iyi fiyatlı alım emirlerinden başlayarak, fiyat önceliği ve zaman önceliği kuralları uygulanması gerekir.

<sup>98</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.67-68.

- DFY’de aynı hesap numarası ile birden fazla alış emri iletilebilir. Aynı hesap numarasına sahip alım emirlerden fiyat önceliği ve zaman önceliğine sahip ilk alım emrinden başlayarak dağıtım yapılmalıdır. Ayrıca; bu alım emirleri bitmeden diğer alım emirlerine dağıtım yapılamaz. Bu alım emri tamamlandığında fiyat önceliği ve zaman önceliği kuralı uygulanmış diğer alım emri ilk sırayı alır ve bu süreç tekrar edilerek dağıtım süreci tamamlanır.
- Hesap numarası benzerlikleri incelenerek, farklı kuruluşlardan gelen ve örtüşen hesap numaraları aynı olarak kabul edilmez.

BİST birincil pay piyasası sisteminde yapılan sorgular ve veri yayını için bu bölümde yer alan bilgiler *Sabit Fiyat Yöntemi (SFY) Değişken Fiyat Yöntemi (DFY)*’leri için de aynı şekilde uygulanır.

**Tablo 6.1: Talep Toplama Yöntemlerinde Ekran Sorgusu ve Veri Yayın Bilgileri<sup>99</sup>**

Sorgu/Yayın	Emir Toplama Aşaması	Dağıtım Sonrası
Emir Baz	Kapalı	Açık
Fiyat Baz	Kapalı	Açık
Gerçekleşen İşlemler	Kapalı	Açık
Emir Defteri	Açık	Açık
Emir Geçmişi	Açık	Açık

Alım emirleri, toplanma aşamasında *bir günden fazla* sürer. Bu aşamada; kapalı ve açık ekranlar alım emirlerinin toplanma aşaması için gerekli olan sürece durumlarını korur. Takas, dağıtım işleminin yapıldığı gün (T) ve takip eden ikinci iş günü (T+2) tamamlanır.

### 6.1.2. Pay Senetleri İşlem Gören Şirketlerin Birincil Piyasası

Yeni pay alma haklarının kullanımından sonra geriye kalan pay senetleri ile şirketlerin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması ile artırılan şirket sermayesini temsil eden pay senetleri, SPK’nun kaydına alınmasının ardından BİST birincil pay piyasasında halka arz edebilir. BİST ikincil pay piyasasında pay senetleri işlem gören ihraççı şirketlerin sermaye artırımı kararını uygulaması sırasında, yeni pay alma haklarının kullanımının ardından geriye kalan pay senetlerinin BİST birincil pay piyasası pay pazarlarından herhangi birinde satışının yapılabilmesi için ihraççı şirketin satış duyurusunu pay senetlerinin satışına başlanmasından *en az bir işlem günü* önce KAP’da ilan ederek kamuya duyurunun yapılması gerekir.

<sup>99</sup>Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. s.69.



BİST birincil pay piyasasında, sadece pay senetlerinin halka arzına aracılık hizmeti veren ihraççı şirket ile sözleşmesi bulunan aracı kuruluş tarafından satışı yapılan pay senetleri için satış emri verilmesi gerekir. Bu yolla, satın alınan pay senetlerinin tekrardan BİST birincil pay piyasasında yeniden satışa sunulması mümkün değildir.

BİST birincil pay piyasasında uygulanmaya başlanan BISTECH sistemi ile özel emir uygulamaları sonlandırılır. Birincil pay piyasasındaki pay pazarlarının herhangi birinde seansın başlamasından *en geç beş dakika sonra* pay senetlerinin satışına aracılık eden aracı kuruluş tarafından ilk önce uygun fiyatlı alım emirleri gerçekleştirilerek, satışı yapılan pay senetlerinin satış fiyatlarının bildirmesi gerekir. Yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra geriye kalan pay senetlerinin BİST birincil pay piyasasında halka arzında “*Baz Fiyat ve Fiyat Sınırlaması (fiyat marjı)*” uygulanmaz.

BİST pay piyasasında işlem gören şirketlerin sermaye artırımını sırasında kullanılmayan yeni pay alma haklarından geriye kalan pay senetlerinin BİST birincil pay piyasasında halka arz edilebilmesi için bu pay senetlerinin satışına başlama tarihinden önce MKK bünyesinde kaydının yapılması ve bu kayıt formunun BİST’e teslim edilmesi gerekir.

## 6.2. İKİNCİL PİYASALAR

30 Kasım 2015 tarihinde devreye alınan BISTECH sistemi ile birlikte BİST pay piyasasında açılan eski pay pazarları kapatılarak yerine “*Yıldız Pazar, Ana Pazar, Gelişen İşletmeler Pazarı, Yakın İzleme Pazarı, Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı, Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı, Özel nitelikli işlem pazarları; Piyasa Öncesi İşlem Platformu, Toptan Satış İşlemleri Pazarı ve Yeni Pay Alma Hakları İşlemleri Pazarı*” faaliyete geçirilmiştir. SPK düzenlemeleri çerçevesinde yürürlüğe koyulan *Kotasyon Yönetmeliği*’nde talep edilen “*BİST Pay Piyasası İkincil Piyasa Pay Pazarları’na başvuru, kabul şartları, işlem gören/görecek pay senetleri ve diğer pay piyasası araçları, pazardan çıkarılma, vs. gibi* kriterlerine uygun olarak BİST Pay Piyasası İkincil Piyasa Pay Pazarlarında işlem görmeleri gerekir. SPK’nun i-SPK.101.1 sayılı *İlke Kararı ve Paylarda A, B, C, D Gruplaması ve Uygulama Esasları* tebliği gereğince; BİST Pay Piyasası İkincil Piyasa Pay Pazarlarında işlem gören/görecek pay senetlerinin özellikleri dikkate alınarak, bu pay senetlerinin A, B, C, D grubu olmak üzere dört grupta takip edilmesine karar verilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 2015/31 sayılı *İlke Kararı ve Kotasyon Yönergesi* çerçevesinde yapılan değişiklikler doğrultusunda BİST pay piyasası BISTECH Sistemi uygulanmaya

başlanmıştır. BISTECH sistemi ile BİST pay piyasası pay pazarlarında değişiklik yapılarak, pay senetleri A, B, C, D şeklinde gruplandırılmıştır. Pay senetlerinin gruplandırılması ile ilgili uygulama 4 Ocak 2016 tarihi itibarıyla yürürlüğe koyulmuştur.

BİST Pay Piyasası İkincil Piyasa bünyesinde faaliyete geçirilen pay pazarları aşağıda yer almaktadır.<sup>100</sup>

#### **6.2.1.1. Yıldız Pazar**

SPK tarafından kayda alınmış, halka açık piyasa değeri 100 milyon TL'nin üstünde olan halka açık anonim şirketlerin ya da BİST100 kapsamındaki halka açık anonim şirketlerin pay senetlerinin BİST pay piyasası ikincil piyasa bünyesinde işlem gördüğü pay pazarı "*Yıldız Pazar*" olarak adlandırılır. BİST pay piyasası ikincil piyasada işlem gören en önemli bir pazardır. BİST'de gerçekleştirilen işlemler sırasında yıldız pazar "Z" sembolü ile açıklanır.

#### **6.2.1.2. Ana Pazar**

SPK tarafından kayda alınmış, halka açık piyasa değeri 25 milyon TL'nin üzerinde ve 100 milyon TL'nin altında olan halka açık anonim şirketlerin pay senetlerinin BİST pay piyasası ikincil piyasa bünyesinde işlem gördüğü pay pazarı "*Ana Pazar*" olarak ifade edilir. Pay senetleri ilk defa halka arz edilecek halka açık anonim şirketler, halka açık piyasa değerinin en az 25 milyon TL'si olması gerekir. Ayrıca; BİST'de işlem gören mevcut halka açık anonim şirketlerin halka açık piyasa değeri en az 25 milyon TL'si olan şirketlerde ana pazarda işlem görebilir. Borsada gerçekleştirilen işlemler sırasında ana pazar "N" sembolü ile açıklanır.

#### **6.2.1.3. Gelişen İşletmeler Pazarı**

BİST'in yıldız pazar ve ana pazar koşullarını sağlamayan, ancak, SPK tarafından kayda alınmış, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip halka açık piyasa değeri 25 milyon TL'nin altında olan halka açık anonim şirketlerin pay senetlerinin BİST'de işlem gördüğü pazara "*Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP)*" adı verilir. BİST bünyesindeki GİP'de işlem gören orta ölçekli şirketler, bir taraftan özkaynaklarını arttırırken, diğer taraftan kendilerini daha başarılı tanıtmaya imkanı elde ederler. Böylece, yatırımcılar ve faaliyet alanlarındaki sektörlerde tanınırlıklarını arttırma imkanı bulurlar. *İki yıl süresince* pay senetleri GİP'de işlem gören

<sup>100</sup> [www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi).

şirketler *Yıldız Pazar* ve *Ana Pazara* geçiş başvurusu yapma hakkını elde ederler. Borsada gerçekleştirilen işlemler sırasında gelişen işletmeler pazarı “G” sembolü ile açıklanır.

SPK tarafından yapılan düzenlemeler çerçevesinde; pay senetleri BİST pay piyasasında işlem gören şirketlerin yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra geriye kalan pay senetlerinin satışı ile GİP’de ilk defa işlem görmek üzere başvuruda bulunan halka açık şirketlerin pay senetlerinin halka satışlarında Borsada satış yöntemi kullanılır. GİP’de C Grubunda işlem gören pay senetlerinde sürekli işlem yönteminin uygulanması için piyasa yapıcılık faaliyeti zorunlu tutulur. A ve B Grubunda işlem gören pay senetlerinde ise likidite sağlayıcılık faaliyeti tercihe bırakılır. GİP’de C Grubunda piyasa yapıcılı işlem gören pay senetlerinden A, B, C, D düzenlemesi kapsamında yapılacak dönemsel değerlendirmede A veya B Grubuna geçişi gerçekleştirilecek pay senetlerinde piyasa yapıcılık ya da likidite sağlayıcılık faaliyeti tercihe bağlı olarak yürütülür. Bir pay senedinde atanmış piyasa yapıcı üye bulunmaması halinde, piyasa yapıcının faaliyetinin herhangi bir nedenle sona ermesi ve yerini alacak yedek piyasa yapıcı üyenin olmaması ya da yedek piyasa yapıcı üyenin faaliyete başlayamaması gibi durumlarda, SPK tarafından yapılan düzenlemeler çerçevesinde yapılacak duyuruda belirtilen tarihten itibaren ilgili pay senedinin tek fiyat yöntemi ile işlem görmeye başlaması gerekir.<sup>101</sup>

#### **6.2.1.4. Yakın İzleme Pazarı**

Belirli gelişmelerin meydana gelmesi neticesinde Yıldız Pazar, Ana Pazar, GİP, KYÜYÜP’ndan çıkarılan (ihraç edilen) pay senetlerinin BİST bünyesinde işlem gördüğü pazara “*Yakın İzleme Pazarı (YİP) (Eski adı: Gözaltı Pazarı)*” adı verilir. YİP’nde işlemler tüm gün boyunca devam eder. YİP, BİST pay pazarlarında işlem gören pay senetleri veya bu pay senetlerini çıkaran şirketler hakkında olağanüstü durumların oluşması ve yatırımcıların ve kamunun haklarının korunması amacıyla BİST’in sürekli gözetim ve denetim ortamına alınan şirketlere ait pay senetlerinin işlem gördüğü pazardır. Bu pazar, takipteki pay senetlerine resmi bir pazarda işlem görme olanağı sağlayarak, takipteki bu şirketlerin pay senetlerine yatırım yapmış yatırımcılara likidite olanağı sağlar. BİST’de gerçekleştirilen işlemler sırasında yakın izleme pazarı “W” sembolü ile açıklanır. YİP’nde işlem gören pay senetleri D Grubu pay senetleri kapsamında işlem görmekte ve bu gruptaki şirketlerin pay senetleri tek fiyat yöntemi ile işlem görür.

<sup>101</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. s.74.

### 6.2.1.5. Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı

Yapılandırılmış finansal ürünlerin her birinin ayrı ayrı pazarlarda işlem görmesini sağlayan pazar “*Kollektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı (KYÜYÜP)*” olarak tanımlanır. Bu pazarda menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının pay senetleri, borsa yatırım fonları katılma belgeleri, aracı kuruluş varantları ve sertifikalar işlem görür. KYÜYÜP, araçların fiyatlarının rekabet koşulları altında adil ve şeffaf ortamda oluşmasını; kolektif yatırım ürünlerin ve yapılandırılmış ürünlerin düzenli ve resmi bir pazarda işlem görmesini sağlar. BİST’de gerçekleştirilen işlemler sırasında kolektif yatırım ürünleri ve yapılandırılmış ürünler pazarı “K” sembolü ile açıklanır.

### 6.2.1.6. Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı

Pay senetlerini halka arz etmeyen şirketlerin pay senetlerinin sadece nitelikli yatırımcılar arasında işlem gördüğü pazara “*Nitelikli Yatırımcılar Pazarı (NYİP)*” adı verilir. Bu pazarda SPK’na kayıtlı olan ancak pay senetlerini halka arz etmeksizin borsa dışında satışını gerçekleştiren ya da pay senetlerini BİST’de nitelikli yatırımcılara ihraç eden halka açık olmayan şirketler ile bu şirketlerin mevcut pay sahipleri ve halka açık olup pay senetleri BİST’de işlem görmeyen şirketlerin pay senetleri işlem görür. BİST’de gerçekleştirilen işlemler sırasında nitelikli yatırımcılar pazarı “Q” sembolü ile açıklanır.

Pay senetleri NYİP’na kote edilen şirketlerin mevcut pay sahipleri BİST düzenlemeleri çerçevesinde nitelikli yatırımcı olarak kabul edilmeseler de kota alınma tarihi itibarıyla mevcut pay senetlerinin satışı bu pazarda gerçekleştirilir. Fakat, bu istisnanın haricinde kalan ve nitelikli yatırımcı olarak kabul edilmeyenler nitelikli yatırımcılar pazarında işlem gerçekleştiremez. BİST’e üye olan aracı kuruluşlar nitelikli yatırımcılar pazarına müşteri emirlerini iletirken ya da bu pazarda işlemlerini gerçekleştirirken müşterilerinin nitelikli yatırımcı olduğundan emin olmak ve gerektiğinde belgelemeleri gerekir.

Nitelikli yatırımcılar pazarında pay piyasası işlem saatleri/seansları içerisinde *Tek Fiyat Yöntemi* kullanılarak, *bir günde beş kez fiyat* belirlenir. Pazarda işlem gören pay senetleri günün sonunda kapanış fiyatı üzerinden işlemler bölümünde gerçekleşir. Tek fiyat yöntemi ile işlem gören pay senetlerinin sıralara iletilen emir çeşitleri diğer pay pazarlarda kullanıldığı gibi *nitelikli yatırımcılar pazarında* da kullanılır. Bu pazarda işlemlerin başlatılacağı ilk gün, pay senetleri ve diğer pay piyasası araçları serbest marj ile işlem

görmeye başlar ve işlemler tamamlanıncaya kadar serbest marj uygulanır. Gerçekleşen ilk işlem fiyatı, baz fiyat olarak kabul edilir ve fiyat değişim limitleri bu baz fiyat üzerinden hesaplanır. Fiyat değişim sınırlarının hesaplanmasında % 20 fiyat marjı kullanılır. Nitelikli yatırımcılar pazarında işlem gören pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının hepsine brüt takas uygulanır. SPK düzenlemelerinde bu pazarda işlem gören pay senetleri D Grubuna dâhil edilirler. Bu pazardaki pay senetleri ve diğer pay piyasası araçları açığa satış ve kredili satışa konu edilmezler. Nitelikli yatırımcılar pazarında yapılacak toptan satış işlemlerinde pay piyasasının toptan satış işlemlerine ilişkin düzenlemeleri geçerli olup, bu pazarda işlem gören pay senetlerinde devre kesici uygulaması yoktur.<sup>102</sup>

### 6.2.1.7. Piyasa Öncesi İşlem Platformu

Halka açık şirket olup, pay senetleri Borsa İstanbul'da işlem görmeyen şirketlerden, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından bu Platformda işlem görmesine izin verilenlerin pay senetleri “*Piyasa Öncesi İşlem Platformu (PÖİP)*”nda işlem görür. BİST’de gerçekleştirilen işlemler sırasında piyasa öncesi işlem platformu “S” sembolü ile açıklanır.

PÖİP pay piyasası işlem saatleri/seansları içerisinde *Tek Fiyat Yöntemi* kullanılarak, *bir günde beş kez* fiyat belirlenir. Bu platformda, açığa satış ve kredili işlemler yapılmaz. PÖİP’de, şirketin pay senedi işlemlerinin başlayacağı ilk gün, işlem görmeye başladığı andan tamamlanıncaya kadar serbest marj uygulanır. İlk işlemin olduğu seans izleyen seans, baz fiyat ve fiyat değişim sınırları tespit edilir. Fiyat değişim sınırlarının hesaplanmasında % 20 fiyat marjı kullanılır. PÖİP’de, pay senetlerinin teorik/referans fiyatlarının belirlenmesinde ve BİST Pay Piyasası’nda uygulanan koşulların aynısı uygulanır. Bu platformda gerçekleştirilen işlemler brüt takas uygulanır. SPK düzenlemelerinde bu platformda işlem gören pay senetleri D Grubuna dâhil edilirler. Pay senetleri bu platformda işlem gören şirketlerin tüm işlemlerine ilişkin bilgileri ve genel kurul sonuçlarını, SPK tarafından uygulanması zorunlu tutulan düzenlemelere uygun şekilde KAP’a gönderilmesi halinde, ilgili pay senetleri için *Yeni Pay Alma Hakkı Sırası* açılır. Bu platformda pay senetleri işlem gören bu şirketlere ait eski sıralarda “*Tek Fiyat Yöntemi*”nin, diğer uygulamalarında ise *Sürekli İşlem Yöntemi* uygulanır. Ayrıca; bu platformda gerçekleştirilen pay senetlerinin toptan alım satım işlemlerinde BİST pay piyasasında talep edilen koşulların aynısı uygulanır.<sup>103</sup>

<sup>102</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.75-76.

<sup>103</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.76-77.

### 6.2.1.8. Toptan Satış İşlemleri Piyasası

Alıcıları önceden belirlenen veya alıcıları belirlenmeyen, belirli bir miktarın üzerindeki pay senetleri işlemlerinin gerçekleştirildiği pazar “*Toptan Satış İşlemleri Pazarı (TSİP)*” olarak adlandırılır. Bu pazar bünyesinde; sermaye artırım yoluyla ihraç edilecek pay senetleri, mevcut pay sahiplerinin sahip olduğu pay senetlerinin, daha önce anlaşma yapılmış ya da yapılmamış alıcılara tahsisli ve/veya toplu olarak satışına ilişkin işlemler gerçekleşir. Bu pazarda yapılan sermaye artırım işlemleri diğer işlemlerden ayrı olarak yapılır. Sermaye artırım işlemlerine ilişkin bilgiler işlemlerden önce ve sonra ilgili Borsa Bülteni’nde ve KAP’da kamuya duyurulur.

Toptan alım-satım işlemlerinin nakit ve sermaye piyasası aracı takası, TSİP’nda yapılan toptan alım-satım işlemlerinin nakit ve pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının takasının sorumluluğunun alıcı ve satıcıya ait olması ve işlemlerin BİST Genel Müdürlüğü tarafından uygun görülmesi durumunda, toptan alım-satım işlemleri BİST olağan takas düzenlemesi dışında bırakılarak gerçekleştirilir. Toptan alım-satım işlemleri, pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının takasının BİST’de olması durumunda mevcut (.E, .F, .R, .V) özellik kodlu işlem sıralarında, takasın BİST dışında olması durumunda (.NSE) özellik kodu ile ayrı bir işlem sırasında gerçekleştirilir. Toptan alım-satım işlemlerinde kullanılan fiyat adımı 1 Kuruş’tur. Pay senetleri BİST’de işlem gören şirketlerin pay senetlerinin asgari tutarı, BİST’de işlem gören şirketlerin tahsisli satış ve nitelikli yatırımcıya satış olarak yapılacak bedelli sermaye artırımlarında pay senetlerinin satışı hariç olmak üzere ilgili pay senetleri için geçerli minimum özel işlem bildirim tutarından az olmaması gerekir. Pay senetleri BİST’de işlem görmeyen ancak satış işlemleri Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (ÖİB) tarafından yürütülen şirketlerin pay senetlerin ya da bunları temsil eden belgelerin toptan alım satımında asgari işlem tutarı BİST genel müdürlüğü tarafından belirlenir.<sup>104</sup>

### 6.2.1.9. Yeni Pay Alma Hakları Piyasası

Pay senetleri BİST’de işlem gören şirketlerin nakdi sermaye artırımını için belirledikleri yeni pay alma hakkı kullanma süresince ilgili pay senetlerinin üzerindeki yeni pay alma haklarının alım satım işlemlerinin gerçekleştiği piyasaya “*Yeni Pay Alma Hakları Piyasası*” denir. Bu piyasada emir ve işlem esaslarının düzenlemelerinin yapılmasından BİST yönetim kurulu sorumlu tutulmuştur. Bu piyasada, yeni pay alma haklarının alım satım işlemleri için,

---

<sup>104</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.78-79.

yeni pay alma hakkı BİST tarafından belirlenecek süre içinde "R" özellik kodu ile sıraları işleme açılır ve BİST pay piyasasında geçerli olan kurullarla işlem görürler.<sup>105</sup>

Yeni pay alma hakları piyasasında yapılan işlemlerde sıranın açılış günü, yeni pay alma hakkı kullanımının başlangıç günü şeklinde belirlenir. Bu piyasada yapılan işlemler, ilgili pay senedinin yer aldığı pazarda gerçekleştirilir. Bu piyasada işlem birimi "Lot" olarak uygulanır. Bir lot, toplam "I-TL" nominal değerli pay senedinin sahip olduğu yeni pay alma hakkı olarak belirlenir. Bu piyasada sıranın açılış gününden ilk tescilli işlemin yapılacağı seansın sonuna kadar uygulanacak referans fiyat, ilgili pay senedinin yeni pay alma hakkı kullanımından önceki son kapanış fiyatı ile yeni pay alma hakkı kullanımının başladığı günkü pay senedi baz fiyatı temel alınarak, BİST genel müdürlüğü tarafından belirlenir. Yeni pay alma hakkı sırasında işlemler tamamlanıncaya kadar, her seans için referans fiyat belirlenir ve bu referans fiyat kamuya ilan edilir. Bu piyasada baz fiyat, ilk işlemin gerçekleştiği günü takip eden günlerde en son gerçekleşen işlem fiyatı temel alınarak belirlenir. Yeni pay alma hakkı sırasında uygulanmakta olan fiyat marjları, pazar açılış gününden başlayarak fiyat tesciline kadar serbest; fiyat tescilini takip eden seanslarda ise % 50 olarak uygulanır. Bu piyasada gerçekleştirilen işlemlerde kullanılan fiyat adımlarının belirlenmesinde BİST pay piyasasındaki kullanılan fiyat adımları temel alınır. Bu piyasanın son işlem günü yeni pay alma hakkı kullanma süresi sonundan önceki 5. iş günüdür. Yeni pay alma hakları açılış, gün ortası ve kapanış seanslarına alınmaması gerekir.<sup>106</sup>

#### **6.2.1.10. Resmî Müzayede**

Açılacak ayrı bir resmî müzayede işlem sırasında yalnızca BİST pay piyasasında işlem gören pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının likidite durumuna göre yapılan işlemlere "Resmî Müzayede" denir. Bu işlemlerin yapılabilmesi için mahkemelerin, icra dairelerinin ve diğer resmî dairelerin BİST genel müdürlüğüne resmi müracaatta bulunmaları gerekir. Bu müracaatta, BİST genel müdürlüğüne talep edilen belgelerin yanında satışı talep edilen pay piyasası araçlarının MKK bünyesinde haczinin yapıldığını teyit eden belgelerinde bulunması gerekir. Resmi müzayede sırasında ayrı bir işlem sırası açılması halinde satılacak pay piyasası araçlarına ilişkin kamu duyurusu, satışın gerçekleştirileceği tarihten *bir gün önce* KAP'da yapılması gerekir. Eğer BİST İstanbul genel müdürlüğüne ayrı bir resmî müzayede

<sup>105</sup> SPK. 22559 Sayılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği. Madde.31.

<sup>106</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.79-80.

açılmamasına karar verilirse, söz konusu işlemler ilgili pay piyasası araçlarının ikincil piyasadaki işlem sırasında yapılır ve bu işlemler için daha önceden bir duyuru yapılması gerekmez.<sup>107</sup>

Resmî müzayede işleminin, seans saatleri içinde, pay piyasası araçlarının ikincil pay piyasadaki işlem sırasında tek bir günde tamamlanması gerekir. Fakat, satış işlem sırasının işleme kapatılmış olması durumunda işlem günü resmî müzayede satışı gerçekleşmeyen pay piyasası araçlarının satışının yapılmasını takip eden günlerde yapılır. Resmî müzayede dosyasında bulunan pay piyasası araçlarının satışı en geç dosyada bulunan bir aracın satışının yapıldığı günü takip eden *ikinci iş günü sonunda* tamamlanır. Resmî müzayede satışına aracılık eden aracı kuruluşa resmi müzayede işlemi karşılığında satış tutarı toplamı üzerinden 50 bps<sup>108</sup> oranında işlem komisyonu ödenmesi gerekir. Satışı yapan aracı kuruluş, resmi müzayede satış tutarından işlem komisyonunu ve varsa vergi ve benzeri yasal yükümlülüklerin karşılığını düşükten sonra kalan tutarı en geç son işlemin takasını takip eden iş günü, kendisine bildirilmiş olan hesaba iletmesi gerekir. Resmi müzayede satış işlemleri ile ilgili vergi ve benzeri yasal yükümlülükler ilgili aracı kuruluş tarafından takip edilmesi ve ödenmesi gerekir.<sup>109</sup>

BİST genel müdürlüğü tarafından gerekli görülmesi hâlinde, resmî müzayede kapsamında bulunan pay piyasası araçlarının satışı ayrı bir resmî müzayede sırasında ilgili pay piyasası aracının türüne göre (ME, MF, MV, MC, MR şeklinde) farklı özellik kodları ile yapılır. Resmî müzayede satışı, Borsa İstanbul “XRM” kodu veya hacizli pay piyasası araçlarının alt hesabında bulunduran üye tarafından yapılır. BİST tarafından “XRM” kodu kullanılarak yapılan satışlarda, satışı talep eden resmî kurumun BİST tarafından bilgilendirilmesi gerekir.<sup>110</sup>

<sup>107</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. s.80.

<sup>108</sup> Baz puan (basis points) uluslararası finans piyasalarında çoğunlukla faiz hesaplamalarında oranların değişimini ifade etmek için kullanılan bir ölçü birimidir, BPS kısaltmasıyla kullanılır. Baz puan, rakamın virgülden sonraki 4. hanesine (0,0001) karşılık gelir ve %1’lik dilimin %1’ine denk gelen kısmı belirtir. Diğer bir deyişle 1/10.000 değerinde bir finansal ölçü birimidir. 1 baz puan %0,01’e eşit iken 100 baz puan %1’lik dilime karşılık gelmektedir.

<sup>109</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.80-81.

<sup>110</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. s.81.



### 6.3. PAY PİYASASI SEANS SAATLERİ

BİST pay piyasasında işlem gören pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının alım satım işlemlerinin gerçekleştirilmesi için saptanan belirli zaman dilimi ‘Seans’ olarak ifade edilir. BİST yönetim kurulunun pay piyasası bünyesinde açılmasına karar verdiği pay pazarlarının farklı sürelerde işlem yapmasını sağlamak amacıyla gerekli görmesi halinde farklı seanslar yapılmasına karar verebilir.

BİST Pay Piyasası’ndaki “Yıldız Pazar, Ana Pazar, KYÜYÜP, GİP, YİP, NYİP ve PÖİP” için BISTECH sistemine geçilmesi ile birlikte günde iki seans uygulaması iptal edilerek, 14 Kasım 2016 tarihi itibarıyla tüm güne yayılan “Tek Seans” uygulamasına başlanmıştır. Resmî/idari tatil ya da yarım iş günü olması nedeniyle yarım seans yapılması gereken günlerde alım satım işlemleri, “Kapanış Bölümü” ile bitirilmesi gerekir.

- a. BİST pay piyasasındaki pay pazarlarında tam gün seansın işleyişine ait sürekli işlem yöntemine göre düzenlenen seans saatleri çizelgesi aşağıdaki gibi düzenlenmektedir.

**Tablo 6.2: BİST - Pay Piyasasında Pazarlar ve Seans Saatleri Çizelgesi (Tam Gün)**

<b>TAM İŞ GÜNLERİNDE</b>	
<b>PAZARLAR</b>	<b>SAATLER</b>
Yıldız Pazar Ana Pazar Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı (KYÜYÜP) Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP) Yakın İzleme Pazarı (YİP) Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı (NYİP) Piyasa Öncesi İşlem Platformu (PÖİP)	<b>09:40 – 18:10</b>
<b>SEANS BÖLÜMLERİ</b>	
<b>SAATLER</b>	
<b>a) Açılış:</b> (BYF, Varant, Sertifika ve YPAH’ler hariç tüm yatırım araçları ile tüm pazarlar dahil)	<b>09:40 – 10:00</b>
i. Emir Toplama Süreci	<b>09:40 – 09:55</b>
ii. Açılış Fiyatının Belirlenmesi	<b>09:55 – (+)*</b>
<b>b) Sürekli İşlem Bölümü</b>	<b>10:00 - 13:00</b>
<b>c) Tek Fiyat Bölümü</b>	<b>10:00 - 13:00</b>
i. Emir Toplama	<b>10:00 - 12:25</b>
ii. Tek Fiyatın Belirlenmesi	<b>12:25 - (+)*</b>
<b>ç) Gün Ortası Tek Fiyat Bölümü:</b> (BYF, Varant, Sertifika ve YPAH’ler hariç tüm yatırım araçları ile tüm pazarlar dahil)	<b>13:00 – 14:00</b>
i. Emir Toplama	<b>13:00 – 13:55</b>
ii. Tek Fiyatın Belirlenmesi	<b>13:55 – (+)*</b>
<b>d) Sürekli İşlem Bölümü</b>	<b>14:00 – 18:00</b>
<b>e) Tek Fiyat Bölümü</b>	<b>14:00 – 18:00</b>
i. Emir Toplama	<b>14:00 – 17:55</b>
ii. Tek Fiyatın Belirlenmesi	<b>17:55 – (+)*</b>
<b>f) Kapanış:</b> (BYF, Varant, Sertifika ve YPAH’ler hariç tüm yatırım araçları ile tüm pazarlar dahil)	<b>18:00 – 18:07</b>
i. Kapanış Marj Yayını	<b>18:00 – 18:01</b>
ii. Emir Toplama	<b>18:01 - 18:05</b>
iii. Kapanış Fiyatının Belirlenmesi	<b>18:05 - (+)*</b>

<b>g) Kapanış Fiyatından / Tek Fiyattan İşlemler Bölümü</b>	<b>18:07 - 18:10</b>
i. Marj Yayını	<b>18:07 - 18:08</b>
ii. Kapanış Fiyatından /Tek Fiyattan İşlemler	<b>18:08 - 18:10</b>
<b>Temerrüt İşlemleri</b>	<b>10:00 - 13:00</b>
<b>Kısmi Müzayede İşlemleri (**)</b>	<b>14:00 - 18:00</b>
<b>Birincil Piyasa İşlemleri</b>	<b>10:30 - 13:00</b>
*(+): işlemlerin tamamlanmasına bağlı olarak değişebilecek bir saati ifade eder.	
** : ME, MF, MV, MC koduyla yapılan resmi müzayede işlemleri için geçerli olan seans saatlerini ifade eder.	

**Kaynak:** Borsa İstanbul Uzmanları (2017). Finansal Piyasalar. Ders Kodu: 1006. 2 Şubat. SPL - Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları. s.189.

**b. BİST pay piyasasındaki pay pazarlarında yarım gün seansın işleyişine ait sürekli işlem yöntemine göre düzenlenen seans saatleri çizelgesi aşağıdaki gibi düzenlenir.**

**Tablo 6.3: BİST - Pay Piyasasında Pazarlar ve Seans Saatleri Çizelgesi (Yarım Gün)**

<b>YARIM İŞ GÜNLERİNDE</b>	
<b>PAZARLAR</b>	<b>SAATLER</b>
Yıldız Pazar Ana Pazar Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı (KYÜYÜP) Gelişen İşletmeler Pazarı (GİP) Yakın İzleme Pazarı (YİP) Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı (NYİP) Piyasa Öncesi İşlem Platformu (PÖİP)	<b>09:40 - 12:40</b>
<b>SEANS BÖLÜMLERİ</b>	
<b>a) Açılış:</b> (BYF, Varant, Sertifika ve YPAH'ler hariç tüm yatırım araçları ile tüm pazarlar dahil)	<b>09:40 - 10:00</b>
<b>b) Emir Toplama Süreci</b>	<b>09:40 - 09:55</b>
ii. Açılış Fiyatının Belirlenmesi	<b>09:55 - (+)*</b>
<b>c) Sürekli İşlem Bölümü</b>	<b>10:00 - 12:30</b>
<b>d) Tek Fiyat Bölümü</b>	<b>10:00 - 12:30</b>
<b>e) Emir Toplama</b>	<b>10:00 - 12:25</b>
ii. Tek Fiyatın Belirlenmesi	<b>12:25 - (+)*</b>
<b>ç. Kapanış:</b> (BYF, Varant, Sertifika ve YPAH'ler hariç tüm yatırım araçları ile tüm pazarlar dahil)	<b>12:30 - 12:37</b>
j. Kapanış Marj Yayını	<b>12:30 - 12:31</b>
ii. Emir Toplama	<b>12:31 - 12:35</b>
iv. Kapanış Fiyatının Belirlenmesi	<b>12:35 - (+)*</b>
<b>f) Kapanış Fiyatından / Tek Fiyattan İşlemler Bölümü</b>	<b>12:37 - 12:40</b>
ii. Marj Yayını	<b>12:37 - 12:38</b>
ii. Kapanış Fiyatından /Tek Fiyattan İşlemler	<b>12:38 - 12:40</b>
Temerrüt İşlemleri Kısmi Müzayede İşlemleri (**)	<b>10:00 - 12:30</b>
Birincil Piyasa İşlemleri (Borsada Talep Toplama Yöntemiyle Halka Arz)	<b>10:30 - 12:00</b>
Birincil Piyasa İşlemleri (YPAH Kullanımından Sonra Arta Kalan Paylar)	<b>10:30 - 12:30</b>
*(+): işlemlerin tamamlanmasına bağlı olarak değişebilecek bir saati ifade eder.	
** : ME, MF, MV, MC koduyla yapılan resmi müzayede işlemleri için geçerli olan seans saatlerini ifade eder.	

**Kaynak:** Borsa İstanbul Uzmanları (2017). Finansal Piyasalar. Ders Kodu: 1006. 2 Şubat. SPL - Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları. s.190.

#### 6.4. PAY PİYASASI DEVRE KESİCİ

30.11.2015 tarihinden itibaren *BİST - Otomatik Seans Durdurma Sistemi (OSDS)* yürürlükten kaldırılarak, *BISTECH - Devre Kesici* uygulaması getirilmiştir. Piyasa koşulları gereklilik arz etmedi durumunda pay senetlerinin, yeni pay alma haklarının, varantların ve sertifikaların her biri için ayrı ayrı sermaye piyasası aracı bazında ya da piyasa genelinde devre kesiciyi tetikleyecek fiyat değişim oranlarını BİST pay piyasası bölüm müdürü resen *iki katına* kadar yükseltebilir. BİST pay piyasası genel müdürü ise gerekli gördüğü hallerde pay piyasası bölüm müdürü tarafından belirlenen bu oranları resen kaldırma ya da değiştirme yetkisine sahiptir.<sup>111</sup>

BİST pay piyasasında açılan seanslarda işlem gören pay senetlerinin, yeni pay alma haklarının, varantların ve sertifikaların işlemleri sürekli işlem bölümünde çok fiyat yöntemi ile işlem görürken, belirli bir referans değeri esas alınarak hesaplanan fiyat değişiminin BİST tarafından belirlenecek eşik değerlerine (oran) ulaşması veya bu eşik değerini aşması durumunda söz konusu pay senetlerinin, yeni pay alma haklarının, varantların ve sertifikalarının işlemleri geçici bir süre için *Emir Toplama* aşamasına alınır.

BİST pay piyasasında açılan seanslarda işlem gören pay senetlerinde, yeni pay alma haklarında, varantlarda ve sertifikalarda *tek fiyat yöntemi* kullanılarak fiyat belirlenmesi yapılır. Tek fiyat yönteminde uygulanan süreçlerin tamamlanmasından sonra ilgili pay senetlerinin, yeni pay alma haklarının, varantların ve sertifikaların işlemleri seansın sürekli işlem bölümüne tekrardan alınmakta ve ilgili işlemlere çok fiyat yöntemi ile devam edilir.

Devre kesici işlemler aşağıda yer almaktadır.<sup>112</sup>

- Devre kesici, pay piyasasında açılan seansın sadece sürekli işlem yöntemi bölümlerinde çalışır.
- Devre kesiciyi işleme sokan fiyat değişim oranlarının uygulanacağı değer en son tek fiyat yöntemi ile belirlenen *devre kesici referans fiyatıdır*. Bu fiyat, pay piyasasındaki açılış seansının, gün ortası açılış ve tekil açılış seansında oluşturulur.
- Devre kesici referans fiyatına % 10 fiyat marjı uygulanır.
- Devre kesici referans fiyat limitlerinin belirlenmesinde % 10 fiyat marjı dikkate alınır.

<sup>111</sup> [www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/devre-kesici](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/devre-kesici).

<sup>112</sup> [www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/devre-kesici](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/devre-kesici).

- Devre kesici referans fiyat limitlerine kadar normal işlemler devam eder. Fakat, bu devre kesici fiyat limitlerine değen işlemi gerçekleştirecek emir iptal edilerek, belirlenen devre kesici fiyat limitlerinden işlem olmasına izin verilmemekte ve devre kesici hemen devreye girerek emri iptal edilir. Eğer, ilgili emir önceki fiyat düzeyleriyle işlem gerçekleştirmişse emrin sadece kalan kısmı iptal edilir.
- Devre kesicinin uygulamaya geçirilmesi üzerine *beş dakikalık* emir toplama aşaması geçilmektedir. Bu aşamada, açılış seansı ya da kapanış seansı ve tek fiyat seanslarında olduğu gibi *teorik fiyat ve işlem miktarı* gösterilir.
- Devre kesicinin uygulamaya geçirilmesi üzerine *beş dakikalık* emir toplama aşamasından sonra 2 dakikalık *eşleşme aşaması* başlatılır.
- İlgili pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçları için emir toplama ve eşleşme aşamalarının tamamlanmasından sonra normal işlemle aşaması ile devam edilir.
- BİST pay piyasasında gün ortası açılış seansının ve kapanış seansının başlamasına kalan 10 dakika içerisinde (saat 12:20 – 12:30 ve 17:20 – 17:30) devre kesici çalışırsa, emir toplama süresi *beş dakikadan 10 dakikaya* çıkartılmakta ve daha sonra eşleşme olmadan emir toplamayı izleyen aşamayla devam edilir. Gün ortası açılış seansı ya da kapanış seansını izleyen emir toplama aşaması, emir toplama aşamasının sona ermesinin hemen ardından ilgili sırada eşleştirme yapılır.

Varsayalım; pay piyasasında X şirketinin pay senetleri için devre kesici çalışmaya başladı. Bu şirketin varantı ve yeni pay alma hakları için işlem yöntemi kesintiye uğramadan devam eder.

## 6.5. PAY PİYASASI ALIM SATIM SİSTEMİNE ERİŞİM

BİST pay piyasasında alım satım sistemine erişim *BISTECH İşlem Platformu* üzerinden gerçekleştirilir. BISTECH İşlem Platformu üzerinden alım satım sistemine erişim için *işlem terminalleri (TW-Trading Workstation, Omnet API), FixAPI, OUCH, ITCH* protokolleri kullanılır.<sup>113</sup>

### 6.5.1. İşlem Terminalleri (TW, Omnet API)

BİST pay piyasaları işlem salonunda ve üye ofislerinde işlem terminali (TW) kullanımına devam edilmektedir. Bu piyasalarda işlem yapan kullanıcıların her türlü emir

<sup>113</sup> Borsa İstanbul A.Ş. (2016). Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları. 30 Aralık. İstanbul: Pay Piyasası Bölümü. s.90.

iletim kapasitesi saniyede 10 adet olarak standardize edilmiştir. Pay piyasalarında emir iletim kapasitesi BİST tarafından parametrik olarak hesaplanmaktadır. Ayrıca, pay piyasalarındaki her türlü emir iletim kapasitesi, BİST tarafından önceden duyurulması koşuluyla değiştirilir.

BISTECH işlem platformu üzerinden kullanılan işlem terminallerinde *iki ayrı gruba iki ayrı bağlantı* yapılmasına gerek bulunmaz. Bu işlem terminallerinde bir kullanıcı tek bağlantı ile *her iki gruba* da bağlantı sağlama olanağını elde edebilir.

İşlem terminallerinde temsilci yardımcısı, temsilci ve baş temsilci (Şef Broker) görev yapmaktadır. Bu işlem terminallerini kullanan üyelerin merkez ofislerindeki işlem terminalleri ile BİST'deki işlem terminalleri aynı özelliklere sahip tek tip terminallerdir. BİST pay piyasasında işlem yapan üyelere tahsis edilecek olan BISTECH işlem platformundaki işlem terminallerini BISTECH üye temsilcisi eğitimlerine katılmış ve başarılı olmuş üye temsilcileri tarafından kullanılabilir. Önceki OSDS'nde *beş kademe* verilen birikimli "*Fiyat Derinlik (Fiyat Baz) Sorgusu*" BISTECH işlem platformunun uygulanmaya başlanması ile TW'larda 25 kademeye çıkarılmış olup, veri yayımına ise *beş kademedan* 10 kademeye kadar artırılabilir duruma getirilir.

## **6.5.2. FixAPI**

BISTECH işlem platformunda FixAPI Protokolü, FixAPI emir iletimi, referans veri ve FixAPI drop – copy amaçları ile kullanılır.

### **6.5.2.1. FixAPI Emir İletimi**

FixAPI emir iletimi (*FixAPI Order Entry*); emir, kotasyon ve ilave olarak özel işlem bildirimini ilişkin işlemlerle ilgili işlemlerde kullanılır. BISTECH işlem platformunda FixAPI emir iletimi, her üyenin iki gruba bağlı tüm işlem sıralarına ulaşması için en az iki FixAPI oturumu açılması ve eş-yerleşim (*co-location*) ve uzak erişim noktalarından kullanılması zorunlu tutulur. FixAPI'da belirlenen kapasiteleri ve kapasitelerin değişimi ile ilgili kurallar gruplama bazında yapılması gerekir. Mesela; 12 emir/saniye kapasitesine sahip *bir kullanıcı* sahibi olan yatırım kuruluşuna BISTECH sisteminde her bir grup oturumu için 12 emir/saniye kapasiteli bir FixAPI kullanıcısı (toplamda 2) tahsis edilmesi gerekir.<sup>114</sup>

---

<sup>114</sup>Borsa İstanbul A.Ş. (2016). Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları. s.90.

### 6.5.2.2. Referans Veri

Referans veri, pay piyasasında işlem gören her bir finansal ürün bazında referans bilgilerini sağlayan sisteme “*FixAPI Bağlantı Sistemi (FixAPI reference data)*” adı verilir. Bu emir iletim sisteminde, finansal ürüne ait gün başındaki referans bilgileri veren “*Güvenlik Tanımı (security definition) Mesajı*”, gün içindeki güncellemeler için gönderilen “*Güvenlik Tanımı Güncelleştirme (security definition update) Mesajı*”, seans değişikliklerinin takip edildiği “*Güvenlik Durumu (security status) Mesajı*”, fiyat bilgilerini içeren “*Fiyat Başvurusu (price reference) Mesajı*”, sistem üzerindeki seansların bilgilerini içeren “*İşlem Oturumu Listesi (trading session list) Mesajı*” sağlanır. FixAPI emir iletimi bağlantısından farklı olarak *Gruplama (partitioning)* yapısına sahip olmaması sebebiyle hem birinci hem de ikinci grup finansal ürünler hakkındaki bilgileri içerir.<sup>115</sup>

### 6.5.2.3. FixAPI Drop - Copy

FixAPI drop – copy; üyelere kullanıcıları bazında filtreleme yapma olanağı sunan, belli bir üyeye ait emir, kotasyon, işlem ve özel işlem bildirimleri akışının sağlandığı FixAPI bağlantı sistemidir. BİST bünyesinde kurulan bu bağlantı sisteminde, kullanıcı filtreleme özelliği 27 Haziran 2016 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Bu bağlantı sisteminde bir üye tarafından tüm kullanıcıları arasından belli bir kullanıcı grubuna ait bilgilerin alınması şeklinde filtreleme yapılmaktadır. FixAPI bağlantı sistemi, bir üyenin tüm kullanıcılarının ilgili mesajlarının gönderilmesi ile üye riskini ölçmek ve sponsor olunan kullanıcılara ait emir ve işlem akışının sponsor kullanıcılara gönderilmesi amacı ile kullanılır. FixAPI drop – copy bağlantı sisteminde iki grup (Partition) için az iki FixAPI oturumu açılması gerekir.<sup>116</sup>

### 6.5.3. OUCH

BISTECH işlem platformunda 27 Haziran 2016 tarihinde uygulamaya başlanan *OUCH Protokolü*, diğer emir iletim kanalları ile karşılaştırıldığında daha hızlı emir iletebilen, yüksek frekanslı işlemlerin gerçekleştirilmesini sağlayan yeni bir emir iletim protokolüdür. OUCH Protokolü’nde sadece limit emirler kullanılabilir. Pay piyasasında her üyenin iki gruba

<sup>115</sup> Borsa İstanbul A.Ş. (2016). Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları. s.90.

<sup>116</sup> Borsa İstanbul A.Ş. (2016). Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları. s.91.

bağlı tüm işlem sıralarına emir iletimini gerçekleştirebilmesi için en az iki OUCH oturumunun kurulması gerekir.<sup>117</sup>

#### **6.5.4. ITCH**

BISTECH işlem platformunda uygulamaya başlanan *ITCH Protokolü*, emir defterine ait tüm emir ve işlem bilgilerine daha hızlı erişim olanağı sunması sebebiyle geniş piyasa katılımcıları tarafından kullanılır. ITC sistemi piyasa verilerine çok düşük gecikme (Latency) değerleri ile ulaşma imkânı vermekte ve diğer veri yayın protokollerine göre daha hızlı veri akışı sağlar. BISTECH işlem platformunda her üyenin iki gruba bağlı işlem sıralarının piyasa bilgilerine ITCH kanalıyla erişimi gerçekleştirebilmesi için en az iki ITCH oturumunun kurulması gerekir.<sup>118</sup>

### **6.6. BORSADA SUÇ KABUL EDİLEN EYLEMLER**

Borsada suç kabul edilen fiiller güveni kötüye kullanma kapsamında, usulsüz halka arz ve izinsiz sermaye piyasası faaliyeti, bilgi ve belge vermeme ve denetimin engellenmesi, piyasa bozucu eylemler, içerden öğrenenlerin ticareti, manipülasyon suçları başlıklı konuları yer almaktadır.

#### **6.6.1. Güveni Kötüye Kullanma**

Sermaye Piyasası Kanunu'nda *Güveni Kötüye Kullanma Suçu* kapsamına alınan ve en az üç yıl hapis cezası öngörülen üç farklı suç tanımlanmıştır. Bu suçlar aşağıda yer almaktadır.<sup>119</sup>

- Sermaye piyasası faaliyetleri dolayısıyla yatırım kuruluşlarına emanetçi, yönetme ya da teminat olarak kayden ya da fiziken teslim edilen pay senetleri ve diğer finansal ürünleri, nakit ve her türlü kıymeti kendisinin ya da başkasının menfaati için satmak, kullanmak, rehnetmek, gizlemek ya da inkâr etmeye ilişkin suçlar güveni kötüye kullanma olarak kabul edilir ve bu bağlamda cezalandırılır.
- Yönetim, denetim veya sermaye açısından halka açık bir şirketin dolaylı ya da dolaysız olarak ilişkili olduğu gerçek ve tüzel kişilere emsallerine göre açık bir şekilde farklı fiyat, ücret ve bedelle, örtülü işlemlerde bulunarak kârını ya da mal varlığını azaltmasına ilişkin

<sup>117</sup>Borsa İstanbul A.Ş. (2016). Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları. s.91.

<sup>118</sup>Borsa İstanbul A.Ş. (2016). Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları. s.91.

<sup>119</sup>Türkel, Y. (2017). Güveni Kötüye Kullanma. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/guveni-kotuye-kullanma-ve-sahtecilik/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/guveni-kotuye-kullanma-ve-sahtecilik/).

suçlar, güveni kötüye kullanma olarak kabul edilir ve bu bağlamda cezalandırılır. Bu suçları işleyenler Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince; bu suçları işleyenler, etkin pişmanlık hükümlerinden faydalanabilirler.

- Halka açık şirketlerin, yatırım fonlarının, yatırım ortaklıklarının ya da bunların iştirakleri ile bağlı şirketlerin, ilişkili oldukları gerçek ve tüzel kişilerle emsallerinden, piyasa teamüllerinden, ticaret hayatının basiret ve dürüstlük ilkelerinden farklı fiyat, ücret, bedel içeren sözleşmeler ya da ticari faaliyetlerde bulunarak, kârlarını veya mal varlıklarını azaltmaları ya da arttırmalarının önlenmesine ilişkin suçlar, güveni kötüye kullanma olarak kabul edilir ve bu bağlamda cezalandırılır. Bu suçları işleyenler Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince; bu suçları işleyenler, etkin pişmanlık hükümlerinden faydalanabilirler.

Güveni kötüye kullanma suçlarını işleyip, etkin pişmanlık hakkından faydalanan kişilerin; Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerinde açıklanan örtülü kazanç tutarı ile kanuni faizinin, kârı azaltılan tarafa iade edilmesi, ayrıca iade edilen tutarın iki katı kadar paranın TC. Hazine Müsteşarlığı'na ödenmesi hükme bağlanmıştır.

Güveni kötüye kullanma suçlarını işleyip, etkin pişmanlık hakkından faydalanan kişilerin; soruşturma başlamadan önce TC. Hazine Müsteşarlığı'na yapacakları ödemeyi yapmaları durumunda kendilerine ceza verilmemektedir. Bu kişiler eğer soruşturma sürecinde ödeme yaparlarsa, bu durumda cezaları % 50 oranında azaltılır. Ancak, bu kişiler eğer hüküm verilmeden önce ödemelerini yaparlarsa, o durumda ise ödeyecekleri cezaları 1/3 oranında azaltılır.

Yatırım kuruluşlarının, kendilerine emanet edilen pay senetleri ve diğer finansal ürünleri ve nakit üzerinde işledikleri güveni kötüye kullanma suçlarını işleyenler, etkin pişmanlık hükümlerinden faydalanamazlar. Yatırım kuruluşlarının güveni kötüye kullanma suçları kapsamına giren kendi kayıtlarını kasten bozması, yok etmesi, değiştirmesi ya da ulaşılamaz duruma getirmesi suretiyle işledikleri suçlardan iki yıldan beş yıla kadar hapis ve 5.000 günden 10.000 güne kadar adli para cezası verilir.

#### **6.6.2. Usulsüz Halka Arz ve İzinsiz Sermaye Piyasası Faaliyeti**

Sermaye piyasasında açılan pazarlarda faaliyet göstermek isteyen tüm halka açık şirketler SPK'nun izin alması zorunlu tutulur. Pay senetlerini veya diğer finansal ürünlerini halka arz eden şirketlerin SPK'ndan *ihraç belgesi* onayı almaksızın pay senetlerini veya diğer sermaye piyasası araçlarını yatırımcılara satmasına ilişkin suçlar, usulsüz halka arz ve izinsiz



sermaye piyasası faaliyeti olarak kabul edilir. Bu suçu işleyenlerin, iki yıldan beş yıla kadar hapis ve 5.000 günden 10.000 güne kadar adli para cezası ile cezalandırılmaları hükme bağlanmıştır.

### **6.6.3. Bilgi - Belge Vermeme ve Denetimin Engellenmesi**

Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince, SPK tarafından görevlendirilen denetim uzmanları, elektronik ve basılı ortamda tutulan tüm bilgi ve belgeleri incelemeye yetkilidirler. Bu denetim uzmanlarının ince yapmak üzere talep ettikleri tüm bilgi ve belgeleri kendilerine vermeyen, bir kısmını saklayan, belgeler üzerinde hile yollarına başvuranlar şirketler ya da kişiler bilgi ve belge vermeme ve denetimin engellenmesi suçunu işledikleri kabul edilir. Bu suçu işleyenlerin, bir yıldan üç yıla kadar hapis ile cezalandırılmaları hükme bağlanmıştır. Denetçilerin görevlerini icrasını engelleyenlere altı aydan iki yıla kadar hapis cezası verilir. Denetçilerin görevlerini yapmalarını cebir ve tehdit kullanarak engelleyenler kişilerin Türk Ceza Kanunu (TCK)'nun ilgili maddeleri gereğince cezalandırılmaları hükme bağlanmıştır.

### **6.6.4. Piyasa Bozucu Eylemler**

Kabul edilebilir bir ekonomik ya da finansal sebeple açıklanması mümkün olmayan, BİST ve diğer organize piyasaların güvenini, açık seviyesini ve istikrarını bozan ya da bozacak fiillerin ve işlemlerin tamamı “*Piyasa Bozucu Eylemler*” olarak ifade edilir. Piyasa bozucu eylemlerin tamamı 6 Aralık 2012 tarihli ve 6362 sayılı SPKa'nun 104. Maddesi'ne dayanılarak *Piyasa Bozucu Eylemlerin Tebliği*'nde düzenlenmiştir. Piyasa bozucu eylemleri gerçekleştiren kişilere SPK tarafından idari para cezası verilir.

Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nde tüm piyasa bozucu eylemler, içsel bilgilere ya da sürekli bilgilere ilişkin piyasa bozucu eylemler, emir ve işlemlere ilişkin piyasa bozucu eylemler, iletişim veya haberleşme yoluyla işlenen piyasa bozucu eylemler ve diğer piyasa bozucu eylemler olmak üzere dört grup altında toplanır.<sup>120</sup>

<sup>120</sup>Lapçın, A. (2017). Piyasa Bozucu Eylemler. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/piyasa-bozucu-eylemler/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/piyasa-bozucu-eylemler/).

#### **6.6.4.1. İçsel Bilgi veya Sürekli Bilgilere İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler**

İçsel veya sürekli bilgilere sahip olan kişilerin, içsel ve sürekli bilgileri bu bilgiler Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uygun şekilde kamuya duyurulmasından önce diğer kişilere verilmeleri; ihraççılar tarafından düzenlenen finansal tablo ve raporlar ile bağımsız denetim raporlarının hazırlandığı hesap döneminin bitimini izleyen günden söz konusu tablo ve raporların mevzuata uygun şekilde kamuya duyurulmasına kadar geçen süre içerisinde, içsel bilgi veya sürekli bilgilere sahip olan kişilerin ya da söz konusu kişilerin eşleri, çocukları ya da aynı evde yaşadıkları kişilerin ilgili sermaye piyasası araçlarında işlem yapmaları; içsel ya da sürekli bilgilerin kesinleşmesinden Sermaye Piyasası Mevzuatı'na uygun şekilde kamuya duyurulmasına kadar geçen süre içerisinde, içsel bilgiler ya da sürekli bilgilere sahip olan kişilerin veya söz konusu kişilerin eşleri, çocukları ya da aynı evde yaşadıkları kişilerin ilgili sermaye piyasası araçlarında işlem yapmaları piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilmeleri gerekir.

#### **6.6.4.2. Emir ve İşlemlere İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler**

Alım veya satım yapılması, hesap hareketi gerçekleştirilmesi, emir verilmesi, emir iptali veya emir değiştirilmesi; farklı fiyat seviyelerinde emir iletilmesi; kendinden kendine ya da karşılıklı işlemlerin gerçekleştirilmesi; açılış ya da kapanış fiyatlarını etkilemeye yönelik işlemlerin yapılması ve bu kapsama giren diğer işlemlerin gerçekleşmesi üzerine BİST ve diğer organize piyasaların güvenini ve istikrarını bozan ya da bozacak fiillerin, işlemlerin ve davranışların tamamı "*Emir ve İşlemlere İlişkin Piyasa Bozucu Eylemler*" olarak adlandırılır.

#### **6.6.4.3. İletişim veya Haberleşme Yoluyla İşlenen Piyasa Bozucu Eylemler**

BİST ve diğer organize piyasalarda işlem gören pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçları fiyatlarının, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte ya da pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına etki edebilecek piyasa göstergeleri ile ilgili yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi vermek, söylenti çıkarmak, haber vermek, özel durum açıklaması yapmak, yorum yapmak veya rapor hazırlamak; sermaye piyasası araçları hakkında gazete, televizyon, internet veya benzer nitelikte kitle iletişim araçları kullanarak yorum veya tavsiyede bulunduktan sonra, yorum veya tavsiyesini değiştirmeye kadar veya her halükarda beş işgünü içinde "*Al veya Tut*" önerisinde bulunduğu halde "*Satmak*" ya da "*Satım*" önerisinde bulunduğu halde "*Almak*" gibi eylemler ve işlemler "*İletişim veya Haberleşme Yoluyla İşlenen Piyasa Bozucu Eylemler*" olarak açıklanır.

#### 6.6.4.4. Diğer Piyasa Bozucu Eylemler

Pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarının fiyatını veya değerini etkileyebilecek büyüklükteki emirlerin yatırım kuruluşlarına, BİST ve diğer organize piyasalara iletilmesinden önce, yatırımcıların emir bilgilerine sahip olarak emre konu olan pay senetlerinde ve diğer sermaye piyasası araçlarında emir verilmesi, verilen emirlerin değiştirilmesi ya da iptal edilmesi veya ilgili emirlere ilişkin bilgilerin üçüncü şahıslara aktarılması “*Diğer Piyasa Bozucu Eylemler*” olarak açıklanır. Piyasa,da bu fiillere “Front Running” adı verilir.

#### 6.6.5. İçerden Öğrenenlerin Ticareti

Doğrudan ya da dolaylı olarak pay senetleri ve diğer finansal ürünleri ya da ihraççılar hakkında, ilgili pay senetleri ve diğer finansal ürünlerinin fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki henüz kamuya açıklanmamış belgelere ve/veya bilgilere dayalı olarak pay senetleri ve diğer finansal ürünlerin alım ya da satım emrini veren, verdiği emri değiştiren veya iptal eden kişi ve/veya kuruluşların kendisine veya bir başkasına menfaat sağlamasına ilişkin tüm fiiller “*İçerden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading)*” adı verilir.

İçerden öğrenenlerin ticareti kapsamındaki eylemlerin tamamı 6 Aralık 2012 tarihli ve 6362 sayılı SPK’nun 106. Maddesi’ne dayanılarak *Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği*’nde düzenlenmiştir. Bu tebliğ, SPKa’nun 106. Maddesi kapsamında açıklanan fiillerin işlendiğine dair yeterli şüphe bulunan hallerde ya da ilgili fiillerin işlendiğinin tespit edilmesi halinde gerekli önlemlerin alınarak BİST ve diğer organize piyasaların etken, etkin ve standartlara uygun olarak sağlıklı şekilde işlemlerini sağlamak amacıyla düzenlenmiştir.

Bu suçları işleyen/işleyebilecek kişiler/kuruluşlar arasında ihraççı şirketler ya da bunların bağlı veya hâkim olduğu şirketlerinin yöneticileri, ihraççıların veya bunların bağlı veya hâkim olduğu şirketlerin pay sahibi olmaları dolayısıyla, bu belgelere ve/veya bilgilere sahip olan kişiler; iş, meslek ve görevlerinin icrası sebebiyle bu belgelere ve/veya bilgilere sahip olan kişiler; bu belgeleri ve/veya bilgileri suç işleyerek elde eden kişiler; bu belgelerin ve/veya bilgilerin suç işleyerek elde edildiğini bilen kişiler ya da ispat edilmesi durumunda bilmesi gereken kişiler yer alır. Bu suçu işleyenlerin, iki yıldan beş yıla kadar hapis veya adli para cezası ile cezalandırılmaları hükme bağlanmıştır.

### 6.6.6. Manipülasyon

BİST ve diğer organize piyasaların işleyişine dışarıdan müdahalede bulunulmasına “Manipülasyon (Piyasa Dolandırıcılığı)” adı verilir. Manipülasyon sermaye piyasalarında gerçekleştirilen en önemli suçlardan biri olarak kabul edilir.

Manipülasyon kapsamındaki eylemlerin tamamı 6 Aralık 2012 tarihli ve 6362 sayılı SPKa'nun 107. Maddesi'ne dayanılarak *Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği*'nde düzenlenmiştir. Bu tebliğ, SPKa'nun 107. Maddesi kapsamında açıklanan fiillerin işlendiğine dair yeterli şüphe bulunan hallerde ya da ilgili fiillerin işlendiğinin tespit edilmesi halinde gerekli önlemlerin alınarak BİST ve diğer organize piyasaların etken, etkin ve standartlara uygun olarak işlemesini sağlamak amacıyla düzenlenmiştir.

Manipülasyon kapsamındaki fiiller, yatırımcıların hileli emir ve işlemlerle aldatılması şekline yapılan “İşleme Dayalı Manipülasyon” ve yatırımcıların asılsız haberlerle ve gerçek dışı raporlarla yanıltılması şeklinde yapılan “Bilgiye Dayalı Manipülasyon” olarak iki şekilde gerçekleştirilir.

#### 6.6.6.1. İşleme Dayalı Manipülasyon

Pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarının fiyatları, fiyat değişimleri, arz ve talepleri hakkında yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapmak, emir vermek, emir iptal etmek, emir değiştirmek veya hesap hareketleri gerçekleştirmek şeklindeki fiiller “İşleme Dayalı Manipülasyon” olarak ifade edilir. Bu suçu işleyenlere yapılacak yargılama neticesinde suçu işlediği ispatlanan kişilere, iki yıldan beş yıla kadar hapis ve 5.000 günden 10.000 güne kadar adli para cezası ile cezalandırılmaları hükme bağlanmıştır. Suçu işleyen kişiler eğer bir menfaat sağlamışsa, verilecek para cezası bu menfaatten az olmaması gerekir.

6362 sayılı SPKa'nun işleme dayalı manipülasyon suçu ile ilgili olarak pişmanlık hükümleri getirmiştir. Bu hükümlerde, işleme dayalı manipülasyon suçunu işleyen kişi pişmanlık göstererek, en az 500.000-TL.'sını hakkında soruşturma başlamadan önce TC. Başbakanlık Hazineye Müsteşarlığı'na ödeme yapması halinde bu kişiye ceza verilmez; aynı tutarı, soruşturma sırasında ödenmesi durumunda cezanın ½'si indirilir; soruşturma tamamlanıp davanın açılması halinde ise, söz konusu indirimden yararlanmak için işleme dayalı manipülasyon suçunu işleyen kişinin ödemeyi hüküm verilene kadar yapması halinde

belirlenen ceza 1/3'ü oranında indirilmesi gerekir; işleme dayalı manipülasyon suçundan eğer menfaat sağlanmışsa, pişmanlıktan faydalanmak amacıyla ödenmesi gereken tutarın en az menfaatin iki katı olması gerekir.

#### **6.6.6.2. Bilgiye Dayalı Manipülasyon**

Pay senetleri ve diğer finansal ürünlerin fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek için yalan, yanlış, yanıltıcı bilgi verme, söylenti çıkarma, haber verme, yorum yapma veya rapor hazırlama ya da bunları yayma fiilleri “*Bilgiye Dayalı Manipülasyon*” olarak tanımlanır. Bilgiye dayalı manipülasyon suçunu işleyen kişilere, iki yıldan beş yıla kadar hapis ve 5.000 güne kadar adli para cezası ile cezalandırılmaları hükme bağlanmıştır. Bilgiye dayalı manipülasyon suçunun SPKa'nun pişmanlık hükümlerinin uygulanarak kaldırılmasına ya da indirilmesine izin verilmez.

## 7. BORSA İSTANBUL - PAY PİYASASI OPERASYONEL İŞLEMLER

BİST pay piyasası operasyonel işlemler kapsamında kullanılan emir çeşitleri, emir ve işlem esasları, işlem yöntemleri, emir değiştirme ve emir iptali, emir giriş kuralları, kredili menkul kıymet ve açığa satış ve özel uygulamalar başlıklı konular yer almaktadır.

### 7.1. PAY PİYASASI EMİR ÇEŞİTLERİ

BİST pay piyasasında kullanılan BISTECH sistemine iletilebilecek emirler arasında limit fiyatlı emirler, piyasa emirleri, piyasadan limite emirler, dengeleyici emirler, koşullu emirler, kotasyon emirleri, orta nokta emirleri, ağırlıklı ortalama fiyat emirleri, küsurat emirler, açığa satış emirleri yer alır. BISTECH sisteminde iletilen her emir, sadece girildiği gün süresince geçerli kabul edilir ve yatırımcılar aracı kurumlara verecekleri emirlerin geçerlilik süresince ya da son tarih açıklanarak verilebilmektedir.

BISTECH Sistemi'nde iletilen emir çeşitleri aşağıda yer almaktadır.<sup>121</sup>

#### 7.1.1. Limit Fiyatlı Emirler

Fiyatın ve miktarın belirtildiği emirlere “*Limit Fiyatlı Emirler (LFE)*” adı verilir. Bu emirlerin gerçekleşmeyen kısmı işlem görmedikçe ya da kalan emirler için kalanı iptal et (KİE) emri verilmediği sürece bu emirler, BISTECH sisteminde pasif olarak geçerlilik süresi sonuna kadar bekletilir.

#### 7.1.2. Piyasa Emirleri

BISTECH Sistemi'nde fiyat bildirilmeksizin sadece miktar belirtilerek girilen emirlere “*Piyasa Emirleri*” adı verilir. Bu emirler, karşı taraftaki en iyi fiyatlı emirlerle eşleştirilerek işleme dönüşürler. Bu emirler, yalnızca KİE şeklinde girilebildiğinden, karşı tarafta eşleşecek hiçbir emir bulunmazsa otomatik olarak iptal edilir. Seansların açılış ve kapanış kısımları ve tek fiyat yönteminde emir toplama sürecinde girilen piyasa emirleri, eşleştirme başlayana kadar emir defterinde bekletilir. Bu emirlerin eşleştirmesi başlatıldığında işleme dönüşürler. Piyasa emirlerinin işleme dönüştürülmeyen kısmı, seansın sürekli işlem veya takip eden tek fiyat bölümüne aktarılmayarak iptal edilirler. Bu işlemler için Maksimum 3 milyon TL sınırı uygulanır. Bu sınır, en son işlem fiyatı üzerinden hesaplanır. Piyasa işlemlerinde son işlem fiyatı bulunmuyorsa, bir önceki kapanış fiyatına bakılması gerekir. Her iki fiyatında da

<sup>121</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.127-130.

bulunmaması halinde manuel şekilde Borsa İstanbul tarafından girilen bir fiyat varsa o fiyata bakılması gerekir. Aksi takdirde, işlem gerçekleşene kadar sistem tarafından piyasa emri girilmesine izin verilmez.

### **7.1.3. Piyasadan Limite Emirler**

BISTECH Sistemi'nde fiyat bildirilmeksizin girilen emirler olup, karşı taraftaki en iyi fiyat kademesinde bekleyen emirlerle eşleşerek işleme dönüşen emirlere “*Piyasadan Limite Emirler (market to limit order)*” olarak ifade edilmektedir. Fakat, işleme dönüşmeyen piyasadan limitle emirlerin gerçekleştiği son işlem fiyatının alınması, KİE emirleri dışındaki kalan emirlerin limit fiyatlı emre dönüştürülmesi ve ardından emir defterinde pasif olarak kayıt edilmesi gerekir. İlgili açılış ve kapanış ve tek fiyat bölümünde fiyat oluşmaması hâlinde veya seansın sürekli işlem bölümünde girildikleri anda hiç işleme dönüşmemiş olmaları hâlinde piyasadan limite emirler iptal edilir. Piyasadan limitle emirlerde sınır, piyasa emirlerinde olduğu gibi maksimum 3 milyon TL olarak belirlenmiştir.

### **7.1.4. Dengeleyici Emirler**

BISTECH sisteminde açılış ve kapanış seansları dâhil tek fiyat yöntemi uygulanan tüm seanslarda, fiyat belirleme sırasında hesaba katılmayan ancak belirlenen eşleşme fiyatı düzeyinde karşılanmadan kalan emirler ile işlem yapmak üzere girilen emirlere “*Dengeleyici Emirler (imbalance orders)*” adı verilir. Bu emirler, eşleşme fiyatından kalan emirler tükendiğinde veya eşleşme fiyatından kalan emir bulunmuyorsa birbirleri ile eşleşme fiyatından işleme dönüşebilirler. Eşleşmeden geriye kalan dengeleyici emirlerin ise iptal edilmesi gerekir.

### **7.1.5. Koşullu Emirler**

BISTECH sisteminde girilen emrin aktif hâle ya da işleme dönüşebilmesi için bazı koşulların belirlendiği emirler “*Koşullu Emirler*” olarak tanımlanır. Koşullu emirler; miktar koşullu emirler, fiyat koşullu emirler, zaman koşullu emirler ve kısmi görünme koşullu emirler olmak üzere 4 grup altında açıklanabilir.

#### **a. Miktar Koşullu Emirler**

BISTECH sisteminde belirtilen fiyat seviyesinde emrin verilen miktarın tamamı karşılanamaması durumunda, işlem görmeyen emirlere “*Miktar Koşullu Emirler*” adı verilir. Söz konusu emirde verilen miktarın tamamı karşılanırsa, emirlerin tamamı işleme tabi olurlar.

Miktar koşullu emirlerde; hepsi ya da hiçbiri (*AON - all or none*) şeklinde emirler verilir. Ayrıca; gerçekleşmezse iptal et (*fill or kill*) türü emirleri de verilebilir. Gerçekleşmezse iptal et emirlerinin devreye alınma zamanlarının kamuya ayrıca duyurulması gerekir.

#### **b. Fiyat Koşullu Emirler**

BISTECH sisteminde bir pay piyasası aracının cari piyasa fiyatının ya da emir defterindeki en iyi alış/satış fiyatının, şartlı fiyat düzeyine ulaşması halinde ilgili veya tanımlanmış bir diğer bir pay piyasası aracının emir defterinde aktifleşen ya da işleme dönüşen emirlere “*Fiyat Koşullu Emirler*” denir. Fiyat koşullu emirlerin devreye alınma zamanlarının kamuya ayrıca duyurulması gerekir.

#### **c. Zaman Koşullu Emirler**

BISTECH sisteminde seansın daha önceden belirlenen bir bölümünde aktifleşen ya da seansın bir bölümünde geçerli olmak şartıyla girilen emirlere “*Zaman Koşullu Emirler*” denir. Zaman koşullu emirler, açılış ve kapanışta geçerli olan emirler (at open/at close) şeklinde de girilir. Zaman koşullu emirlerin devreye alınma zamanlarının kamuya ayrıca duyurulması gerekir.

#### **d. Kısmi Görünme Koşullu Emirler**

BISTECH sisteminde limit fiyatlı emirler, kısmen görünme koşuluyla girilebilen emirlere “*Kısmen Görünme Koşullu Emirler*” adı verilir. Bu emirlerde, emir defterinde görülmesi talep edilen miktarın tamamı işlem gördüğü zaman gizli bölümden talep edilen miktar kadar kısım açığa çıkartılır. Kısmen görünme koşullu emirlerin açığa çıkan bu miktarı, açığa çıktığı anda girilmiş yeni bir emir gibi fiyat ve zaman önceliği kurallarına göre emir defterinde yerini alması gerekir. Kısmen görünme koşullu emirlerinin tamamı karşılanıncaya kadar; geçerlilik süresi sona erene kadar ya da kalan bu emirler iptal edilinceye kadar devam etmesi gerekir. Devreye alınma zamanlarının kamuya ayrıca duyurulması gerekir.

#### **7.1.6. Kotasyon Emirleri**

BISTECH sisteminde kotasyonu oluşturan limit fiyatlı alış ve satış emrinden oluşan ve sadece piyasa yapıcı/likidite sağlayıcı üyelerin girilebildiği emirler “*Kotasyon Emirleri*” olarak ifade edilir. Kotasyon emirlerinin alış veya satış tarafı ya da bu emirlerin tamamı iptal edilir.

#### **7.1.7. Orta Nokta Emirleri**



BISTECH sisteminde piyasa katılımcılarına daha düşük işlem maliyeti karşılığında büyük miktarda emirleri kendi aralarında eşleştiren emirlere “Orta Nokta (*mid-point*) Emirleri” denir. Bu emirlerin sisteme girişi ve verilen emirlerin miktarlarının değiştirilmesi sırasında minimum ve maksimum tutar kontrolü yapılması gerekir. Orta nokta emirlerin değeri, 100.000-TL ile 30 milyon TL arasında olması gerekir. Fakat, kalan emirlerin 100.000-TL’lik asgari sınırın altına düşmesi durumunda emirlerin geriye kalan miktarında değişiklik yapılmadığı sürece 100.000-TL’lik asgari sınırı aranmaz.

Orta nokta emirler için sürekli otomatik eşleştirme yapılır. Bu emirler, normal emir defterindeki en iyi alış emirleri ve en iyi satış emirlerinin fiyatlarının aritmetik ortalaması ile fiyatlanır ve ayrı ve kapalı bir emir defterinde işlem görürler. Orta nokta emirlerinin gerçekleşmesinden sonra miktar bilgisi piyasaya gönderilir. Orta nokta emirlerinin miktarı ve hacmi ilgili sıranın miktarına ve hacmine dâhil edilir. Devreye alınma zamanlarının kamuya ayrıca duyurulması gerekir. Orta Nokta emirler, sadece BIST30 endeksi bünyesine alınan pay senetlerinde kullanılır.

#### **7.1.8. Ağırlıklı Ortalama Fiyat (AOF) Emirleri**

BISTECH sisteminde gün sonunda ilgili sırada oluşan ağırlıklı ortalama fiyat veya kapanış fiyatı vs. gibi bir fiyatı referans alarak gerçekleştirilen emirlere ya da işlemlere “Ağırlıklı Ortalama Fiyat (AOF) Emirleri” denir. Bu emirler, 30 Eylül 2016 tarihinde itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Ağırlıklı ortama fiyat emirlerinde bir pay senedi sırasında gün sonunda oluşan AOF baz alınarak, bu fiyat üzerinden ya da bu fiyata belirli bir sayıda fiyat adımı uzaklıkta fiyatlar ile gün içerisinde işlem yapılması planlanır. Ağırlıklı ortalama fiyat emirleri günün sonunda oluşan AOF üzerinden yapılır, günün sonunda pay senedi sırasında oluşacak “AOF ± BİST tarafından belirlenecek sayıda fiyat adımı” kullanılarak gün içinde işlem yapılır, bu emirler merkezi emir defterinden ayrı bir sırada işlem görürler, bu işlemlerin gerçekleşmesinden sonra piyasaya bilgi verilmez. Fakat, piyasada oluşan AOF emirleri BİST günlük bülteninde açıklanır. Bu emirlerin sisteme girişi ve verilen emirlerin miktarlarının değiştirilmesi sırasında minimum ve maksimum tutar kontrolü yapılması gerekir. Ağırlıklı ortalama fiyat –TAR- emirlerinin miktarı 100.000 Lot - 10 milyon Lot arasında olması gerekir. AOF emirleri, sadece BIST30 endeksi bünyesine alınan pay senetlerinde kullanılır.

#### **7.1.9. Kusura Emirler**

BISTECH Sistemi'nde işlem birimindeki miktardan daha az miktarda verilen emirlere “Küsurat Emirleri” denir. Bu emirlere fiyat verilmeden sadece miktar girilir. Küsurat işlemi, o andaki pay senedi ve diğer pay piyasası aracının “E” sırasındaki son işlem fiyatından gerçekleşmesi gerekir. Küsurat emirler, karşı küsurat emirler ile kısmen eşleştirilir. Farklı bir işlem sırasında bir adedin altındaki miktarlar ile yapılan küsurat işlemler aynı pay senedine ait normal emir defterinde oluşan en son işlem fiyatı ile fiyatlandırılır. Devreye alınma zamanlarının kamuya ayrıca duyurulması gerekir.

#### **7.1.10. Açığa Satış Emirleri**

Sermaye Piyasası Mevzuatı ve BİST çerçevesinde yapılan açığa satış işlemlerine “Açığa Satış Emirleri” denir. Bu emirler, Sermaye Piyasası Mevzuatı ve BİST düzenlemelerinde açıklanan fiyat sınırlamalarına tabidir.

### **7.2. PAY PİYASASI EMİR VE İŞLEMLERİ**

BİST pay piyasası emir ve işlem esasları kapsamında; işlem birimi (Lot), işlem ve özellik kodu, emir ve işlem numaralandırma sistemi, fiyat gösterimi, fiyat ilanı, ağırlıklı ortalama fiyat, işlemlerde uygulanacak baz fiyat aralıkları ve fiyat adımları, baz fiyat, fiyat adımları, referans fiyat, fiyat değişme sınırları, fiyat tescili, gerçekleşen işlemlerin belirlenmesi başlıklı temel kavramlar yer almaktadır.

#### **7.2.1. İşlem Birimi**

BİST pay piyasasında işlem birimi bir pay senedi veya diğer pay piyasası aracından, kendisi veya katları ile işlem yapılan asgari miktarı ya da değerine “İşlem Birimi (Lot)” adı verilmektedir. Tüm pay senetleri ve yeni pay alma hakkı işlemlerinde işlem birimi olarak “1,00 TL (*nominal*) = 1 adet = 1 Lot” eşitliği kullanılır. Verilecek emirlerin, küsurat sıraları (.KE) haricindeki işlem biriminden daha küçük miktarda olan küsurat emirler verilmemesi gerekir. Nominal değere sahip olmayan *Kurucu* pay senetlerine ilişkin emirlerin “*adet*” şeklinde verilmesi gerekir. Borsa Yatırım Fonu katılma belgelerinin lot büyüklüğünün *Bir Adet Katılım Payı* olarak kullanılır. Yönetim kurulu pay senedi veya diğer pay piyasası aracının niteliklerini esas alarak, işlem birimini miktar ya da değer olarak belirlemeleri ve ardından KAP’da ilan edilerek, kamunun bilgilendirilmesi gerekir.

#### **7.2.2. İşlem ve Özellik Kodu**

BISTECH işlem platformunda işlem gören mevcut pay senedi veya diğer pay piyasası araçlarının kodları ile bu sermaye piyasası araçlarının özellik kodları korunduğu sisteme “İşlem ve Özellik Kodu” denir. BISTECH sisteminde işlem kodu alanında 32 karaktere kadar çıkılabilir. BISTECH sisteminde takası Takasbank dışında gerçekleşecek toptan alım-satım işlemlerinde özellik kodu “.NSE” kullanılır. Birincil piyasalarda sabit ve değişken fiyatla talep toplama yöntemleri kullanılarak yapılan işlemlerde “.HE” özellik kodu kullanılır. Yeni pay alma haklarının kullanımının ardından geriye kalan pay senetlerinin sürekli işlem yöntemi ile birincil piyasada satışında “.BE” özellik kodu kullanılır. Mesela; *ADANA.R*, *ADANA.TE*, *EREGL.E*, *EREGL.AOF*, *GAIAA.V*, *GARDBLECW001*, *TEST.HE* vs. gibi.

Borsa İstanbul BISTECH Sisteminde geçerli özellik kodlarını gösteren çizelge Tablo (7.1)’de yer almaktadır.

**Tablo 7.1: BISTECH Sisteminde Geçerli Özellik Kodları**

Özellik Kodu	Açıklamalar
.E	Eski
.V	Varant
.C	Sertifika
.F	BYF
.BE	Birincil – Yeni Pay Alma Haklarından Arta Kalan
.HE	Halka Arz veya Pay Geri Alım Çağrısı
.R	Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakları
.TE	Eski Sırasında Temerrüt
.TV	Varant Sırasında Temerrüt
.TC	Sertifika Sırasında Temerrüt
.TF	Fon Sırasında Temerrüt
.TR	Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakları Sırasında Temerrüt
.KE	Küsürat
.ME	Eski Sırasında Müzayede
.MR	Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakları Sırasında Müzayede
.MV	Varant Sırasında Müzayede
.MF	Fon Sırasında Müzayede
.MC	Sertifika Sırasında Müzayede
.AOF	Ağırlıklı Ortalama Fiyattan
.NSE	Takası Takasbank Dışında Olan TAS İşlemi

**Kaynak:** Borsa İstanbul Uzmanları (2017). Finansal Piyasalar. Ders Kodu: 1006. 2 Şubat. SPL - Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları. s.84.

### 7.2.3. Emir ve İşlem Numaralandırma Sistemi

BISTECH sisteminde kapsamında, başında tarih olmadan, 64 bit, grup, emir defteri ve alış/satış tarafı bazında özgün bir şekilde verilen sisteme “Emir ve Numaralandırma Sistemi”

denir. Bu sistemde İşlem numarası gün içerisinde grup bazında özgün ve sıralı şekilde verilir. Bu sistemde bir emir, emrin girildiği yatırım aracı, emrin alış ya da satış olduğu, emir numarası bir kotasyon emrinin alış ve satış tarafı aynı anda girildiğinde bu sistem her iki taraf için aynı emir numarasını verir. Ancak; kotasyonun kendisine ayrı bir numara verilmez. Mesela; Emir Numarası: 5B6866C1:00002801 ve İşlem Numarası: 09240A4100000001 şeklinde verilir.

#### **7.2.4. Fiyat Gösterimi**

BISTECH sisteminde kuruş altı emirlerde fiyat gösterimi yapılabilir ve bu emirler kuruş alanı üç karakter olacak şekilde verilir. Mesela; fiyat, fiyat, 20,140 şeklinde gösterilir. 10,050 olarak gösterilir.

#### **7.2.5. Fiyat İlanı**

BİST pay piyasasında ilan edilen fiyat, 1-TL nominal değerli pay senedinin ya da 1-TL nominal değerdeki pay senedi üzerinde yer alan yeni pay alma hakkının piyasa fiyatıdır. BISTECH sisteminde hesaplanan ve ilan edilen tüm fiyatlarda virgülden sonra kuruş alanı 3 karakter olacak şekilde kullanılır. Borsa Yatırım Fonu (BYF) katılma belgelerinin fiyatları Türk Lirası (TL) ise bir adet katılma belgesinin fiyatını olacak şekilde kullanılması gerekir. Pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçları için BİST kaydına alınan fiyatlar ve işlem miktarları seansın sona ermesinden sonra BİST genel müdürlüğünce belirlenen koşullara ve şekilde pay piyasası Borsa İstanbul Bülteni'nde ya da diğer elektronik ortamlarda ilan edilir ve bu yolla kamunun bilgilendirilmesi yapılır. Eğer bir pay senedi ya da diğer pay piyasası aracı için ilgili seansta BİST kaydına alınan bir fiyat bulunmuyorsa bile pay piyasası Borsa İstanbul Bülteni'nde ilan edilmesi gerekir.

#### **7.2.6. Ağırlıklı Ortalama Fiyat**

Fiyat İşlem gören pay senedi ya da diğer pay piyasası aracının BISTECH sistemi tarafından hesaplanan miktar ağırlıklı fiyatına “*Ağırlıklı Ortalama Fiyat (AOF)*” denir. Bu fiyatın hesaplanmasında normal emir işlemleri kullanılır.

#### **7.2.7. Baz Fiyat Aralıkları ve Fiyat Adımları**

BİST pay piyasasında pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının alım ve satım emirlerinin karşılaştırılması, pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının fiyat kademelerine göre belirlenen fiyat adımlarına uygun fiyatlarla yapılması gerekir.

### 7.2.8. Baz Fiyat

BİST pay piyasasında bir seans boyunca o pay senedi ve diğer pay piyasası aracının işlem gördüğü üst ve alt fiyat sınırlarının belirlenmesine temel olan fiyata “*Baz Fiyat*” adı verilir. BISTECH sisteminde bir önceki işlem gününün kapanış fiyatı, baz fiyat olarak belirlenir.

Bir önceki işlem gününün kapanış fiyatı yoksa veya fiyat serbest bırakılmışsa; tek fiyat işlem yöntemi ile işlem gören sıralar için ilk fiyatın olduğu emir toplama aşaması sonrasında belirlenen eşleşme fiyatı ve sürekli işlem yöntemi ile işlem gören sıralar için ilk işlemin fiyatı baz fiyat olarak belirlenir. İşlem görecek yeni pay alma haklarında ilk gün sonuna kadar baz fiyat uygulanmayacak ve işlem gördüğü ilk günün kapanış fiyatı ertesi günün baz fiyatını oluşturur. Bir önceki günden baz fiyata sahip bir pay senedinde gün içerisinde herhangi bir işlem yapılmadığında bu baz fiyat, ertesi günün baz fiyatı olarak kullanılır. Varant ve sertifika sıralarında baz fiyat uygulaması yoktur. Kar payı ödemeleri ya da sermaye artırımlarında BİST tarafından hesaplanan teorik fiyatın en yakın fiyat adımına yuvarlanması sonucu elde edilen baz fiyatın BISTECH sistemine girilmesi gerekir.

### 7.2.9. Fiyat Adımları

BİST pay piyasasında işlem gören her pay senedinin fiyatının bir defada gerçekleşecek en küçük fiyat değişimine “*Fiyat Adımı*” denir. Fiyat adımları, fiyat seviyelerine göre belirlenir.

Varantlar, sertifikalar ve toptan alım ve satım (TAS) işlemlerinde her fiyat seviyesi için fiyat adımı 1 kuruş olarak belirlenmiştir. BİST pay piyasasının BISTECH işlem platformu üzerinde işlem gören pay senetleri ve yeni pay alma hakları Tablo (7.2)’de BYF katılma belgeleri Tablo (7.3)’de açıklanan fiyat seviyelerinin ve fiyat adımlarının kullanılması gereklidir.

Tablo (7.2) : Paylarda ve Yeni Pay Alma Haklarında Geçerli Fiyat Adımları				Tablo (7.3) : BYF Katılma Belgelerinde Geçerli Fiyat Adımları			
Fiyat Seviyesi (TL)			Fiyat Adımı (TL)	Fiyat Seviyesi (TL)			Fiyat Adımı (TL)
0,01	-	19.999	0,01	0,01	-	49.999	0,01
20.000	-	49.999	0,02	50.000	-	99.999	0,02
50.000	-	99.999	0,05	100.000	-	249.999	0,05
100.000	-	Üzeri	0,1	250.000	-	Üzeri	0,1

BISTECH sisteminde pay senedinin fiyat adımı baz fiyata bağlı olmaksızın ilgili fiyat düzeyine göre belirlenir. Mesela; X pay senedinin baz fiyatı olarak kabul edilen kapanış fiyatı 29,97 TL olduğunu varsayalım. Tablo (7.2) göre; X pay senedinin işlem sırasında fiyat seviyesi 20.00 TL - 49,99 TL aralığında olup, fiyat adımı 2 kuruş olacaktır. Bu durumda, bir sonraki seansda X pay senedinin baz fiyatı 2 kuruşluk adıma uygun olarak 29,98 TL olacaktır.

#### **7.2.10. Referans Fiyat**

Şirket pay senetlerinin ya da yeni pay alma haklarının ilgili BİST pay piyasası düzenlemesi çerçevesindeki kurallar ve yöntemler temel alınarak hesaplanan, pay senetlerinin ya da yeni pay alma haklarının işlem gördüğü en üst fiyat limitinin ve en alt fiyat limitlerinin belirlenmesinde kullanılmayan, sadece fiyat tescili tamamlanana kadar piyasadaki yatırımcıların referans değer olarak kullandığı fiyata “*Referans Fiyat*” adı verilmektedir.

#### **7.2.11. Fiyat Değişme Sınırları**

BİST pay piyasası düzenlemeleri çerçevesinde belirlenen kurallar; pay senedi ve diğer sermaye piyasası araçlarının ilgili fiyat marjı/fiyat sınırları dahilinde yapılan işlemlerin maksimum ve minimum sınırlarına “*Fiyat Değişim Sınırları*” denir. BİST pay piyasasında baz fiyat üzerinden işlem gören her pay senedi ve diğer pay piyasası aracının BİST pay piyasası seanslarında tek fiyat veya sürekli işlem yöntemine göre oluşan fiyatları, pay senetlerinde ve borsa yatırım fonu katılma belgelerinde fiyat marjı/fiyat sınırı ( $\pm\%$  20) ve yeni pay senedi alma haklarında ve ISKUR.E’de  $\pm\%$  50 üzerinden hesaplanacak fiyat değişim sınırları içinde gerçekleşir. Bu piyasada varant ve sertifikalarda ise serbest marj/fiyat sınırı uygulanması sebebiyle, baz fiyat ve fiyat sınırı kullanılmaz. BISTECH sisteminde fiyat değişim sınırları dahilinde oluşan fiyatlar, üst fiyat limiti bulunurken yukarı adıma yapılan yuvarlama “*Aşağı Adıma*”, alt fiyat limiti bulunurken aşağı adıma yapılan yuvarlama ise “*Yukarı Adıma*” doğru yani fiyatlar, içeriye doğru yuvarlanırlar. Bu sistemde, kapanış seansında kullanılan ve sürekli işlem bölümünde gerçekleşen son işlem fiyatı üzerine ( $\pm\%$ 3) olarak hesaplanan fiyat limitleri uygulanır.

#### **7.2.12. Fiyat Tescili**

BİST pay piyasasında alım satımı yapılan bir pay senedi veya diğer pay piyasası aracının fiyatının BİST’de kayıt altına alınmasına “*Fiyat Tescili*” adı verilir. Bir pay senedi veya diğer sermaye piyasası aracının fiyatının işlem gördüğü miktar bir lot ya da üzerinde olduğunda, BİST kaydına alınması gerekir. BİST genel müdürlüğü, işlem fiyatlarını BİST

kaydına almasından sonra asgari işlem miktarı önceden KAP'da ilan edilerek, söz konusu fiyatları değiştirilir. Normal emir defterinde sadece iletilen normal emirlerin karşılaştırılması yapılır. Bu defterde, normal emirlere ilişkin işlemlerin kayıtlı fiyatları, en düşük, en yüksek, ağırlıklı ortalama fiyatı ve kapanış fiyatları BİST Bülteni'nde ilan edilerek, kamunun bilgilendirilmesi sağlanmaktadır.

### **7.2.13. Gerçekleşen İşlemlerin Belirlenmesi**

BİST pay piyasasındaki seansın sonunda, gerçekleştirilen işlemlerin tamamı ile ilgili fiyatların, miktarların ve tutarların açıklandığı işlem raporları elektronik ortamda BİST üyelerinin erişimine ve kullanımına açılır. Üyeler, BİST'in hazırladığı işlem raporlarından faydalanarak kendilerine ait yasal kayıtlarını oluştururlar. Bu işlem raporlarında açıklanan bilgilerde bir uyumsuzluk ortaya çıkması halinde BİST kayıtları temel alınır.

## **7.3. PAY PİYASASI İŞLEM YÖNTEMLERİ**

Pay senetlerinin ve/veya diğer pay piyasası araçlarının alım satımında "*Sürekli İşlem ve Tek Fiyat*" yöntemleri kullanılır. Bu yöntemler, Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde yapılan düzenlemede ve Borsa İstanbul Genel Müdürlüğü tarafından belirlenen kurallara göre uygulanır. Sürekli işlem ve tek fiyat yöntemleri aşağıda yer almaktadır.<sup>122</sup>

### **7.3.1. Sürekli İşlem Yöntemi**

Bir pay senedi ve diğer sermaye piyasası aracının BISTECH sistemine iletilen emirlerin BİST tarafından belirlenen seanslarda sürekli olarak, öncelik ve işlem kuralları uygulanarak, farklı fiyat seviyelerinden eşleştirilmesine "*Sürekli İşlem Yöntemi = Çok Fiyat Yöntemi*" adı verilir. Bu yöntem pay senedinde, BİST üyelerinin alım/satım emirlerinin ve gerçekleşen işlemlerin üyeler tarafından izlenebilecek şekilde gösterilmesi sağlanır. Sürekli işlem yönteminde alım ve satım emirleri BİST düzenlemelerdeki kurallara uygun olarak BISTECH sistemine iletilirler. Bu sistemde, emirler iletildiği andan itibaren öncelik kurallarına uygun olarak işlem görürler. Bu sistemde emir girişleri miktar ve tutar şeklinde BİST yönetim kurulu tarafından belirlenen azami sınırlara uygun olarak girilir. BİST'de işlem yapan üyeler, daha önce başka üyeler tarafından BISTECH sistemine girilmiş olan emirler üzerinde tamamen veya kısmen işlem yapılması gerekir. Bir pay senedi ve diğer sermaye

<sup>122</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.89-99.

piyasası aracının ana işlem sırasına bağlı ve geçici olarak, belirli bir süre açılan işlem sıralarında ise tek fiyat yöntemi uygulanmaz.

Geçici ve süreli pazarlarda kullanılan işlem yöntemi Tablo (7.4)'de listelenmektedir.

**Tablo 7.4: Geçici ve Süreli Pazarlardaki İşlem Yöntemi**

Geçici İşlem Sırası	İşlem Yöntemi
Resmi Müzayede (ME, MF, MV, MC)	Sürekli İşlem
Birincil Piyasa – Yeni Pay Alma Hakkı Kullanımından Kalan Pay Senetlerinin Satışı	Sürekli İşlem
Temerrüt	Sürekli İşlem
Yeni Pay Alma Hakkı Sırası	Sürekli İşlem
Toptan Alış ve Satış İşlemleri	Özel işlem bildirimini aracılığıyla pay piyasası uzmanları tarafından gerçekleştirilir.

**Kaynak:** Borsa İstanbul Uzmanları (2017). Finansal Piyasalar. Ders Kodu: 1006. 2 Şubat. SPL - Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları. ss.89.

### 7.3.2. Tek Fiyat Yöntemi

Bir pay senedi ve diğer sermaye piyasası aracı için BISTECH sistemine iletilen emirlerin BİST tarafından belirlenen zaman dilimleri/seansları süresince toplanarak gün içinde bir kere veya birden fazla kez tekrar edilerek, fiyat ve zaman öncelik kurallarına uygun olarak en fazla işlem miktarı gerçekleştirecek tek bir işlem fiyatı üzerinden eşleştirilmenin yapıldığı yönteme “*Tek Fiyat Yöntemi*” adı verilir.

Emirlerin tek fiyat yöntemi ile BISTECH sistemine girişinde; emirlere fiyat ve zaman önceliği kuralları uygulanır, BİST yönetim kurulu tarafından koyulan azami sınırlara uyularak emirler miktar ve tutar olarak girilir, emir toplama süresince herhangi bir işlem yapılmaz, emir toplama süresince iletilen emirler iptal edilebilir ve/veya değiştirilebilir, emir toplama süresi sonunda en fazla işlem miktarını gerçekleştiren tek fiyat belirlenir ve kamunun bilgilendirilmesi için bu fiyat ilan edilir. Tek fiyat yöntemi uygulanacak pay senetlerinde SPK'nun “*ABCD Düzenlemesinin Uygulama Esasları Tebliği*” çerçevesinde işlem görmesi söz konusu olabilir. Tek fiyat yöntemi uygulanması gereken pay senetlerinde ve diğer pay piyasası araçlarında bir piyasa yapıcı üyenin faaliyete başlaması durumunda ilgili pay senedi ve diğer pay piyasası aracı, duyuruda açıklanan tarih itibari ile yeniden piyasa yapıcılığı olarak sürekli işlem yöntemi ile işlem görmeye başlar.



Piyasa yapıcısı atanması zorunlu olan varantlar, sertifikalar hariç diğer pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarının sürekli işlem yöntemi ile işlem görebilmesi için piyasa yapıcısı bulunmayanlar; PÖİP, NYİP, YİP’nda işlem gören pay senetleri ile BİST genel müdürlüğü tarafından sürekli ya da geçici olarak tek fiyat yöntemi ile işlem görmesi zorunlu tutulan pay senetleri ve diğer pay piyasası araçları, C grubu ya da D grubu pay senetleri, piyasa yapıcısı veya GİP dışındaki likidite sağlayıcısı bulunmayan araçları için tek fiyat işlem yönteminin uygulanması gerekir.

Emir girişi, emir toplama aşaması olarak tanımlanan dönemde gerçekleştirilir. Tek fiyat veya sürekli işlem bölümü ayrımı olmaksızın seansın bütün emir toplama aşamalarında üyeler/temsilciler, fiyat ve emir derinliğine ilişkin bilgiler haricinde kendi girdiği tüme emirlere ilişkin diğer bilgileri emir defteri ekranından izleyebilirler. BISTECH sisteminde *Baş Temsilci* yetkisine sahip olan işlem terminali kullanıcıları, bağlı bulunduğu üyelerin emir bilgilerini tamamını sorgulayabilir, her türlü değişikliği yapabilirler.

Tek fiyat yöntemi *emir toplama ve fiyat belirleme* olmak üzere iki aşamadan oluşur.<sup>123</sup>

#### **a. Emir Toplama Aşaması**

İşlem yapılan seansın açılış, gün ortası, tek fiyat ve kapanış bölümlerinde gerçekleştirilen aşamaya “*Emir Toplama Aşaması*” denir. Açılış, kapanış ve sürekli işlem içerisinde tekil olarak tek fiyat yöntemi ile işlem gören pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarında derinlik bilgileri gösterilemez. Buna karşın, araçların teorik eşleşme fiyatı, bu fiyattan gerçekleşme olasılığı bulunan işlem miktarı ve varsa kalan emir miktarı sürekli olarak gösterilir.

Emir toplama aşamasında; emirler BISTECH sistemine iletilir, fiyat ve zaman önceliği kuralları uygulanarak emirler sıralanır. Fakat bu aşamada emirlerin eşleştirilmesi yapılmaz. Bu aşamada girilen emirlerin, fiyatları iyileştirilebilir, kötüleştirilebilir, miktarları azaltılabilir, ya da artırılabilir. Emirler, serbestçe istenildiği an iptal edilir. PÖİP, NYİP, YİP dışındaki açılış seansları haricinde *açığa satış emri* girilebilir. Teorik eşleşme fiyatı (*denge*), miktarı ve denge fiyatından karşılanmayan emir miktarlarının yayınlanması gerekir. Açılacak seansın başladığı üyelere mesaj yoluyla bildirilmelidir. Seansların açılış ve kapanış bölümleri dışında özel işlem bildirimini yapılabilir. Bu aşamada “*limit, piyasa, piyasadan limite, kalanı iptal et ve*

<sup>123</sup> Borsa İstanbul Uzmanları (2017). a.g.e.. ss.91-92.

*dengeleyici emirler*” girilebilir. BISTECH sisteminde emir toplama aşaması sona erdiğinde; açılış ya da kapanış fiyatları emir toplama süresinin belli bir zaman aralığı içinde 30 saniyelik tesadüfi bir anda kesilmesi sonucu belirlenir. Emir toplama aşamasının devamında eşleştirme aşaması 30 saniye içinde herhangi bir anda başlar ve eşleştirme aşaması başlayana kadar emir girişi devam eder.

#### **b. Fiyat Belirleme Aşaması**

Emir toplama aşamasının ardından BISTECH sistemine iletilmiş emirlerin *beş dakika* içinde değerlendirilip, işlem fiyatının belirlenmesi ve emirlerin eşleştirilmesi neticesinde işlemlerin yapıldığı aşamaya “*Fiyat Belirleme Aşaması*” denir. Bu aşamada fiilen işlem yoğunluğuna bağlı olarak eşleştirme süresi değişim gösterir ve bu süreç yaklaşık *bir dakika* sürer. Tek fiyat belirleme aşamasında kalan ve geçerliliği devam eden emirler bir sonraki tek fiyat sürecine aktarılması gerekir. Fiyat belirleme aşamasında; emir girişi, emirlerde değişiklik, emir iptali, özel işlem bildirim yapılamaz. Daha önceden belirlenen eşleştirmenin başlamasının ilk *30 saniyesi* içinde tamamen tesadüfi şekilde eşleştirme yapılmaya başlar. BİST’de devre kesicileri takip eden eşleştirme seansı tesadüfi olarak değil daha önce belirlenen saatte başlar. Eşleştirmenin tamamlanmasının ardından işlem fiyatları ve kalan emir bilgilerinin yayınlanması gerekir. Eşleştirmenin tamamlanmasından sonra işlem fiyatları ve kalan emir bilgileri, emir ve fiyat derinliği ekranında birer kademe şeklinde yayınlanması gerekir.

#### **7.3.2.1. Açılış Seansı ve Açılış Fiyatı**

BİST’e iletilen emirlerin seans başlangıcında eşleştirilerek açılış fiyatının tespit edildiği zaman dilimine “*Açılış Seansı*” adı verilir. Açılış Seansı boyunca alım satım emirlerinin herhangi bir eşleşme yapılmaksızın BISTECH sistemine kabul edildiği ve bu seansın sonunda en yüksek miktarda işlemin gerçekleşmesini sağlayan tek bir fiyat seviyesine “*Açılış Fiyatı*” denir. Açılış seansı sırasında tüm işlemler açılış fiyatı üzerinden gerçekleşir.

Tek fiyat yönteminde uygulanan emir toplama ve fiyat belirleme aşamaları, açılış seansı için de uygulanır. Emir değiştirme ve iptal işlemleri için emir toplama aşamasında uygulanan kurallar geçerlidir. BISTECH sisteminde bir önceki işlem gününün kapanış fiyatı *Baz Fiyat* olarak belirlenir. Fiyat marjlarının hesaplanmasında belirlenen baz fiyat kullanılır. Baz fiyat ve fiyat marjları, açılış seansında ve tek fiyat aşamasında kullanılır.

Açılış fiyatından daha “İyi fiyat” seviyelerinde gerçekleşen alıŖta daha “yüksek”, satıŖta daha “düşük” limit fiyatlı emirler ve açılış fiyatı seviyesindeki limit fiyatlı emirler, önce fiyat sonra zaman önceliği kuralı uygulanarak, açılış fiyatı üzerinden eşleştirilirler. BISTECH sisteminde açılış seansında hesaplanan açılış fiyatı seviyesinde bekleyen limit fiyatlı emirler kalmasına rağmen, karşı tarafta eşleşme yapılacak fiyat seviyesinden limit fiyatlı emrin bulunmaması halinde bu limit fiyatlı emirler karşı taraftaki dengeleyici emirlerle eşleştirilerek işlem görürler.

### 7.3.2.2. Kapanış Seansı ve Kapanış Fiyatı

Kapanış seansı, BISTECH sisteminde seansın başladığı ana kadar gerçekleşmeyen emirlerle, yeni girilen emirlerin kapanış fiyatını belirlemek için eşleştirildiği zaman dilimine “Kapanış Seansı” adı verilir. Seans kapanış fiyatı, o seansta Borsa kaydına alınan en son fiyattır. Kapanış seansı, normal seanstan geriye kalan emirlerin aktarılması suretiyle, belirlenmiş zaman dilimi boyunca yeni emirlerin de herhangi bir eşleşme yapılmaksızın BISTECH sistemine kabul edildiği ve bu süre sonunda en yüksek miktarda işlemin gerçekleşmesini sağlayan tek bir fiyat seviyesine ya da kapanış seansında BİST kaydına alınan en son fiyata “Kapanış Fiyatı” denir. Kapanış seansı sırasında tüm işlemler kapanış fiyatı üzerinden gerçekleşir. Pay piyasası pazarlarında sürekli işlem yöntemi ile işlem gören E (Eski) özellik kodlu pay senetlerinde, kapanış fiyatı uygulaması sadece seansın sonunda uygulanır. BİST düzenlemeleri çerçevesinde; varant, sertifika, borsa yatırım fonları, temerrüt ve yeni pay alma hakkı işlem sıraları kapanış seansı kapsamında dışında bırakılmıştır.

Tek fiyat yönteminde uygulanan emir toplama ve fiyat belirleme aşamaları, kapanış seansı için de uygulanır. Kapanış seansında yeni fiyat marjlarının hesaplanması ve diğer teknik işlemlerin tamamlanmasının ardından kapanış seansı başlar. Kapanış seansında gerçekleşen “Emir Toplama Aşaması” süresince bekleyen pasif alış/satış emirleri ile birlikte yeni alış/satış emirleri BISTECH sistemine iletilir. Bu aşamada, alış/satış emirleri arasında eşleştirme yapılmaz. Emir toplama aşamasında BISTECH sistemine gönderilen emirlerin fiyatları, pay senetlerinin normal emir dosyasındaki son işlemin fiyatı temel alınarak belirlenmiş fiyat marjı aralığında olmalıdır.

Kapanış seansında bir pay senedine veya diğer sermaye piyasası aracına girilen emirlerin fiyatları, pay senedine veya diğer sermaye piyasası aracında gerçekleşen son normal emir işlem fiyatının  $\pm\% 3$ 'ünden daha fazla farklı olamaz.  $\% 3$  fiyat marjı uygulanarak

belirlenen üst fiyat, en yakın aşağı fiyat adımına ya da alt fiyat, en yakın yukarı fiyat adımına yuvarlanarak belirlenir. Serbest fiyat değişim aralığı olan pay senetlerinde ise son işlem fiyatına göre  $\pm\%$  3 fiyat marjı uygulanır. Ayrıca, bir pay senedine veya diğer pay piyasası aracının seans sırasında hesaplanan baz fiyata göre belirlenmiş  $\pm\%$  20'lik fiyat değişim sınırlarının dahilindeki bir fiyattan kapanış seansında emir girilmesine izin verilir.

Kapanış seansında fiyat belirlenmemiş ise ilgili işlem sırasında seansın daha önceki bölümlerinde gerçekleşen son işlem fiyatı, kapanış fiyatı olarak tescil edilir. Ancak; tescil edilmiş herhangi bir işlem olmaması durumunda, Borsa Bülteni'nde tüm fiyat alanlarında açılış fiyatı bilgisi yer alır. Açılış fiyatı da bulunmuyorsa, Borsa Bülteni'ndeki tüm fiyat alanları sıfır olarak girilmesi gerekir. BİST pay piyasasında günlük ağırlıklı ortalama fiyat hesaplanmasında; kapanış seansı, açılış seansı ve sürekli işlem aşamasındaki işlemlerin hepsi dikkate alınır. Kapanış aşamasının sonunda, BISTECH sistemi, kapanış fiyatından işlemlerin gerçekleştirileceği aşamaya gelir. Kapanış seansı öncesinde ve seans sırasında girilmiş ancak işlem yapılmamış tüm emirler, fiyat değişim aralığı dışındaki emirler olsa bile kapanış fiyatı üzerinden işlemlerin gerçekleştirileceği aşamaya aktarılır.

#### **7.4. PAY PİYASASI'NDA EMİR İPTALİ VE EMİR DEĞİŞTİRME**

BİST pay piyasasında emir değiştirme ve emir iptali kapsamında; emrin iyileştirilmesi ve kötüleştirilmesi, emir iptali, emrin değiştirilmesinde ve iptalinde ücretlendirme konuları yer almaktadır.

##### **7.4.1. Emrin İyileştirilmesi - Kötüleştirilmesi**

Emir iptalinin koşulsuz olarak serbestçe iptal edilebilir ve değiştirilebilir. Ancak, BISTECH sistemindeki emirlerin miktarında ve/veya fiyatında yapılacak değişikliklerle, bu değişen emirler *yeni emre* dönüşerek zaman önceliğini kaybederler. BISTECH sistemindeki "*Emrin İyileştirilmesi*" alış emri için fiyatı yükseltmek, satış emri için fiyatı düşürmek; "*Emir Kötüleştirilmesi*" alış emri için fiyatı düşürmek, satış emri için fiyatı yükseltmek anlamında uygulanır.

##### **7.4.2. Emir İptali**

Emirlerin işlem görmeyen kısmı serbestçe istenildiği zaman iptal edilebilir. Süre temel alınarak cari fiyat kademesindeki emir iptali, emir miktarını azaltma ve emir fiyatını kötüleştirme uygulamalarında üç aşamalı "*Ücretlendirme Modeli*" uygulanır. Modelde temel

alınan süreler, cari fiyat aşamasında BISTECH sistemine iletilen ya da farklı bir aşamadan iletdikten sonra üzerinde herhangi bir değişiklik yapılmadan, piyasa koşullarında cari fiyat aşamasına gelen emirler için emrin BISTECH sistemine kabul edildiği andan itibaren başlatılır. BISTECH sisteminde bekleyen emirler, üzerinde yapılan miktar azaltma, miktar artırma, fiyat iyileştirme, fiyat kötüleştirme gibi her değişikliğin ardından yeniden başlatılır. Cari fiyat aşamaları dışında kalan fiyat belirleme aşamalarında emir iptali, miktar azaltılması ve fiyat kötüleştirilmesi yapılır ise bu değişiklikler farklı oranda ücretlendirilir. Ancak; BİST pay piyasasında varant ve sertifika işlemlerinde, gerçekleşen emir ya da kotasyon iptallerinden, emir ya da kotasyon miktar azaltılmaları ve fiyat kötüleştirmeleri üzerinden ve özel işlem bildirimleri ile ilgili emir iptalleri üzerinden ücret alınmaz.

BİST pay piyasasındaki piyasa yapıcılarının BISTECH sistemine ilettikleri piyasa yapıcılık işlemlerine ilişkin kotasyon emirlerindeki miktarların azaltılmasından veya fiyatların kötüleştirilmesi üzerinden ücret alınmaz. Buna karşın, kotasyon dışındaki emirler üzerinden ücret alınır. BİST pay piyasasında otomatik gerçekleşen ya da BİST tarafından gerçekleştirilen emir iptallerinde ücret alınmaz.

BİST pay piyasasında uygulanacak olan emir iptali, miktar azaltılması ve fiyat kötüleştirme ücretleri BİST tarafından belirlenen *Borsa Payı ve Diğer Ücretlere İlişkin Tarifesi* üzerinden ücretlendirilir.

## **7.5. PAY PİYASASI EMİR GİRİŞİ**

BİST pay piyasasında emir girişi kapsamında; öncelik kuralları, fiyat değişim sınırları, maksimum kotasyon miktarı, emirlerde uygulanan değer sınırları, emirlerde geçerlilik süresi, emirlerde müşteri, portföy ve fon ayrımı, yatırım ortaklığı adına emir girişi, hesap numarası giriş zorunluluğu, emir aracı - fon kodu konuları yer almaktadır.

### **7.5.1. Öncelik Kuralları**

BISTECH sistemine kayıt edilen dengeleyici emirler haricindeki diğer alım satım emirleri karşılanırken, fiyat önceliği ve zaman önceliği kuralları uygulanır. Düşük fiyatlı satış emirlerinin, yüksek fiyatlı satış emirlerinden; yüksek fiyatlı alım emirlerinin, düşük fiyatlı alım emirlerinden önce karşılanması kuralına "*Fiyat Önceliği Kuralı*"; fiyat eşitliği hâlinde, BISTECH sistemine zaman açısından daha önce kaydedilen emirlerin öncelikle karşılanması kuralına ise "*Zaman Önceliği Kuralı*" denir.

### **7.5.2. Fiyat Değişim Aralığı**

BİST pay piyasasında, ilgili pay senedi ve sermaye pay piyasası aracının baz fiyatına  $\pm\%$  20 fiyat marjı uygulanması ile hesaplanan aralığa “*Fiyat Değişim Aralığı (Sınırı)*” denir. Pay senetlerinde ve Borsa Yatırım Fonlarında fiyat değişim aralığı hesaplanırken, baz fiyata  $\pm\%$  20 uygulandıktan sonra bulunan değerler alt sınır için en yakın yukarı fiyat adımına, üst sınır için en yakın aşağı fiyat adımına yuvarlanır. BISTECH sistemi ile birlikte yeni pay senedi alma hakları ve T. İş Bankası AŞ.’nin kurucu pay senetlerinde,  $\pm\%$  50 oranında fiyat aralığı uygulanırken, varantlar ve sertifikalarda herhangi bir fiyat aralığı uygulaması yoktur. BİST pay piyasasında gereklilik arz etmesi durumunda resen fiyat değişim aralıklarını değiştirme, 2 katına çıkartma, kaldırma yetkileri BİST pay piyasası müdürü tarafından gerçekleştirilir. BİST yönetim kurulu ise fiyat değişim aralıklarını pazar ve emir türü bazında farklı belirleme yetkisine sahiptir. Şirketlerinin ilk özsermaye artırımlarında pay senetleri için referans fiyat belirlenmesi aşamasında fiyat değişim aralığı uygulanmaz.

### **7.5.3. Maksimum Kotasyon Miktarı**

BİST pay piyasasında işlem gören pay senetleri üzerinde işlem yapmaya yetkili piyasa yapıcı üyenin BISTECH Sistemine bir defada girebileceği maksimum kotasyon tutarı, ilgili pay senedinin veya diğer pay piyasası aracının fiyatına bağlı olarak değişmekle birlikte en yüksek emir tutarı 3 milyon TL sınırına karşılık gelen miktar olmalıdır.

### **7.5.4. Emirlerde Uygulanan Değer Sınırları**

BİST pay piyasasında orta nokta ve ağırlıklı ortalama fiyat hariç olmak üzere tüm emir geçerli tek emirle bir defada yapılabilecek en yüksek işlem tutarı için sınırı 3 milyon TL olarak belirlenmiştir. Ancak; özel işlem bildiriminde bir defada yapılabilecek işlem tutarının alt sınırı 3 milyon TL, en üst sınır 30 milyon TL iken, orta nokta emirlerinde alt sınır 100.000-TL, en üst sınır 30 milyon TL’dir.

### **7.5.5. Emirlerde Geçerlilik Süresi**

BİST pay piyasasında BISTECH sistemine iletilen alım ve satım emirleri günlük, kalanı iptal et (KİE), iptale kadar geçerli (İKG) ve tarihli olmak üzere dört farklı geçerlilik süresine sahip alım ve satım emirlerdir.

BİST pay piyasasındaki bütün pazarlarda aksi belirtilmedikçe girilen her emir, girildiği gün boyunca geçerli olan ve işlem görmezlerse gün sonunda iptal edilen emirlerdeki

süre “*Günlük Geçerlilik Süresi*” ; BİST pay piyasasında fiyatı ve miktarı bildirilerek BISTECH sistemine girilen ve emrin girildiği anda karşılanmayan kısmının otomatik olarak iptal edildiği emirlerdeki süre “*KİE Geçerlilik Süresi*”; BİST birincil pay piyasasında, değişken talep toplama yöntemi ve/veya sabit fiyatla talep toplama yöntemi kullanılarak halka arz süresinin sonuna kadar geçerli olan alım satım emirlerinin girişlerinin yapılmasına izin verilen emirlerdeki süre “*İKG Geçerlilik Süresi*” olarak ifade edilir. Açıklanan farklı geçerlilik süreleri, talep toplama yöntemi ile yapılan halka arzların gerçekleştirildiği birincil piyasada (.HE) sıralarında kullanılır. Ayrıca, BİST pay piyasasında fiyat adımı ve fiyat değişim aralıklarının belirlenmesi sırasında geçerli olacak son tarihi verilerek BISTECH sisteme girilen, işlem tamamlanana kadar ya da emir iptal edilene kadar BISTECH sisteminde geçerliliğini koruyan süreye “*Tarihli Geçerlilik Süresi*” denir. Tarihli girilen emirlerin geçerli olabileceği azami süre *yönetim kurulu* tarafından belirlenir. Tarihli girilen emirler, BISTECH sisteminin başlangıç aşamasında devreye alınmaz. Ancak; tarihli emirlerin devreye alınma zamanları ayrıca ilan edilir.

BİST pay piyasası BISTECH Sisteminde alım satım emirleri aşağıda açıklanan gibi önceliğini yitirir, korunur veya iptal edilir.

- Bir emrin süresinin değiştirilmesine izin verilmez.
- Bir emrin süresi uzatıldığı zaman bu emir, emir önceliğini yitirir.
- Bir emrin süresi azaltıldığında söz konusu emrin, emir önceliği korunur.
- Süresi dolan ancak gerçekleşmeyen emirler iptal edilir.
- Bir emrin fiyatı belirlenen zaman içinde fiyat değişim aralığının dışına çıktığında ya da fiyat adımlarına uymadığı zaman söz konusu emir iptal edilir.
- Bir pay senedinin baz fiyatında sermaye artırımını ve/veya diğer sebeplerden dolayı, bir değişim söz konusu ise bütün tarihli ve süreli emirler iptal edilir.
- Bir pay senedi emrinin sahibi olan üyenin kodu değişmişse bütün tarihli ve süreli emirler iptal edilir.
- Yetkileri kapatılan ya da işlem yapma yetkileri geçici bir süre için kaldırılan üyelerin tarihli girdiği alım satım emirleri, herhangi bir uyarıya yapılmaksızın BİST tarafından iptal edilir.

### 7.5.6. Emirlerin Askıya Alınması

BISTECH sisteminde emirlerin askıya alınması, emirlerin bu sistem açısından iptal edilmesi anlamına gelir. Sistemde askıya alınan bu alım satım emirleri, temsilci bilgisayarında saklanır ve talep edilmesi durumunda tekrardan sisteme gönderilir. BISTECH sisteminde üye temsilcisi işlem terminali (TW) kanalı ile askıya alınan ve daha sonra tekrardan aktifleştirilen alım satım emirlerine yeni bir emir numarası alır ve bu emirler, emir defterinde yeni baştan sıralanır. Bu işlemler, sadece temsilci iş istasyonlarında kullanılabilir. Üye temsilcisi alım satım emirlerini kendi isteği ile askıya alıp, gün içinde serbestçe istediği zaman tekrardan aktifleştirebilir. BISTECH sisteminde bağlantının kopması gibi teknik sorunların yaşanması halinde, alım ve satım emirleri BISTECH sistemi tarafından otomatik olarak askıya alınır.

### 7.5.7. Emirlerde Portföy, Müşteri ve Fon Ayrımı

BİST’de emirlerin BISTECH sistemine “*Portföy – Müşteri - Fon Ayrımı*” yapılarak girilmesi gerekir. Bu ayırımıda geçerli kuralların tümü aynı zamanda FixAPI ile emir girişi yapılması sürecinde de uyulması zorunludur. Bu kurallara uyulmaması durumunda sorumluluk, emir girişlerini sisteme ileten üyelere aittir. Bu ayırım yatırım fonları içinde geçerli olup, yatırım fonunun yeni kurulması, mevcut bir kodunun bulunmaması veya kodunun değişmesinin gerektiği hâllerde fon için kod talebi fon kurucusu, fon yöneticisi ya da fonun BİST pay piyasasında gerçekleştirilecek işlemlere aracılık edecek üye tarafından yapılır. BİST pay piyasasına iletilecek başvuruda kod talep edildiği belirtilen bir dilekçe ve ekinde SPK’nun kuruluş izin belgesinin bir kopyasının bulunması gerekir.

BİST yatırım ortaklıkları adına BISTECH sistemine yapılan emir girişlerinde “*Portföy – Müşteri - Fon Ayrımı*” yapılarak, ilgili alanda sisteme iletilen emrin yatırım ortaklığı adına girişinin yapıldığını açıklayan “*Fon*” kelimesinin yazılması ve “*Fon Kodu - AKF*” alanına BİST pay piyasası tarafından ilgili yatırım ortaklığına verilen 3 harfli borsa kodunun girilmesi gerekir. Yeni kurulan ya da mevcut bir kodu bulunmayan yatırım ortaklıklarının kurucuları veya yatırım ortaklıkları adına BİST pay piyasasında aracılık faaliyetlerini yerine getirecek üye tarafından yapılması ve BİST pay piyasasına yapılacak başvuruda “*Kod*” talep edildiğini beyan eden bir dilekçe ve ekinde SPK’nun kuruluş izin belgesinin bir örneğinin bulunması gerekir. BİST pay piyasası tarafından yatırım ortaklığının kodu belirlenmesinin ardından bu kod KAP’da kamuya duyurulur. BİST kod listesinde yer almayan yatırım



ortaklıklarının kurucuları veya adına aracılık işlemlerini gerçekleştirecek üyenin SPK düzenlemelerinde yer alan kurallara uygun şekilde BİST pay piyasasına başvurmaları gerekir.

BİST pay piyasasında kullanılan BISTECH Sistemine yapılan tüm emir girişlerinde, işlem yapılan her seansta ve her seansın aşamalarında müşteri hesap numarasının girilmesi gerekir. Yatırım kuruluşlarının müşterileri için açacakları her müşteri hesabının, MKK nezdinde kendi müşterileri için açmış oldukları hesap numaraları ile aynı olması gerekir.

## **7.6. PAY PİYASASINDAKİ UYGULAMALAR**

BİST pay piyasasında gerçekleştirilen uygulamalar kapsamında; kredili menkul kıymet ve açığa satış, piyasa yapıcılık, likidite sağlayıcılık, özel işlem bildirim, işlem öncesi risk yönetimi uygulaması, brüt takas, brüt takas uygulamasında piyasa yapıcılara ve likidite sağlayıcılara sağlanan muafiyet konuları yer almaktadır.

### **7.6.1. Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış**

Sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satışına ilişkin emrin verilmesine, satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan pay senetleri veya diğer sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesine “*Açığa Satış*” adı verilir. BİST pay piyasasında açığa satış işlemleri SPK tarafından faaliyet izni alan kuruluşlar tarafından gerçekleştirilir. Bu kuruluşlar SPK’nın izin belgesi ile birlikte BİST’in ilgili bölümüne başvuruda bulunarak, BİST - BISTECH sisteminde kendilerine yetki verilmesi için talepte bulunurlar. BİST tarafından belirlenen “*Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymet Listesi*”, PÖİP, NYİP, YİP dışında BİST pay piyasasındaki pazarlarda işlem gören pay senetlerinin tamamını ve BYF’nu kapsar. Bu listeye dahil edilen *Yıldız Pazar, Ana Pazar, GİP ve KYÜYÜP*’de işlem gören A ve B Grubu pay senetleri ve BYF’ları, kredili işleme ve açığa satış işlemine konu edilirler. Ancak; C Grubu ve D Grubu pay senetlerinde kredili işlem ve açığa satış yapılmasına izin verilmez.

“*Kredili Menkul Kıymet ve Açığa Satış İşlemlerine Konu Olan Menkul Kıymet Listesi*”nden çıkarılan pay senetleri, takip eden üç aylık dönemin sonuna kadar “*Geçici Listede*” listelenirler. Geçici Listede yer alan pay senetleri, üç aylık dönemin süresince yapılacak, “*Yeni Kredili Menkul Kıymet İşlemleri ve Açığa Satış İşlemlerine*” konu edilemez. Kredili işlemlerden kaynaklanan müşteri hesaplarındaki pozisyonlar, krediyi sağlayıcı kuruluş (banka/aracı kuruluş) nezdinde üç ay boyunca saklanır. Ancak, bu hesaplarla ilgili olarak müşterilerin farklı tasarruflarının olması halinde krediyi sağlayıcı kuruluş müşterinin talebine

uyar. Geçici listedeki pay senetlerinin üç aylık sürecin sonunda yeniden esas listeye alınmaması halinde, ilgili pay senetlerinin kredili işlemlerden kaynaklanan pozisyonlar tasfiye edilmelidir.

BİST pay piyasasında yapılan açığa satış işlemi, açığa satışı konu olacak pay senedinin veya diğer pay piyasası aracının en son gerçekleşen işlem fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden gerçekleştirilen işlemlerdir. Açığa satışı konu olan aracın en son gerçekleşen fiyatının bir önceki fiyattan daha yüksek olması hâlinde açığa satış işlemi en son gerçekleşen fiyat seviyesinde yapılır. BİST pay piyasasındaki BİST100 endeksi kapsamındaki açığa satış yapılabilen A Grubu ve B Grubu pay senetlerinde uygulanan “*Yukarı Adım Kuralı*” uygulanmaz.<sup>124</sup> BİST’da uygulanan sistemde fiyat sınırı ile ilgili kontrol yapılır ve BİST düzenlemelerinin dışındaki emir girişlerine izin verilmez. BİST pay piyasası pay pazarlarında açılan seansların tüm bölümlerinde ve devre kesici emir toplama aşamasında açığa satış emri girilirken, açılış seanslarında açığa satış emri iletilmez. Dolayısıyla, seans içinde ilgili aracın ilk açığa satış emri açılış seansından sonra verilebilir. Açığa satış fiyatı, açılış fiyatının oluşması halinde açığa satış fiyatı, açılış seansında oluşan bu fiyatın bir kademe üstünden; açılış fiyatının oluşmaması halinde bir önceki günün kapanış fiyatının bir kademe üstünden girilebilir.

BİST pay piyasasında açığa satış işlemi yapılması için ilgili emrin baştan itibaren BISTECH sistemine açığa satış emri olarak girilmelidir. BİST pay piyasası pazarlarında açığa satış emrini iletmek isteyen üye, emir giriş penceresinde açığa satış seçeneğini işaretler. FixAPI sistemini kullanmayı tercih eden üye ise göndereceği açığa satış emirlerinde ayırt edici kodlar kullanılır. Ayrıca; özel işlem bildirimini ile kotasyon, orta nokta ve AOF emirleri ile açığa satış emri verilemez. BİST pay piyasası pay pazarlarında tamamlanan açığa satış işlemleri BİST Borsa Bülteni’nde pay senedi bazında “*en düşük açığa satış fiyatı, en yüksek açığa satış fiyatı, açığa satış aof, açığa satış işlem hacmi, açığa satış işlem adedi, açığa satış sözleşme sayısı*” sütun başlıklarıyla ilan edilmesi gerekir.

## **7.6.2. Piyasa Yapıcılık**

Sürekli işlem yöntemi kullanılarak BİST’te işlem gören pay senetleri ve diğer pay piyasası araçları için atanmış bir üye tarafından piyasa yapıcılık amacı ile kullanılmak üzere

<sup>124</sup> SPK. Seri: V. 65 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği. 29. Madde.

tanımlanmış hesap ya da hesaplar vasıtasıyla fiyat ve miktar verilerek çift taraflı sürekli kotasyon yapılarak, ilgili pay senedinin ve diğer pay piyasası aracının likidite düzeyinin arttırılmasını sağlayan faaliyetine “*Piyasa Yapılık*” adı verilir. BİST’te piyasa yapıcısı olarak faaliyette bulunmak üzere başvuruda bulunacak yetkili üyeler, piyasa yapıcılığı için gereken yazılımlarını tamamlamış, piyasa yapıcılığı alanında BİST’den eğitim almış, ihtiyaç arz olduğunda kotasyon verecek, Borsa terminallerini kullanabilen, BISTECH sistemine girişinde “*Baş Temsilci (Şef Broker)*” olarak yetkilendirilmiş en az bir üye temsilcisine sahip olmaları gerekir.

BİST yönetim kurulu tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde, BİST Genel Müdürlüğü’nce yetkilendirilmiş üyelerin sorumlu oldukları pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarındaki alım satım işlemlerinin dürüst, düzenli, şeffaf ve etkin çalışmasını sağlamak ve likiditesini arttırmak amacıyla gerçekleştirilir. Piyasa yapıcılık faaliyetinin bulunduğu sürekli işlem yönteminde alım satım emirlerinin BISTECH sistemine girişi, eşleştirilmesi ile emir ve işlem bilgilerinin gösterilmesine ilişkin uygulamalar Sermaye Piyasası Mevzuatı’na uygun olarak BİST yönetim kurulu tarafından belirlenir.

Pay senedinde ve/veya diğer pay piyasası aracında piyasa yapıcılık faaliyetinde bulunmak amacıyla başvurusu Borsa İstanbul Yönetim Kurulu tarafından kabul edilen ve “*BİST Pay Piyasası Piyasa Yapıcılık Taahhütnamesi*”ni imzalayarak, piyasa yapıcılık faaliyete başlayan üye ya da üyelere “*Piyasa Yapıcısı*” ve piyasa yapıcı olarak atanmak üzere bekleyen üye “*Yedek Piyasa Yapıcı Üye*” adı verilmektedir.

Piyasa yapıcısı tarafından iletilen tek taraflı ya da çift taraflı alım/satım emirlerinin fiyat ve miktar bildirimini “*Kotasyon*”; bir pay senedi ve/veya pay piyasası aracındaki alış ve satış kotasyon fiyatları arasındaki minimum farkı “*Minimum Kotasyon Yayılma Aralığı*” ; bir pay senedi ve/veya pay piyasası aracındaki alış ve satış kotasyon fiyatları arasındaki maksimum farkı “*Maksimum Kotasyon Yayılma Aralığı*” ; piyasa yapıcısının bir defada girebileceği en düşük kotasyon miktarı “*Kotasyon Miktarı Alt Sınırı*” olarak ifade edilmektedir. Piyasa yapıcısının değerlendirilmesinde geçerli kotasyonların miktar alt sınırına uygun olması gerekir (*alt sınır 250 Lot*). Piyasa yapıcı üyenin bir kerede girebileceği en yüksek kotasyon miktarına “*Kotasyon Miktarı Üst Sınırı*” adı verilir ve üst sınır tutarı 3 milyon TL olarak belirlenmiştir.

Piyasa yapıcı olmak için halka arza aracılık ile türev araçların alım satımına aracılık yetki belgelerinin sahibi olmak ve Değerlendirme yapılan aydan geriye doğru son bir yıl içinde düştüğü 1 milyon TL tutarlı temerrüt sayısı bakımından beşi aşmamış olması gerekir. Ayrıca; en az işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyetleri ve sınırlı saklama hizmeti için SPK'dan faaliyet izni almak şartı ile “*Kısmi Yetkili*” veya “*Geniş Yetkili*” olmak ve değerlendirme yapılan aydan geriye doğru son bir yıl içinde düştüğü 1 milyon TL tutarlı temerrüt sayısı bakımından beşi aşmamış olması gerekir. Aracı kuruluşların piyasa yapıcısı olarak gerçekleştirdikleri faaliyetleri “*Dar Yetkili, Kısmi Yetkili ve Geniş Yetkili*” olmak üzere üç grup altında açıklanabilir.<sup>125</sup> Buna göre; emirlerin BISTECH sistemine iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden herhangi birini veya tamamını yürütecek piyasa yapıcıları “*Dar Yetkili*”; işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetlerinden sadece *bir tanesini ya da tamamını* yapacak piyasa yapıcısı “*Kısmi Yetkili*” ve portföy aracılığı, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetinden sadece birini ya da tamamını gerçekleştirecek bir piyasa yapıcısı “*Geniş Yetkili*” olarak tanımlanır.

Piyasa yapıcısı aracı kuruluşlar “*Yıldız Pazar, Ana Pazar, KYÜYÜP ve GİP*”nda piyasa yapıcılık işlemlerini gerçekleştirirler. Piyasa yapıcılarının piyasa yapıcılık faaliyetlerini gerçekleştirme konusundaki uygunlukları altı ayda bir yeniden değerlendirilmeleri ve kamuya duyurulması gerekir. Piyasa yapıcısı olma hakkını yitiren aracı kuruluşlarının bir sonraki değerlendirme döneminde piyasa yapıcısı olma koşullarını tekrardan kazanmaları halinde yeni başvuruda bulunmaları gerekir.

BİST pay piyasası - *Yıldız Pazarı, Ana Pazarı ve GİP*'nda işlem gören *C Grubu* pay senetlerinde, halka açık piyasa değeri 10 milyon TL'nin altındaki menkul kıymet yatırım ortaklıklarının pay senetlerinde ve BYF'lerinde sürekli işlem yöntemi, sadece piyasa yapıcılık faaliyeti yürütülmesi durumunda uygulanır. Yatırım kuruluşu varantları ve sertifikalar sadece piyasa yapıcılığı sürekli işlem yöntemi ile işlem görebilir. İlgili pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarında piyasa yapıcısı yoksa ilgili yeni bir piyasa yapıcısı göreve başlayana kadar ilgili araçlara ilişkin tüm işlemlerin durdurulması gerekir. BIST100 endeksi kapsamında olmayan ve *KYÜYÜP bünyesinde yer alan tüm pay senetlerinde; YİP, PÖİP ve NYİP* hariç olmak üzere diğer pazarlarda yer alan ve fiili dolaşımdaki pay

<sup>125</sup> SPK. III-37.1 Sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği. Madde. 8.

senetlerinin piyasa değeri 10 milyon TL'nin altında kalan pay senetleri ile *GİP*'de işlem gören *A Grubu ve B Grubu* pay senetlerinde isteğe bağlı olarak piyasa yapıcılık faaliyetleri gerçekleştirilir.

Piyasa yapıcılı olarak sürekli işlem yöntemiyle işlem görmesi zorunlu olan, yatırım kuruluşu varantları ve sertifikalar dışında pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarında, atanmış bir piyasa yapıcısı üye bulunmadığında, piyasa yapıcısının faaliyetine geçerli bir sebeple son verilirse, yedek piyasa yapıcısı yoksa ve/veya göreve başlayamaması halinde yerini alacak bir yedek piyasa yapıcı üye olmaması ya da yedek piyasa yapıcı üyenin faaliyete başlayamaması gibi durumlarda, düzenlemeler çerçevesinde ilgili sermaye piyasası aracı yapılacak duyuruda belirtilen tarihten itibaren, aynı pazarda, alternatif işlem yöntemi olan tek fiyat yöntemi ile işlem görmeye başlar. Bu durum; yatırım kuruluşu varantları ve sertifikalarında gerçekleştiğinde ise işlem sırası kapatılır ve tek fiyat yöntemi uygulanmaz.

Piyasa yapıcısının bir defada girebileceği ve değerlendirmede geçerli kotasyon olarak kabul edilecek en düşük miktara "*Kotasyon Miktarı Alt Sınırı*" denir. Piyasa yapıcısının bu sınır kadar miktar girmesi halinde değerlendirmede geçerli kabul edilecek bir kotasyonu ilan etmiş kabul edilir. Kotasyon miktarı alt sınırı "*250 Lot*" olup, bu sınır pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının tamamına uygulanır. BISTECH sistemine iletilen kotasyon miktarının, *250 lot'un altına düşmesi* durumunda söz konusu kotasyon geçerliliğini kaybeder. Kotasyon fiyatları ve miktarları SPK ve BİST tarafından yapılan düzenlemeler kapsamında serbestçe yapılabilir ve gerekirse piyasa yapısı tarafından değiştirilebilir. Ancak; miktarı değiştirilen kotasyonlar önceliğini yitirirler.

Piyasa yapıcısı; kotasyon fiyatlarını, pay senedi ve diğer pay piyasası aracına ait fiyat değişim aralığında belirlenen kotasyon fiyat yayılma aralığında serbestçe belirlenir. Fakat, fiyatı değişen kotasyon emri önceliğini yitirir ve girilen yeni kotasyon BISTECH sisteminde öncelik kurallarına göre emir defterine yeniden yerleştirilmesi gerekir. Ayrıca; alış ve satış kotasyonlarının fiyatı birbirine eşit ve alış kotasyon fiyatı satış kotasyon fiyatından yüksek olamaz. Piyasa yapıcısının vereceği alış ve satış kotasyon fiyatlarının birbirine olan minimum farkının "*1 Fiyat Adımı*" olması gerekir. Piyasa yapıcı üyenin verebileceği alış ve satış kotasyon fiyatlarının birbirine olan maksimum farkı ise Tablo (7.5)'deki fiyat adımı sayısına göre belirlenir.

**Tablo 7.5: Maksimum Kotasyon Yayılma Aralığı Çizelgesi**

<b>Fiyat Seviyesi (TL)</b>	<b>Maksimum Yayılma Aralığı Adım Sayısı</b>
0,01 – 1,00	6
1,01 – 2,50	8
2,51 – 5,00	10
5,02 ve üzeri	16

Piyasa yapıcısının değerlendirilmesinde maksimum kotasyon yayılma aralığının dikkate alınması sebebiyle; piyasa yapıcısının gerçekleştirdiği geçerli kotasyonların maksimum kotasyon yayılma aralığına uygun olması zorunlu tutulur. Piyasa yapıcısının talep etmesi halinde maksimum kotasyon yayılma aralığı sınırlarının genişletilerek *iki katına* çıkartılması hususunda BİST pay piyasası müdürü yetkilendirilirken, maksimum yayılma aralığı sınırlarının kaldırılarak serbest bırakılmasında ise BİST genel müdürü yetkili kılınmıştır.

Piyasa yapıcı olarak atanmış bir üyenin piyasa yapıcılık faaliyeti; üyenin piyasa yapıcılıktan kendi talebi ile ayrılması, üyenin piyasa yapıcılığı temel koşullarını yitirmesi, üyenin piyasa yapıcılığı faaliyetinde yetersiz performans göstermesi, üyenin aracılık faaliyetlerinin durdurulması, pay senedinin ve diğer pay piyasası aracının işlem yönteminin ve pazarının değişmesi sebepleri ile sona erdirilir.

### **7.6.3. Likidite Sağlayıcılık**

Likidite sağlayıcılık faaliyeti kapsamındaki pay senetlerinin likiditesini, işlem görme kabiliyetini hızlandırmak amacıyla isteğe bağlı olarak gerçekleştirilen faaliyete “*Likidite Sağlayıcılık Faaliyeti*” adı verilir. Bu likidite sağlayıcısı bu faaliyeti, likidite sağlayıcı olduğu pay senedi ve diğer sermaye piyasası aracında kendi namına ve hesabına ya da kendi namına başkası hesabına alım satım emirleri ve/veya kotasyon emirlerini BISTECH sistemine ileterek gerekli gördüğü zamanlarda likiditeye katkı sağlamak amacı ile gerçekleştirilir. Likidite sağlayıcısı, pay senetleri işlemlerinde ilgili şirketlerden pay senedi alabilir. Likidite sağlayıcılık işlemlerinde konu olacak pay senetlerinin mutlaka BİST pay piyasası pay pazarlarında işlem görebilir nitelik taşıması gerekir.

Likidite sağlayıcılık faaliyeti sadece BİST genel müdürü tarafından listelenen pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarına uygulanır. Bu uygulamaya, gerek duyulması durumunda BİST genel müdürü tarafından aracı kuruluş (üye) veya pay senedi ve diğer sermaye piyasası aracı bazında resen son verilebilir.

Bir aracı kuruluşunun likidite sağlayıcısı olarak faaliyete başlayabilmesi; için ilgili aracı kuruluşun yönetim kurulunun likidite sağlayıcılık faaliyetinin yapılmasına ilişkin karar alması ve likidite sağlayıcı olacağı şirket ile aralarında “*Likidite Sağlayıcılık Anlaşması*”nın yapılması gerekir. Bu anlaşma ile likidite sağlayıcılık faaliyeti hemen başlatılacağı gibi daha ileri bir tarihte de başlatılabilir. Ayrıca; bir pay senedi ve diğer sermaye piyasası aracı üzerinde birden fazla likidite sağlayıcısı görevlendirilebilir. Likidite sağlayıcılık faaliyeti, piyasa yapıcılarının görev yaptığı pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarında uygulanmasına izin verilmez.

Likidite sağlayıcılık anlaşması ile likidite sağlayıcı kuruluş, sermayesi birden fazla gruba bölünmüş ve her bir gruba ait olan pay senetleri BİST’de ayrı sıralarda işlem gören şirketlerin her bir gruba ait pay senetleri ayrı ayrı değerlendirilir ve ardından bu graplardan sadece seçilecek bir grup için likidite sağlayıcılık görevi yerine getirilebilir. Aynı zamanda şirketin yeni pay alma hakları üzerinde likidite sağlayıcılık faaliyetinin yapılması sadece taraflar arasında imzalanan likidite sağlayıcılık anlaşmasında hüküm bulunması halinde uygulanabilir. Bu uygulamalar, pay senetleri BİST pay piyasasında ilk defa işlem görecektir şirketler içinde aynı şekilde uygulanır.

Bir aracı kuruluşun likidite sağlayıcısı yetkisine sahip olabilmesi için *Türev Araçlar Yetki Belgesine* sahibi olması, başvuru tarihi itibarıyla açıklanmış ve bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarında özsermayesinin 5 milyon TL’nin üzerinde olması, *kısmi yetkili veya geniş yetkili* olması gerekir. Bir aracı kuruluşun likidite sağlayıcısı olduğu pay senetlerinin fiili dolaşımdaki piyasa değerlerinin toplamının likidite sağlayıcısı kuruluşun özsermayesinin 20 katını aşmaması gerekir. Bu sınırı aşan likidite sağlayıcı kuruluşların tespit edilmesi durumunda likidite sağlayıcılık faaliyetine devam etmesine izin verilmez.

Likidite sağlayıcılık faaliyetleri; BIST30 endeksi dışındaki pay senetlerine, Yıldız Pazar, Ana Pazar, KYÜYÜP’deki pay senetlerinin tamamına, GİP’deki A Grubu ve B Grubu pay senetlerine ve piyasa yapıcısı bulunmayan sürekli işlem yöntemindeki pay senetlerinin tamamına isteğe bağlı olarak uygulanmasına izin verilir. Ancak, likidite sağlayıcı faaliyetinin piyasa yapıcılık ve tek fiyat işlem yöntemi ile aynı anda uygulanmasına izin verilmez. Aracı kuruluşlar bir veya birden fazla likidite sağlayıcılık faaliyetinde bulunabilir. Likidite sağlayıcılık faaliyet izni BİST yönetim kurulu tarafından verilir. BİST yönetim kurulunun gerek görmesi halinde likidite sağlayıcılık faaliyetini gerçekleştiren aracı kuruluşlarının sayısını azaltabilir veya arttırabilir.

Bir aracı kuruluşun *likidite sağlayıcılık* işlemlerine başlaması; taraflar arasında imzalanan “*Likidite Sağlayıcılık Anlaşması*”nın ardından anlaşma kapsamındaki pay senetleri için BİST’e başvuruda bulunması gerekir. Bu başvuru sırasında söz konusu anlaşmanın her iki tarafının da imzalayacağı her bir pay senedi sırası için *Likidite Sağlayıcılık Başvuru Dilekçesi* ve *Likidite Sağlayıcılık Taahhütnamesi* ile birlikte BİST’e başvuruda bulunulması gerekir. Başvurunun BİST yetkilileri tarafından kabulünün ardından söz konusu aracı kuruluşun hangi pay senedi sırasında likidite sağlayıcılık faaliyetlerini gerçekleştireceğine ilişkin duyuru BİST tarafından KAP’da yapılır.

Likidite sağlayıcısı, anlaşma yaptığı şirketin pay senedinin işlem sırasında likidite sağlayıcılık faaliyetinde kullanacağı “*portföy hesap numarası ya da müşteri hesap numarası/numaraları*”nı belirleyip, BİST’e bildirmekle yükümlüdürler. Eğer birden fazla pay senedi sırasında likidite sağlayıcılık faaliyeti gerçekleştirilecekse, her pay senedi sırası için ayrı ayrı ayrı *Portföy Hesap Numarası ya da Müşteri Hesap Numarası*”nın belirlenmesi gerekir. Bu hesaplar kendi amacı dışında kullanılamaz ve bu hesap/hesaplar üzerinde değişiklik yapılması gerektiğinde BİST’ten izin alınması zorunludur.

Likidite sağlayıcılık faaliyeti emir ve/veya gerekli olması hâlinde kotasyonlarla yürütülür. Likidite sağlayıcısının *Müşteri Hesabını* kullanarak girdiği kotasyonlarda sadece *AKF (Fon Kodu)* alanına *LSM (likidite sağlayıcı müşteri hesabı)*, *Portföy Hesabı* kullanılarak girilen kotasyonlarda ise *LSP (likidite sağlayıcı portföy hesabı)* girilmesi zorunludur. Bu işlemler, brüt takas uygulamasında ise piyasa yapıcılarında ve likidite sağlayıcılarına sağlanan muafiyet kapsamına alınması gerekir. Ancak, kotasyon haricindeki iletilen emirlere ilişkin işlemler muafiyet kapsamı dışında bırakılmıştır.

Likidite sağlayıcılık faaliyetlerinde *Portföy Hesabı* haricinde bir hesap kullanılması durumunda BİST’te yapılacak başvuruda; *Likidite Sağlayıcılık Başvuru Dilekçesi* ile birlikte likidite sağlayıcılık işlemleri için özel açılan hesap numarası ve kullanıma konu pay senedi veya diğer pay piyasası aracını çıkartan şirketin ünvanını içeren açıklamaların bulunduğu *Likidite Sağlayıcılık Amaçlı Menkul Kıymet Kullanım Bilgi Formu*’nun bir örneğinin de bulunması gerekir. Likidite sağlayıcılar, likidite sağlama faaliyetlerine ilişkin olarak BİST pay piyasası BISTECH sistemine alış ve satış kotasyon emirleri dahil geçerli tüm emir çeşitlerini ve açığa satış emirlerini girebilirler. Likidite sağlayıcısının ilgili pay senetlerinde sürekli alış ve/veya satış emri verme mecburiyeti yoktur. Eğer likidite sağlayıcısı uygun görürse seans sırasında hiçbir emir girilemeyeceği gibi sadece alış ya da satış emirleri de girebilir.



Likidite sağlayıcısı, bir pay senedinde yaptığı likidite sağlama faaliyetleri kapsamında gerçekleştirdiği işlemler, SPK'nun ABCD düzenlemesindeki dönemlere uyumlu olması hedeflenerek, “*Haziran ve Aralık*” aylarının son işlem günü itibarıyla değerlendirilmesi gerekir. Likidite sağlayıcısının ilgili pay senedi sırasında gerçekleştirdiği likidite sağlama işlemleri, *altı aylık* değerlendirme döneminde işlem hacminin % 80’inden fazla olmaması gerekir. Ancak, bu likidite sağlama işlemlere herhangi bir alt sınır getirilmemiştir. BİST pay piyasasında açılan seansın açılış, sürekli işlem, kapanış ve kapanıştan işlemler aşamalarında yapılan işlemler değerlendirmeye dahil edilerek hesaplanır. Bu hesaplamalara özel işlem bildiriminin ve toptan alış satış işlemlerinin dâhil edilmemesi gerekir. Hesaplamalara *altı aydan* daha kısa bir dönemin dahil edilmesi durumunda, hesaplamalarda “*Kıstelyevm Esası*” uygulanması gerekir.

Likidite sağlayıcısı, likidite sağlayıcılık faaliyetleri kapsamında gerçekleştirdiği işlem miktarını, işlem hacmini ve işlemleri pay senedi bazında alış fiyatını ve satış fiyatını işlem yapılan her fiyat seviyesinde ayrı ayrı açıklanmak üzere iki haftada bir izleyen haftanın en geç ikinci işlem gününde likidite sağlayıcılık işlemlerini, öngörülen açıklama formatına uygun olarak KAP aracılığıyla kamuya duyurulması gerekir.

Aracı kuruluşun yetki belgesinin iptal edilmesi, likidite sağlayıcı kuruluşun birleşme ve devir gibi yollarla başka bir tüzel kişiliğinin değişmesi, likidite sağlayıcısı kuruluş ile ilgili şirket arasında likidite sağlayıcılık faaliyetleri kapsamında yapılan anlaşmanın süresinin dolması, taraflarından birinin anlaşmayı feshetmesi, söz konusu şirkete ait pay senetlerinin BIST30 endeksine dahil edilmesi, likidite sağlayıcılık kriterlerine aykırı davranılması durumlarında ilgili aracı kuruluşun likidite sağlayıcılık faaliyetlerine son verilir. BİST’in ve bu son durumun KAP’da ilan edilerek, kamunun bilgilendirilmesi sağlanır.

#### **7.6.4. Özel İşlem Bildirimi**

Borsa üyeleri, BİST pay piyasasında işlem yapan üyeler ve BİST tarafından belirlenen pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarında, belirlenen fiyat, miktar ve tutar sınırları kapsamında aynı veya farklı müşterilerinden miktar ve fiyatı uyuşan karşılıklı alım ve satım emirleri aldığı anda, bu emirleri emir defterine iletmeden işleme dönüştürmek amacıyla BİST’e bildirebilecek emirlere “*Özel İşlem Bildirimi (trade reporting)*” adı verilir. Bu bildirimler BİST tarafından belirlenecek sınırlar dahilinde gerçekleştirilir. BISTECH sisteminde gerekli kontroller yapıldıktan sonra işleme dönüştürülen bu bildirimler özel işlem bildirimleri olarak

ayrıca duyurulması gerekir. Özel işlem bildiriminde minimum tutar 3 milyon TL, maksimum tutar ise 30 milyon TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen bu tutarlar, parametrik olarak önceden duyurularak menkul kıymet bazında ya da tüm piyasa için değiştirilebilir. Özel işlem bildirimini, ilgili sermaye piyasası aracının son işlem fiyatının  $\pm\%$  6 limitleri dâhilinde yapılır. Özel işlem bildirimlerinde tüm pay senedi (.E), varant (.V), sertifika (.C), borsa yatırım fonu (.F) ve yeni pay alma hakkı (.R) sıralarında özel işlem bildirimini yapılır. Takası BİST dışında gerçekleşen toptan alış satış işlemlerinde ise “.NSE” özellik kodlu işlem sıralarında özel işlem bildirimini yapılması gerekir.

#### **7.6.5. Brüt Takas**

Aracı kuruluşların BİST’de açılan seans sırasındaki işlemleri Takasbank tarafından pay senedi esas alınarak, toplam (TL) olarak netleştirilir. Aynı tarihli seans sırasında bir pay senedinde satış işlemi ve alış işlemi birlikte yapan aracı kuruluşunun, satış toplamı alış toplamına mahsup edilerek çıkan net bakiyeye göre, söz konusu pay senedi üzerinden takasa borçlandırılması ya da alacaklandırılması gerekir. Bütün pay senetlerindeki alış bedelleri ya da satış bedelleri genel olarak netleştirilir. Bu netleştirmenin ardından aracı kuruluşun alış tutarları fazla aracı kuruluşu “*Takasa Nakit Borçlu*”, satış tutarları fazla çıkarsa “*Takastan Nakit Alacaklı*” durumda olması gerekir.

Takas işlemlerinde *Netleştirme* ile bir pay senedinde gün içinde alış ve satış işlemlerini yapan bir yatırımcı, bu alım ve satım işlemleri neticesindeki *Net Fark Miktarı* kadar teslim yükümlülüğü altına girer. Netleştirme uygulaması kaldırılan paylarda Takasbank tarafından Brüt Takas (BT) uygulaması yapılmakta, aracı kurum ve yatırımcı bazındaki takas alacakları Takasbank tarafından takas süresinden sonra dağıtılır. Buna göre, söz konusu pay senetlerinde alım yapmak isteyen yatırımcıların takas tarihinde hesaplarında alımlarını karşılayacak tutarda nakit, satım yapmak isteyen yatırımcıların takas tarihinde hesaplarında satımlarını karşılayacak miktarda pay senedi veya diğer sermaye piyasası aracı bulundurması gerekir.

Brüt takas işlemlerinde uygulanan netleştirme ile pay senetlerinin pay piyasasında üçüncü kişiler tarafından yanlış intiba uyandıracak ve piyasaya net katkı olmayan alış ve satış işlemleri ile olağan dışı fiyat ve miktar hareketlerinin engellenmesi hedeflenir. Brüt takas uygulaması sadece takas işlemleriyle ilgilidir. Brüt takas işlemleri, yatırımcıların ve pay piyasasının risklerini azaltırken, yatırımcıların yatırım kararlarını ve yatırım yapmalarını olumsuz yönde etkilemezler.

BİST pay piyasasında takas işlemleri üye bazında netleştirme yapılarak sonuçlandırılmasına karşın bazı istisnai hallerde; bazı pay senetlerinin takası sırasında netleştirme kaldırılır ve brüt takas uygulaması devreye alınır. Piyasa yapıcısının zorunlu olduğu pay senetlerinde Brüt takas uygulamasına tabi tutulması durumunda ilgili pay senedinde piyasa yapıcılık ve likidite sağlayıcılık faaliyetlerine ilişkin şartların ağırlaşması söz konusu olduğunda brüt takas bünyesine alınan pay senetlerinde piyasa yapıcısı ve likidite sağlayıcısı varsa, aracı kurumlar piyasa yapıcılık ve likidite sağlayıcılık faaliyetlerinden kaynaklanan işlemlerin takasında netleştirme yapılmasına devam edilir.

Brüt takas bünyesine alınan pay senetlerinde, piyasa yapıcılarının ve likidite sağlayıcıların kotasyon emirlerinde ya da likidite sağlayıcılığa ilişkin gerçekleştirilen emirlerde kullanılan ve BİST'e bildirilmiş hesap numaraları ile yapılan işlemler, Takasbank tarafından brüt takas kapsamında değerlendirilmez ancak netleştirmeye tabi tutulurlar. Bu işlemlerin muafiyetten koşullarından faydalanabilmesi için piyasa yapıcıların müşteri hesabı kullanarak girdiği kotasyonlarda "*AFK (fon kodu)*" alanına "*PYM (portföy müşteri hesabı)*", portföy hesabı kullanarak girdiği kotasyonlarda "*PYP (portföy portföy hesabı)*" girilmesi; likidite sağlayıcılarının müşteri hesabını kullanarak girdiği kotasyonlarda "*AFK (fon kodu)*" alanına "*LSM (Lidite Sağlayıcı Müşteri Hesabı)*", portföy hesabı kullanarak girdiği kotasyonlarda "*LSP (likidite sağlayıcı portföy hesabı)*" girilmesi zorunlu tutulmuştur.

## 8. PAY SENEDİ DEĞERLEMESİ

Bir pay senedinin ya da diğer pay piyasası aracının sağladığı toplam fayda veya değişim değerine “Değer” adı verilir. Belli bir dönemde bir pay senedi veya diğer pay piyasası aracının bir para birimi ile ifade edilmesine ise “Fiyatlama” denir. Piyasada söz konusu pay senedi veya diğer pay piyasası aracının fiyatı, değerinden farklı olarak işlem görebilir.

Bir pay senedinin ya da diğer sermaye piyasası aracının gerçek değerinin hesaplanması amacıyla yapılan tüm faaliyetler “Değerleme” olarak ifade edilir. Değerleme, bir pay senedinin ya da diğer pay piyasası aracının gerçek değerini hesaplayarak, yüksek ya da düşük fiyatlandırma yapılıp yapılmadığını ortaya çıkarmak amacıyla yapılır. Yatırımcılar değerlendirme yaparak, yatırım stratejilerini belirlerler ve bu stratejilerle en doğru ve en yüksek getiriyi sağlayacak yatırım kararlarını verirler.

Etkin piyasada işlem gören finansal araçların piyasa değeri ile gerçek değeri arasında fark bulunmaması dolayısıyla, yatırımcıların borsa faaliyetleri ile elde etmeyi hedefledikleri anormal kazanç beklentileri ortadan kalkar. Ancak, gelişmiş ülkelerin piyasaları dahil hiçbir ülkenin sermaye piyasaları tam etkinlik düzeyinde faaliyet göstermez. Bu sebeple; yatırımcılar, genellikle piyasada işlem gören sermaye piyasası araçlarının piyasa değerleri ile gerçek değerleri arasında oluşan fiyat farklılıklarından faydalanarak sermaye kazançlarını arttırabilme fırsatı bulurlar.

Farklı kişi ve kurumların finansal yönetim, bütçeleme, kredi derecesinin belirlenmesi, halka açılma, marka değeri, firma değeri, portföy yönetimi, birleşme ve satın alma, özelleştirme, franchising, tasfiye gibi önemli alanlarda karar verebilmek maksadıyla yapılan değerlemeye “Pay Senedi Değerlemesi” adı verilir. Pay senedi değerlendirme, şirket ortakları, şirkete kredi verenler, kamu kuruluşları, finansal analiz yapan kişi ve kurumlar tarafından yapılır.

Çalışmamızın bu bölümünde sermaye piyasası araçlarının en önemlileri arasında yer alan pay senetlerinin değerlendirme üzerinde durulmaktadır. Pay senetlerinin değerlendirme kapsamında pay senedi fiyat ve değer kavramları, pay senedinin değerini etkileyen riskler, pay senedi getiri ve risk hesaplama yöntemleri, pay senedi değerlendirme yöntemleri, imtiyazlı pay senedi değeri konuları yer almaktadır.

### 8.1. PAY SENEDİ FİYAT VE DEĞER KAVRAMLARI

Pay senedi fiyat ve değer kavramları açıklanmaktadır.

### **8.1.1. Pay Senedi Fiyat Kavramları**

Pay senedi fiyat kavramları kapsamında nominal fiyat, ihraç fiyatı, piyasa fiyatı ve borsa fiyatı yer almaktadır.

#### **8.1.1.1. Nominal Fiyat**

Pay senetlerinin üzerinde yazılı olan değeri “*Nominal Fiyat (İtibari Fiyat)*” olarak tanımlanır. BİST’de işlem gören pay senetlerinin nominal fiyatla işlem görmesi gerekir. Nominal fiyat, pay senetlerini çıkaran ve halka arz eden şirketlerin muhasebe defterlerinde kayıtlı değeri olup, şirketin ödenmiş veya çıkarılmış sermayesini ifade eder. BİST’te işlem gören şirketin bir adet pay senedinin nominal değerinin “1-TL.”sidir.

#### **8.1.1.2. İhraç Fiyatı**

Şirketin çıkardığı pay senetlerinin halka arz fiyatına “*İhraç Fiyatı*” adı verilir. Bu fiyat belirlenirken, şirketin gelecekte yaratabileceği nakit akışlarının tahmini yapılarak hesaplanır. Pay senedinin ihraç fiyatı nominal değerinin altında ya da üstünde olabilirken, Türkiye’de pay senetlerinin ihraç fiyatının nominal değerinin altında işlem görebilmesi için BİST’den izin alınması gerekir.

#### **8.1.1.3. Piyasa Fiyatı**

Pay senedinin piyasa koşulları ve beklentileri esas alınarak, arz ve talep koşullarına göre oluşan ve sermaye piyasalarında alım satım yapıldığı fiyata “*Piyasa Fiyatı*” denir. Sermaye piyasalarında işlem gören bu pay senetlerinin piyasa fiyatı, piyasa meydana gelen ekonomik, siyasal, sosyal vs. gibi birçok makro ve mikro bazdaki faktörlerde meydana gelen değişimlere bağlı olarak, sürekli değişim gösterir. Pay senetlerinin piyasa fiyatları zaman zaman gerçek değerlerinin altında ve üstünde oluşabilir. Bu durum; özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan sermaye piyasalarında daha sık gerçekleşir.

#### **8.1.1.4. Borsa Fiyatı**

Organize piyasa koşullarında faaliyet gösteren borsalarda alım satım yapılan pay senetlerinin arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyatı “*Borsa Fiyatı*” olarak ifade edilir. Bu fiyat tıpkı piyasa fiyatı gibi piyasadaki koşullar ve beklentiler doğrultusunda değişim gösterir. Aynı şekilde, bu piyasada da pay senetlerinin fiyatlarının gerçek değerlerinin altında veya üstünde bir fiyatla işlem görmesi de mümkün olabilir. Borsa İstanbul’da fiyatlar günlük olarak

belirlenir. Borsada açılış fiyatı, kapanış fiyatı, en düşük fiyat, en yüksek fiyat ve ağırlıklı ortama fiyat gibi fiyat çeşitleri hesaplanır ve KAP vasıtasıyla da ilan edilerek kamuya duyurulur.

### 8.1.2. PAY SENEDİ DEĞER KAVRAMLARI

Pay senetlerinin verimliliklerinin hesaplanmasında ve analizinde “*defter değeri, firma değeri, nominal değer, net aktif değer, defter değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, gerçek değer, borç değeri, alternatif gelir değeri*” kullanılır.

Pay senedi değer kavramları aşağıda yer almaktadır.

#### 8.1.2.1. Defter Değeri

Bir şirketin toplam kaynaklarından toplam borçlar düşüldükten sonra kalan değere “*Defter Değeri (Özsermaye ya da Muhasebe Değeri)*” adı verilir ve formül (8.1) ile hesaplanır.

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Varlıklar} - \text{Toplam Borçlar} \quad (8.1)$$

Defter değerinin şirketin toplam pay senedi sayısına bölünmesi ile pay senedinin defter değeri formül (8.2) ile hesaplanır.

$$\text{Pay Senedi Defter Değeri} = \frac{\text{Defter Değeri}}{\text{Pay Senedi Sayısı}} \quad (8.2)$$

Şirketin defter değeri ödenmiş sermaye, ihtiyatlar, dağıılmamış kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlar ve karşılıkların toplamından oluşur. Şirketin özsermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse defter değeri, nominal değerinden fazla hesaplanır. Aksi durumda ise şirketin defter değeri, nominal değerinden az hesaplanır.

#### 8.1.2.2. Firma Değeri

Bir şirketin pay senedinin piyasa değeri ile pay senedi sayısının çarpılması ile hesaplanan değere “*Firma Değeri (Piyasa Değeri)*” denir. Söz konusu pay senedi borsada işlem görüyorsa bu değer, “*Borsa Değeri*” olarak da kabul edilir.

$$\text{Firma Değeri} = \text{Pay Senedinin Piyasa Fiyatı} * \text{Pay Senedi Sayısı} \quad (8.3)$$

#### 8.1.2.3. Nominal Değer

Nominal değer, pay senedinin üzerinde yazılı olan değeri olup, şirketin çıkardığı pay senetlerinin nominal değerlerinin toplamı o şirketin esas sermaye tutarını ifade eder. TTK.'nda bir pay senedinin minimum nominal değeri “1 Kuruluş” olarak belirlenmiştir. Ancak, SPK’ya kayıtlı ve BİST’de işlem gören şirketlerin pay senetlerinin özel durumlar hariç her birinin nominal değeri minimum “1-TL.” olması gerekir.

#### 8.1.2.4. Teorik Değer

Etkin bir piyasada pay senedi ile ilgili bilgilerin tamamının dahil edilerek hesaplanan değerine “*Teorik Değer*” adı verilir. Bu değer, *Etkin Piyasa Hipotezi*’ne dayalı olan bir değer olup, pay senedi fiyatının piyasada her zaman dengede olduğunu savunan ve bu pay senedi fiyatının olması gereken gerçek ya da içsel değerini ifade eden bir kavramdır.

#### 8.1.2.5. Net Aktif Değer

Pay senetlerinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda düzenlenen bilançodaki net aktif tutarının pay senedi sayısına bölünmesi ile oluşan değerine “*Net Aktif Değeri*” denir. Bu değer, şirketin tasfiyesi halinde her bir aktif kalemin ayrı ayrı satılarak nakde dönüştürülmesi ile ortaya çıkan bir değerdir. Bu değer şirketin tasfiye değeri olarak da açıklanabilir. Uygulamada genel olarak net aktif değeri yerine “*Hurda Değeri*” kavramı kullanılır. Borsa işlemlerinde pay senetlerinin net aktif değerinin borsa fiyatından farklı olması sebebiyle hurda değeri kavramı, net aktif değer kavramı yerine kullanılır. Hesaplamalarda net aktif değerinin borsa fiyatından farklı olması, şirketin tüm varlıklarının değil sadece maddi varlıklarının ayrı ayrı hesaplamalara dahil edilmesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır.

#### 8.1.2.6. Tasfiye Değeri

Şirketin tüm varlıklarını nakde çevrilip, borçları ödendikten sonra kalan değerine “*Tasfiye (Likidasyon) Değeri*” adı verilir.

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Varlıkların Tasfiyesi Halinde Oluşan Değeri} - \text{Toplam Borçlar}$$

Tasfiye değerinin şirketin toplam pay senedi sayısına bölünmesiyle pay senedinin tasfiye değeri formül (8.4) ile hesaplanır.

$$\text{Pay Senedinin Tasfiye Değeri} = \frac{\text{Tasfiye Değeri}}{\text{Pay Senedi Sayısı}} \quad (8.4)$$

Pay senetlerin piyasa değeri, tasfiye değerinden düşükse şirketin tasfiye edilmesi gerekir.

### 8.1.2.7. İşleyen Teşebbüs Değeri

Şirketin, faaliyetlerine devam edenken, bir bütün olarak tüm varlıklarının cari piyasa değerleri üzerinden devredilmesi ile hesaplanacak değerine şirketin şerefiye değeri, marka değeri, pazar payının da ilave edilerek oluşan değerine “İşleyen Teşebbüs Değeri” adı verilir. Bu değerden borçlar düşüldükten sonra kalan değerın şirketin pay senedi sayısına bölünmesi ile “Pay Başına İşleyen Teşebbüs Değeri” hesaplanır. Şirket için piyasa değeri tasfiye değerinde alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri üst sınırı oluşturur.

Bir şirketin ek kazanç yaratma potansiyeli, marka değeri, patent değeri, şerefiye değeri, Ar&Ge çalışmaları gibi maddi olmayan varlıkları, gelecekte yapmayı planladıkları yatırımların değeri ve bu yatırımlardan elde edebilecekleri nakit girişleri bu şirketin işleyen teşebbüs değerinin belirlenmesinde önemli rol oynar. Şirketin işleyen teşebbüs değerinin yükselmesi, piyasada işlem gören pay senetlerine olan talebi arttırarak, yatırımcıların bu pay senetlerini daha yüksek fiyatla satın almasına neden olur.

### 8.1.2.8. Gerçek Değer

Şirketin finansal varlık yapısı, sermaye yapısı, karlılık düzeyi, dağıtılan kar payları gibi önemli ve farklı faktörlerin değerlendirilmesi sonucunda hesaplanan ve şirketin olması gereken değerine “Gerçek Değer” adı verilmektedir. Aynı zamanda, bu değer yatırımcıların şirket için ödemeyi göze aldıkları piyasa değerini ifade eder. Gerçek değer, değerlendirilen şirketin gelir yaratma gücünü ve söz konusu şirketin yaratabildiği kazanç oranı gösterir. Gerçek değer, şirketlerin piyasada işlem gören pay senetlerinin gerçek değerinin hesaplanmasında da kullanılır. Fama (1970) etkinlik düzeyi yüksek olan pay piyasalarında bir pay senedinin piyasa değerinin gerçek değer etrafında hareket edeceğinden, pay senedinin piyasa fiyatının gerçek değerın altında ya da üstünde olmasının durumu değiştirmeyeceği dolayısıyla, söz konusu pay senedinin piyasa fiyatının kısa bir süre içinde gerçek değerine kolaylıkla yaklaşacağı varsayılır.

### 8.1.2.9. Borç Değeri

Şirketin toplam borçlarının şirketin piyasada işlem gören pay senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanan değere “Borç Değeri” denir. Bu değer, hesaplandığı döneme bağlı olarak değişiklik gösterir. Değerleme kapsamına alınan bir şirketin borç değerinin doğru hesaplanması için söz konusu şirketin birbirini izleyen birden fazla dönemine ait gerçek değerlerinin hesaplanması ve karşılaştırılması gerekir.



### 8.1.2.10. Alternatif Gelir Değeri

Şirket ortaklarının şirkete koyduğu sermayenin, şirket sermayesi olarak kullanılmayıp, farklı alanlarda kullanılması durumunda, pay senetlerine yatırılan sermaye tutarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden, pay senedi başına düşen gelir tutarı “*Alternatif Gelir Değeri*” olarak tanımlanır. Genel uygulamada bu gelir, banka faizi, devlet tahvili gelirleri ya da sermaye piyasalarında işlem gören diğer araçlar ile karşılaştırarak hesaplanır.

Piyasada hesaplanan bu farklı türdeki pay senedi değerleri, yatırımcıların pay senetleri ile ilgili verecekleri kararlarda önemli faydalar sağlarlar. Bu sebeple, yatırımcılar pay senedini tercihlerini belirlerken sadece bu şirketlerin defter değerleri ya da tasfiye değerleri esas alarak karar vermezler. Yatırımcılar bugünkü (*spot*) ya da gelecekte yüksek getiri bekledikleri pay senetleri ile ilgili verecekleri yatırım kararlarında “*defter değeri, firma değeri, nominal değer, net aktif değer, defter değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, gerçek değer, borç değeri, alternatif gelir değeri*” gibi farklı değerleri kullanırlar.

Yatırımcılar, piyasada pay senetleri işlem gören şirketlerin varlık yapıları, kaynak yapıları ve bu şirketlerin proje tercihlerinde ne derece etkin kararlar verdiklerini ayrıntılı olarak incelerler ve değerlendirirler. Bu değerlendirme; yatırımcıların hangi şirketin pay senedinin daha karlı olduğu ve aynı zamanda karlı olacağına ilişkin belirlemeleri yapmalarını sağlar.

Pay senedinden beklenen nakit akışlarının yatırımcının beklediği getiri oranı ile iskonto edilerek hesaplanan bugünkü değeri “*Pay Senedi Değerini*” ifade eder. Pay senedinin ya da diğer finansal yatırım araçlarının değerinin belirlenmesinde; beklenen nakit girişi ve beklenen nakit girişi riski olmak üzere pay senedinin özellikleri, yatırımcının davranış şekli/tutumunu ve yatırımcının pay senedi yatırımından beklediği getiri oranı gibi unsurlar önemli rol oynar. Yatırımcının pay senedi yatırımından beklediği getiri oranı ise söz konusu pay senedinin gelecekte dağıtılacak kar payları ve fiyat artışları belirler.

## 8.2. PAY SENEDİNİN DEĞERİNİ ETKİLEYEN RİSKLER

Arzu edilmeyen bir tehlikenin meydana gelme olasılığı ile gerçekleşmesi halinde tehlikenin yaratacağı etkinin meydana gelme olasılığına “*Risk*” denir. Tehlike olasılığı ve tehlikenin yaratabileceği etkilerin birlikte değerlendirilmesi gerekir. Finansal piyasalar çerçevesinde kullanılan risk ise finansal risk olarak adlandırılır ve yatırımcıların yatırım kararlarında önemli rol oynar. “*Finansal Risk*” ise yatırımcının beklenen getirisinin,

gerçekleşen getirisinden olumlu yönde ya da olumsuz yönde sapma olasılığına denir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcının yapmış olduğu yatırımdan elde edeceği getirinin, beklenen getiriden farklı gerçekleşme olasılığıdır.<sup>126</sup> Yatırımcılar yatırım kararlarını farklı tahmin metotlarından (*forecasting methods*) faydalanarak verirler.

Yatırımcıların hayata geçirdikleri yatırımlarının gerçekleşmiş getirileri ile beklenen getirileri arasında ortaya çıkacak farklılıklar, söz konusu yatırımların finansal risk seviyesini belirler. Finansal risk seviyesi yatırımcıların ne derece risk sever olduğuna bağlı olarak, finansal araçların özellikle de pay senetlerinin seçiminde büyük rol oynar.

Finansal piyasalarda ve özellikle de pay piyasasındaki yatırım kararlarını etkileyen finansal risklerin farklı ve çok sayıda olması yatırım kararlarını güçleştirmek ve profesyonel bir yardım alınmasını zorunlu hale getirmektedir.

Çalışmamızda yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olabilecek riskler sistematik riskler ve sistematik olmayan riskler olmak üzere iki grup altında sınıflandırılabilir.

### **8.2.1. Sistematik Riskler**

Finansal sistem içinde faaliyette bulunanların tamamının katlanmak zorunda kaldığı, finansal piyasalardaki kurumsal ve yapısal düzenlemelerdeki ve finansal araçların dışında meydana gelen ekonomik, politik, sosyal ve diğer kontrol edilemez faktörlerdeki değişiklikler sebebiyle finansal araçların getirisini belirleyen arzu edilmeyen ve kontrol edilemeyen tehlikeye “*Sistematik Risk*” adı verilir. Bu riskler, bu risklerle karşı karşıya kalan taraflar açısından kontrolü ve ortadan kaldırılması mümkün değildir.

Gelişmiş ülke ekonomileri ile gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri arasındaki sistematik risk düzeyleri incelendiğinde; gelişmiş ülke ekonomilerinin sistematik risk düzeyleri oldukça düşük iken gelişmekte olan ülkelerin sistematik risk düzeylerinin oldukça yüksek olduğu görülür. Kanalcı (1995) tarafından yapılan araştırmada BİST pay piyasasında işlem gören pay senetlerinin sistematik riskinin yüksek olduğu belirlenmiştir. Yüksek düzeydeki sistematik risk sebebiyle de piyasadaki faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki farklılıkların BİST’te işlem gören pay senetleri fiyatlarının hemen etkilendikleri sonucuna ulaşmıştır.

---

<sup>126</sup> Bolak, M. (2001). Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi. (4. Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık. s.136.

Pay senedi yatırımlarında karşılaşılan sistematik riskler kapsamında enflasyon riski, faiz oranı riski, kur riski, piyasa riski ve politik riski yer almaktadır.

### 8.2.1.1. Enflasyon Riski

Fiyat genel seviyesindeki değişikliklerin ortaya çıkarabileceği değişimler sebebiyle satın alma gücünde oluşabilecek muhtemel kayıplara “*Enflasyon Riski (Satın Alma Riski)*” adı verilir. Bu risk, yatırımlarda kullanılan paranın enflasyon etkisi altında kalarak piyasadaki satın alma gücünün azalmasına yol açar. Paranın satın alma gücündeki bu azalma, aynı zamanda belli bir para bir ile hesaplanan finansal bir aracın getirisinin de azalmasına neden olur. Dolayısıyla, sistematik risk, fiyatlar genel seviyesindeki artış oranının, finansal bir aracın getiri oranından daha yüksek olmasını gerektirir.

Pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçları üzerinde yapılan yatırımlarda nominal getiri ve reel getiri kavramları ortaya çıkmaktadır. Yatırım getirisinin hesaplanmasında paranın satın alma gücündeki azalmaları dikkate almayan getiri “*Nominal Getiri*” olarak ifade edilirken; yatırım getirisinin hesaplanmasında paranın satın alma gücündeki azalmaları dikkate alan getiriye “*Reel Getiri*” adı verilir.

Reel getiri formül (8.5) kullanılarak hesaplanmaktadır.

$$(1+r) = \frac{(1+n)}{(1+e)} \quad \begin{array}{l} r = \text{Reel Getiri} \\ n = \text{Nominal Getiri} \\ e = \text{Enflasyon Oranı} \end{array} \quad (8.5)$$

Enflasyon, sermaye piyasasında kullanılan pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarının yatırımlarından beklenen getirileri, bu araçların reel getirileri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Enflasyon oranlarındaki değişiklikler, finansal piyasada işlem gören tüm finansal araçları farklı yönde ve farklı derecelerde etkiler.

Enflasyonun etkisi ile şirketin artan satışları aynı zamanda maliyetlerin artışına neden olacağından, şirketin bir taraftan finansal varlıklarının değeri rakamsal olarak artış gösterirken, diğer taraftan finansal varlıklarının gerçek değerinin (reel değeri) azalmasına yol açacaktır. Bu durum, şirketin borsada işlem gören pay senetlerinin fiyatı üzerinde olumsuz etki yaratarak, yatırımcıların bu pay senetlerine olan talebini azaltacaktır. Burada en önemli husus, enflasyonun olumsuz etkileri, tüm şirketler için aynı olmayıp, her şirket için farklılık göstermesidir.

Pay senedi getirisi ile enflasyon riski arasındaki etkileşim konusunda çok sayıda akademik çalışma yapılmış ve pay senedi getirisi ile enflasyon riski arasında negatif ilişki bulunduğu yönünde sonuca ulaşmışlardır.

Pay senedine yatırım yapan yatırımcılar fiyat artışı dışında kar payı getirisi elde etmeyi hedefler. Fakat, enflasyon oranlarının çok yüksek seyrettiği geçmiş dönemler incelendiğinde; pay senetleri BİST pay piyasasında işlem gören şirketlerin pay senetlerinin fiyatları artış gösterirken, bu şirketlerin ödedikleri kar payı oranlarının yok denecek kadar düşük seviyede gerçekleştiği görülmüştür. Bu durum, yatırımcıların beklentilerini karşılayan kar payı ödemelerini alamamaları nedeniyle kar payı ödemelerinin pay senetleri üzerinde etkisi olmamıştır.

### **8.2.1.2. Faiz Oranı Riski**

Piyasada uygulanan faiz oranının artma ya da azalma olasılığına “*Faiz Oranı Riski*” denir. Bu risk ile piyasada işlem gören pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Faiz oranlarında meydana gelen artış, pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının azalmasına yol açarken, faiz oranlarındaki azalma ise pay senetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının artmasına neden olur. Faiz oranlarında meydana gelen kısa ve uzun dönemli değişiklikler, yaşanan ekonomik dalgalanmalardan kaynaklanır. Değişen faiz oranlarının yaratacağı ekonomik kayıpların önlenmesi amacıyla söz konusu ekonomik dalgalanmalar gerçekleşmeden önce çeşitli tahmin yöntemlerinden (*forecasting method*) faydalanılarak tahmin edilmesi ve olası faiz oranlarının belirlenmesi gerekir.

Faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerden genellikle sabit getirili menkul kıymetler etkilenir. Ancak, faiz oranı riskinden pay senetlerinin fiyatları da etkilenir. Faiz oranı riski, sabit getirili menkul kıymetler üzerinde olduğu gibi pay senetleri üzerinde de ters yönde etki yapar. Pay senetleri ve diğer pay piyasası araçlarını etkileyen temel ekonomik faktörlerden biri faiz oranıdır.

Yatırımcıların verecekleri yatırım kararlarında en önemli husus, yatırımdan beklenen getirinin enflasyon oranı ve faiz oranından yüksek olması gerekir. Yatırımcının pay senedi yatırımını yapması için pay senedinden beklediği getirinin, faiz getirisinden fazla olması gerekir.

Sabit getirili menkul kıymetler, yatırımcısına belirli bir faiz oranı üzerinden sabit bir getiri sağlar. Ancak, pay senetlerinin sabit getiri menkul kıymetler gibi daha önceden belirlenen oranda sabit bir getirisi yoktur. Pay senetlerindeki bu belirsizlik, yatırımcının risk ve getiri beklentisini artırır. Yatırımcı pay senedinden elde edeceği getirinin, sabit getirili menkul kıymetlerden daha fazla gerçekleşeceği yönünde bir tahmin de bulunması halinde pay senedi yatırımı yapmayı tercih edecektir.

Yatırımcıların yatırım kararı vermesi sırasında hesaplamalarına enflasyon ve faiz oranlarını dahil etmesi gerekir. Enflasyon oranlarının kabul edilebilir bir seviyede olamaması hatta sürekli yükselmeye devam etmedi halinde piyasada uygulanan faiz oranları da sürekli değişkenlik gösterir. Bu durum yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen faktörleri özellikle de ekonomik faktörleri tahmin etmesini zorlaştırır. Enflasyonist ortamlarda faiz oranlarının artması sebebiyle, yatırımcılar orta ve uzun vadeli sabit getirili menkul kıymet yatırımı yapmayı tercih etmeyerek, daha çok kısa vadeli sabit getirili menkul kıymet yatırımı yapmaya yönelirler. Yatırımcılar bu yolla, faiz oranı riskini azalmaya çalışırlar. Yatırımcıların gelecekle ilgili ekonomik beklentileri olumlu ve faiz oranlarının düşeceği yönünde ise, pay senedi yatırımı yaparak faiz oranı riskini azalmayı tercih ederler.

#### **8.2.1.3. Kur Riski**

Farklı döviz birimleri üzerinden yapılan yatırımlarda, döviz birimlerinin değerlerinin değişmesi halinde ortaya çıkan riske “*Kur Riski*” denir. Döviz kurlarında meydana gelen değişiklikler ile faiz oranları arasında yakın ilişki olup, yatırımların karlılıkları üzerinde önemli değişikliklere neden olur. Döviz kurlarında oluşan değişiklikler yatırımcıların ulusal ve uluslararası portföyleri üzerinde de olumlu ya da olumsuz etkiler yaratır. Döviz kurlarındaki değişiklikler, farklı dövizleri üzerinden yatırım yapan veya portföy oluşturan yatırımcıların bu yatırımları üzerinde kazançlar ya da kayıpları oluşturur. Döviz kurlarındaki artışlar bir taraftan ulusal para biriminin değerinin azalmasına yol açarken, diğer taraftan pay senetlerinin reel getirisinin azalmasına neden olur.

#### **8.2.1.4. Piyasa Riski**

Piyasalarda nedenli ya da nedensiz şekilde pay senetlerinde ya da diğer sermaye piyasası araçlarının fiyatlarında hızlı artışlar veya azalışlar gözlenebilir. Piyasalarda gözlemlenen azalış yönündeki hızlı fiyat değişikliklerinin yatırımların verimlilik düzeyleri üzerinde yarattığı olumsuz etkilere “*Piyasa Riski*” adı verilir. Piyasa riski, şirketlerin denetimi

altında olmayıp, kontrol edilemez risk grubu içinde yer alır. Bir savaşın başlaması, uzun sürmesi beklenen bir savaşın aniden sona ermesi, ülkenin seçim dönemine girmesi, ülkede ulusal ya da uluslararası boyutta bir siyasi krizin başlaması, ülkenin olağanüstü hal dönemine girilmesi, ihtilal olması, doğal afetlerin yaşanması gibi olaylar nedeniyle ortaya çıkan kontrol edilemeyen ekonomik, siyasi ve/veya psikolojik faktörler piyasa riskini önemli ölçüde etkiler. Ayrıca; bu faktörler, yatırımcıların gelecek beklentilerini iyimser ya da kötümser olmasına da sebep olurlar.

Piyasa riski, özellikle piyasada düşük performans gösteren pay senetleri veya diğer sermaye piyasası araçları üzerinde daha fazla etki gösterir. Piyasa derinliği bulunmayan pasif piyasalar, yüksek piyasa riski bulunurlar. Genel olarak, sabit getirili borçlanma araçlarının gerçek değerleri, pay senetlerinin değerlerinden daha hassas şekilde hesaplanabildiği için piyasa riski, pay senetlerini sabit getirili borçlanma araçlarından daha fazla etkilidir. Dolayısıyla, pay senetlerinin fiyatları sabit getirili borçlanma araçlarının fiyatlarına nazaran daha fazla dalgalanmasına (*volatilité*) sebep olabilir.

#### **8.2.1.5. Politik Risk**

Ülkede ve dünyada meydana gelen siyasi gelişmelerin sonucu olarak, ülkelerin politik şartlarında meydana gelen değişikliklerin pay senetleri ve diğer finansal araçların getirileri üzerinde oluşacak değişikliklerinin açıklanmasında kullanılan risk “*Politik Risk*” olarak adlandırılır. Bu risk, savaşlar, ekonomik krizler, yatırımcıların davranışları, ticaret hacimleri, döviz kurları, faiz oranları, yabancı sermaye yatırımları, kotalar gibi alanlar üzerinde büyük etkiler gösterir. Politik riskin, yüksek olduğu ülkelerde şirketlerin üretim ve/veya hizmet düzeyleri azalır, şirketlerin finansal performansları düşer, büyüme hızları yavaşlar, yatırımlardan elde edilecek getiriler azalır. Politik riskin, piyasada meydana getirdiği çeşitli ve önemli değişiklikler sebebiyle piyasa riski kapsamında değerlendirilmesi gerekir. Politik riskin düşürülebilmesi amacıyla yatırımcıların politik riski içeren unsurları sürekli incelemesi, değerlendirmesi ve öngörülmesi gereklidir.

#### **8.2.2. Sistemik Olmayan Riskler**

Bir şirketin veya sektörün yapısına uygun değişiklikler ve yönlendirmeler yapılarak başarılı çeşitlendirme ile kontrol edilmesi ya da ortadan kaldırılması mümkün olan risk çeşidine “*Sistemik Olmayan Risk (çeşitlendirilmiş risk)*” adı verilir. Sistemik risklerden bağımsız olarak, şirketin yapısı, şirkette ortaya çıkan ortak ve/veya yönetim değişiklikleri,

şirketin sürdürülebilirliğini kaybetmesi, alınmış verimsiz proje kararları, şirketlerin rakipleri ile olan yarışında geride kalması, şirket yönetiminin yaptığı hatalar, yanlış yapılan reklam kampanyaları, şirket hakkında çıkan kötü haberler, piyasaya yeni ürün çıkartılamaması, tüketici tercihleri gibi hususlardaki değişiklikler, sistematik olmayan riskin temel belirleyicileri arasında yer alır.

Yatırımcılar, yatırımlarının özelliklerine özen göstererek, başarılı bir portföy çeşitlendirmesi ile sistematik olmayan riskleri ortadan kaldırarak, portföylerini sistematik risk düzeyine getirebilirler. Yatırımcılar, portföylerine dahil edecekleri pay senetlerinin sayısını ve çeşidini belirlerken, bu finansal araçların birbirleri ile olan ilişkisizliğine özen göstermeleri gerekir. Aksi halde, portföylerinin çok sayıda finansal araçla çeşitlendirilmesi, bu portföylerin işlem, maliyet ve riskini fazlasıyla arttıracaktır.

Sistematik olmayan riskler genel olarak finansal riskler, faaliyet alanı ve sektör riskleri ve yönetim riskleri olarak üç ana grupta sınıflandırılır. Pay senedi yatırımlarında karşılaşılan sistematik olmayan riskler aşağıda yer almaktadır.

#### **8.2.2.1. Finansal Risk**

Şirketlerin borç ödeme kabiliyetlerinin azalmasına “*Finansal Risk*” denir. Bu risk, şirketlerin piyasa koşullarına ayak uyduramayarak, sürekliliğini kaybetme ve ödemekle mükellef oldukları borçlarını, finansman giderlerini, kar payı ödemelerini yapamayacak gelir seviyesine gelme olasılığını ifade etmektedir. Finansal risk, şirketlerin toplam kaynakları içinde yer alan özsermaye ve toplam borç dengesinin bozulması ve şirketin aşırı borç yükü altına girmesiyle ortaya çıkmaktadır. Şirketler çıkardıkları her bir pay senedi başına karlarının şirketin finansal risk ve borçlanma düzeylerinden ne derece etkilendiklerini belirlemede “*Finansal Kaldıraç Derecesi*”ni kullanırlar. *Finansal Kaldıraç Derecesi*, şirketin FVÖK’larındaki belirli bir yüzdesindeki değişiminin, özsermaye karlılığı üzerindeki belirli bir yüzdedeki değişim oranı olarak ifade edilebilir. Finansal risk, ekonomik refah ya da enflasyonist ortamlarda, toplam borçluluk düzeyi fazla olan şirketlerin pay senedi başına düşen kârları arttırabilir. Ancak; bu borç yüklerinin optimum borçlanma düzeyinin üstüne çıkması ile birlikte şirketin öncelikli olarak ödemesi gereken faiz borçlarının fazlalığı şirketin karlılığında aşırı dalgalanmalar meydana getirecek ve bu şirketin piyasada işlem gören pay senetlerinin fiyatlarının düşmesine yol açacaktır.

Yatırımcıların yatırım tercihlerinin ya da portföyelerine dahil edecekleri pay senetlerinin belirlenmesinde; piyasada işlem gören pay senetlerini çıkaran şirketlerin özsermaye yapısı, borçluluk düzeyi, duran varlıklarının yapısı, net çalışma sermayesi yeterliliği, satışları, grevler, ortaklık yapısı, ortakları, yöneticileri, yöneticilerin yönetim becerileri, girdi maliyetleri, rekabet koşullarına uyumu, çevreye karşı duyarlılıklar, lisanslar, patentler, teknolojik yapısı, müşteri yapısı, hammadde kaynakları, vs. gibi faktörleri esas alırlar. Yatırımcıların bu faktörler üzerinde yaptıkları incelemelerde ve değerlendirmelerde başarılı olmaları durumunda söz konusu yatırımlarının ya da portföyelerinin finansal riskini azaltabilir veya ortadan kaldıracırlar. Yatırımcılar, yüksek özsermaye yapısına sahip şirketlerin veya kamunun çıkardığı finansal araçlara yatırım yaparak da finansal riskini ortadan kaldıracırlar.

#### **8.2.2.2. Sektör Riski**

Şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektöre bağlı olarak meydana gelen “*Sektör Riski*” adı verilir. Sektör riski şirketlerin risk düzeyini artırırken, getirilerin azalmasına neden olur. Sektör riskini çeşitlendirme ile ortadan kaldırmak mümkün olmaktadır. Şirketlerin çeşitlendirme yoluyla sektör risklerini azaltmamaları halinde net çalışma sermayesi kıtlığı yaşayabileceğinden, borçlarını zamanında geri ödememe olasılıkları artacaktır. Bu durum, söz konusu şirketlerin bankalar ve diğer alacaklıları ile olan ilişkilerine zarar verebilecektir. Çok sayıda şirketin borç ödeme gücünün azalması ise özellikle bankacılık sektörünün sektör riskinden olumsuz etkilenmesine yol açacaktır.

Ülkelerdeki ekonomik, hukuki ve yasal tutum ve davranışlarda meydana gelen değişiklikler sektörlerde farklı beklentiler içine girilmesine ve bu sektörlerde sektör riskinin artmasına yol açabilir. Sektör riski artan şirketlerin karlılıkları ve dolayısıyla, bu şirketlerin piyasadaki pay senetlerinin fiyatlarının dalgalanmasına neden olur. Yatırımcıların yatırım yapacakları sektörde veya sektörlerde tekel olup olmadığı, rekabet şartları, arz ve talep dengesi gibi temel faktörleri yakından takip etmesi ve başarılı bir değerlendirmeye tabi tutarak yatırıma dönüştürmesi ya da portföy oluşturması halinde yatırımlarında sektör risklerini kontrol edebilirler.

Bazen bir veya birkaç iş kolunda faaliyet gösteren firmaların, kârlarında meydana gelen değişimler, bu şirketlere ait pay senedi fiyatlarında belirgin dalgalanmalara neden olurlar. Eğer tek bir sektörde meydana gelen değişiklik söz konusu ise, sadece o sektördeki



şirketler ya da o şirketlerin ait pay senetleri bu değişikliklerden etkilenebilir, diğer sektörlerde faaliyet gösteren şirketler veya pay senetleri ise bu değişikliklerden etkilenmezler.

### **8.2.2.3. Yönetim Riski**

Yönetimde sürecinde rol alan yöneticilerin başarısız yönetim kararları ve uygulamaları ile şirketlerin finansal yapısını bozma, şirket varlıklarının verimliliğini azaltma ve şirketin değerini azaltma olasılığına “*Yönetim Riski*” adı verilir. Bu risk, yönetim anlayışı, yönetim kararları ve bu kararların uygulanma gücüne bağlı olarak artış ya da azalış gösterebilir. Yönetim riski, şirketlerin karlıklarını, satışlarını ve bu şirketlerin pay senetlerinin fiyatlarının dalgalanmasına neden olacağından, yatırımların riskini önemli ölçüde artırır.

Piyasadaki genel kaniya göre, şirket başarısızlıklarının büyük bir oranın şirket yönetiminde yaşanan problemlerden dolayı ortaya çıkmaktadır. Bu sebeple de şirketlerin başına başarılı ve pazar değeri yüksek yöneticilerin geçirilmesi ile birlikte söz konusu şirketlerin piyasada pay senetlerinin fiyatı, artış yönünde hareket eder. Yatırımcılar çeşitlendirme yaparken başarılı yöneticilerin yönettiği şirketlerin pay senetlerini portföylerine dahil ederek yönetim riskini düşürebilir.

## **8.3. PAY SENEDİ GETİRİ HESAPLAMA YÖNTEMLERİ**

Bugünden mevcut bir paranın, gelecekte tahmin edilen oranda getiri elde etmek ve mevcut sermayeyi büyütmek amacıyla uygun görülen farklı alanlara dağıtılması “*Yatırım*” olarak tanımlanır. Yatırım, getiri elde etmek için mevcut bir sermayenin çeşitli pay senetlerine ya da diğer sermaye piyasası araçlarına borsada veya tezgah-üstü piyasalarda değerlendirilmesidir. Yatırımcılar, yatırımlarını minimum risk düzeyinde, maksimum getiri elde etmek amacıyla yaparlar.

Yatırımcılar gerçekleştirdikleri finansal yatırımlarından dönemsel ödemeler ve sermaye kazancı elde ederler. Yatırımdan elde edilen faiz kazancı ya da kar payı ödemeleri dönemsel ödemeler arasında yer alır. Kar payı ödemesi, pay senedi yatırımında pay senedi getirisini temsil ederken, faiz ise sabit getirili sermaye piyasası araçlarının getirisini temsil eder. Faiz, yatırımcısına belirli ya da sabit bir getiri sağlarken; kar payı, yatırımcısına sabit bir getiriyi garanti etmez. Sermaye kazancı ise yatırımcısının yatırım yapılan pay senedinin dönem başı fiyatı ile dönem sonu fiyatı arasındaki olumlu ya da olumsuz fark olarak kazanç veya kayıp elde etmesini garanti eder.

Yatırımcılar, yatırım kararlarını gelecekteki getiri beklentisine bağlı olarak verir. Bu beklenti yatırımcılar için rasyonel bir yatırımcı davranışı olarak açıklanabilirken, yatırımcının yatırımından bir beklenti içinde olmaması ya da zarar beklentisi içinde olması rasyonel olmayan bir yatırımcı davranışı sergilediğini gösterir. Piyasalarda yatırımcının yatırım kararını belirlemede yatırım yapılacak pay senedinin ya da diğer finansal aracın getiri ve risk düzeyi belirleyici faktörler arasında yer alır. Yatırımcılar, pay senedi yatırımlarında elde edecekleri getirileri hesaplamak ve sadece bir oran olarak ifade ederek, söz konusu yatırımlarının rasyonelliğini belirleme ve kolayca yatırım alternatiflerini karşılaştırma olanağı elde ederler.

Pay senedi getiri hesaplama yöntemleri kapsamında tek dönemlik getiri, çok dönemlik getiri, para ağırlıklı getiri, yıllıklandırılmış getiri, beklenen getiri ve portföy getirisi hesaplama yöntemleri aşağıda yer almaktadır.

### 8.3.1. Tek Dönemlik Getiri

Tek bir dönem için hesaplanan getiriye “*Tek Dönemlik Getiri (Elde Tutma Getirisi)*” denir. Bu hesaplamada, elde tutma süresince yatırıma konu olan pay senedi ya da diğer finansal aracın sağladığı sermaye kazancı ve/veya kar payı, sabit getirili borçlanma araçları için ise faiz geliri “*Getiri*” olarak tanımlanır. Tek dönemlik getiri hesaplamalarında elde tutma dönemi, her yatırıma göre değişiklik gösterir. Bu getirinin hesaplanmasında kullanılan elde tutma dönemi, yatırımcı tarafından belirlenecek süre olup, bir gün, bir hafta, bir ay, bir yıl gibi bir süre olarak belirlenebilir.

Tek dönemlik getiri formül (8.6) ve formül (8.7) ile hesaplanır.

$$R = \text{Sermaye Kazancı} + \text{Kâr Payı Verimi (Faiz Geliri)} \quad (8.6)$$

$$R = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} \quad \text{veya} \quad R = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \quad (8.7)$$

**R** : Tek Dönemlik Getiri.

**P** : Fiyat.

**D** : Kâr Payı veya Faiz Ödemesi.

**t-1** : Dönem Sonunu.

**t** : Dönem Başını.

Tek dönemlik getiri hesaplamasında, hesaplanacak dönemlerin birden fazla olması halinde hesaplanacak dönemlerin getirisi bileşik faiz mantığına uygun olarak formül (8.8) ile hesaplanır.

$$R = [(1 + R_1) * (1 + R_2) * (1 + R_3) * \dots * (1 + R_n)] - 1 \quad (8.8)$$

### 8.3.2. Çok Dönemlik Getiri

Çok dönemlik getiri hesaplamaları aritmetik getiri, geometrik getiri olmak üzere iki şekilde hesaplanabilir.

#### 8.3.2.1. Aritmetik Getiri

Yatırımcılarının elde tutma getirilerinin tamamının basit ortalaması alınarak hesaplanan getiriye “*Aritmetik Getiri*” adı verilir. Bu getiri hesaplamasında, yatırım tutarının (paranın) sadece döneminin başında bir kez yatırıldığı varsayılır. Aritmetik getiri, yatırımcıların pay senetlerini veya diğer sermaye piyasası aracı birden fazla dönem elinde tuttuklarında, bu araçların getirilerini tek bir getiri olarak ifade edebildikleri en kolay yöntemdir. Yatırımcıların dönemsel getirileri birbirine yakın ve aynı işaretli olduğunda aritmetik getiri gerçek getiriye yakın iken, getirilerin işaretleri farklılaştıkça ve değerler birbirinden uzaklaştıkça aritmetik ortalama oldukça farklı sonuçlar verir.

Aritmetik getiri formül (8.9) ile hesaplanır.

$$\bar{R}_t = \frac{R_{t1} + R_{t2} + \dots + R_{t,T-1} + R_{tT}}{T} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{tT} \quad (8.9)$$

$\bar{R}_t$  : Pay Senedi veya Diğer Finansal Aracın Aritmetik Getirisi.

$R_{it}$  : t Dönemindeki Getiri.

T : Toplam Dönem Sayısı.

#### 8.3.2.2. Geometrik Getiri

Yatırımcının her bir dönem yatırdığı tutara, bir önceki dönem yatırdığı tutar üzerinden elde ettiği gelirleri ilave ederek, bileşik faiz mantığı ile hesaplanan getiri “*Geometrik Getiri*” olarak ifade edilir. Bu getiri hesaplamasında, yatırım tutarının (paranın) sadece döneminin başında bir kez yatırıldığı varsayılır.

Geometrik ortalama ( $\bar{R}_{Gi}$ ) formül (8.10) ile hesaplanır.

$$\begin{aligned}\bar{R}_{Gt} &= \sqrt[T]{(1 + R_{t1})x(1 + R_{t2})x \dots x(1 + R_{t,T-1})x(1 + R_{tT}) - 1} \\ &= \sqrt[T]{\prod_{t=1}^T (1 + R_{it})} - 1\end{aligned}\quad (8.10)$$

### 8.3.3. Para-Ağırlıklı Getiri

Dönemler arasında yatırım/portföy değerlerini arttırarak, yatırımlarına ilave edilen veya çekilen tutarların ağırlıkları hesaba katılarak hesaplanan getiriye “*Para Ağırlıklı Getiri*” denir ve “*İç Verim Oranı (IVO)*” yönteminden faydalanılarak hesaplanır. IVO, yatırımın net bugünkü değerini sifra eşitleyen oranı ifade eder. Bu yöntem, yatırımlar ve yatırımcıların elde ettikleri getiriler arasında karşılaştırma yapılmasını sağlar.

Yatırımcılara para ağırlıklı getiri yönteminde, yatırımlara dönemler arasında para ilave edilerek ya da çekilerek yatırımların değeri arttırabilir. Para ağırlıklı getiri hesaplamalarında yatırımlara ilave edilen paralar “*Nakit Girişi*”, çekilen tutarlar “*Nakit Çıkışı*” olarak adlandırılır.

Para-ağırlıklı getiri formül (8.11) ile hesaplanır.

$$\sum_{t=0}^T \frac{NA_t}{(1 + IVO)^t} = 0 \quad (8.11)$$

$NA_t$  : t Zamanındaki Nakit Akışları.

$IVO$  : İç Verim Oranı.

$T$  : Toplam Dönem Sayısı.

### 8.3.4. Yıllıklandırılmış Getiri

Vade yapıları birbirinden farklı “günlük, haftalık, aylık, yıllık, ... vs” olan yatırım araçlarının tüm getirilerinin tamamını yıllık getiriye çevrilerek hesaplanan getiriye “*Yıllıklandırılmış Getiri*” adı verilir. Bir yıldan kısa dönemlerin yıllıklandırılmış getirileri, dönemin getirisine o dönemin yıl içindeki sayısı kadar faiz tahakkuk ettirilerek hesaplanır. 1 yıldan kısa veya uzun pozisyonlar alarak karma yatırım yapan yatırımcıların getirisinin belirlenmesinde faydalı olan bir yöntemdir. Bu yöntemle, yatırımın getirisini elde tutma

dönemine göre hesaplamak mümkündür. Ancak, bu getiriler kullanılarak bu yatırımlar birbiri ile karşılaştırılmaz.

Yıllıklandırılmış getiri formül (8.12) ile hesaplanır.

$$r_{yillik} = (1 + r_{dönem})^c - 1 \quad (8.12)$$

**c** : Yıl İçindeki Dönem Sayısı.

### 8.3.5. Beklenen Getiri

Bir pay senedinin veya bir finansal aracın beklenen getirisi, muhtemel getirilerinin olasılık dağılımının beklenen değerine ya da beklenen getirilerin ağırlıklı ortalamasına “*Beklenen Getiri*” adı verilir.

Beklenen getiri formül (8.13) ile hesaplanır.

$$E(r) = \sum_{i=1}^n r_i \times p_i \quad (8.13)$$

**E(r)**: Beklenen Getiri.

**r<sub>i</sub>**: Her bir durumun beklenen getirisi.

**p<sub>i</sub>**: her bir durumun gerçekleşme olasılığı.

### 8.3.6. Portföy Getirisi

Farklı pay senetleri ve diğer finansal araçlardan oluşan bir portföyün getirisi, bu portföyün içindeki pay senetlerinin ve/veya diğer finansal araçların getirisinin ağırlıklı ortalamasına “*Portföy Getiri*” denir. Bu yöntemle hesaplamada pay senetlerinin ve/veya diğer finansal araçların ağırlığının *1'e eşit* olmalıdır. Ayrıca; bu yöntemde hesaplama dönemi içinde nakit akışı bulunmadığı, pay senetlerinin ve/veya diğer finansal araçların ağırlıklarının sabit olduğu ve getirilerin tek dönemli olduğu varsayılır.

Portföy getirisi formül (8.14) ile hesaplanır.

$$R_p = \sum_{i=1}^N w_i R_i \quad \sum_{i=1}^N w_i = 1 \quad (8.14)$$

**R<sub>p</sub>** : Portföyün Getirisi.

$R_i$  : i Yatırım Aracının Getirisi.

$w_i$  : i Yatırım Aracının Portföydeki Ağırlığı.

#### 8.4. PAY SENEDİ RİSK HESAPLAMA YÖNTEMLERİ

Beklenen bir durumdan farklı, istenmeyen bir sonucun ya da kesin olmayan bir durumun meydana gelme olasılığına “*Risk*” denir. Ancak, kesin olmayan bir durumun meydana gelme olasılığı da “*Belirsizlik*” olarak ifade edilir. Bu iki kavram arasındaki en önemli fark; risk, alternatif sonuçları objektif olasılık dağılımı içerirken, belirsizlik ise subjektif olasılık dağılımı içermektedir. Belirsizlik durumunda yatırımcıların gelecekte ortaya karşılaşılabileceği farklı sonuçların ortaya çıkma olasılıklarının dağılımı ile ilgili herhangi bir bilgiye sahip değillerdir.

Yatırım kararları gelecekle ilgili olduğu için pay senetlerine veya diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılırken, bu yatırım araçlarının beklenen getirileri ile birlikte bu sermaye piyasası araçlarının risk çeşitlerinin ve toplam risk kaynaklarının belirlenmesi gerekir. Yatırımlardan beklenen getiri ile risk arasında pozitif bir ilişki bulunması sebebiyle yatırımcıların yatırımlardan yüksek beklenen getiri elde etmesi için yüksek riske katlanması gerekir. Aksi halde, düşük riskli yatırımlardan beklenen getiri nispi olarak düşük olarak gerçekleşir. Farklı risk seviyelerindeki pay senetleri ve/veya diğer finansal araçlar arasında tercih yapılırken, yatırımcıların katlanabilecekleri risk düzeyini belirlemesi gerekir.

Yatırımcıların başarılı bir yatırım kararı alması için yatırımlarından bekledikleri getirileri ile birlikte mutlaka söz konusu yatırımın ve kendilerinin katlanabileceği risk düzeyini belirlenmesi gerekir.

Pay senedi risk hesaplama yöntemleri kapsamında en yaygın kullanılan yöntemlerden pay senedi varyansı, pay senedi standart sapması, portföy varyansı ve standart sapması, pay senedi değişkenlik katsayısı, pay senedi çarpıklık ve basıklık katsayıları yer almaktadır.

##### 8.4.1. Pay Senedi Varyansı

Pay senedi getirilerinin aritmetik ortalama etrafındaki dağılımlarının bir ölçüsüne “*Pay Senedi Varyansı* ( $\sigma^2$ )” denir ve pay senedinin riskinin hesaplanmasında kullanılır. *Diğer bir ifadeyle*, bir yatırımın belirli değerler serisi için gerçekleşmesi beklenen değerden ne kadar farklılık gösterdiğini ortaya çıkaran önemli bir ölçüdür. Varyans, olası her bir sonucun beklenen getiriden farklarının karelerinin, olasılıklarla çarpımlarının toplanması ile

hesaplanır. Bir pay senedinin varyansının yüksek olması, o pay senedinin getirilerinin öngörülmesinin zor olduğunu ve riskli bir yatırım olduğunu gösterirken, varyansın düşük olması o pay senedinin getirilerinin öngörülmesinin kolay olduğunu ve yatırımın risksiz ya da düşük riskli olduğunu gösterir. Varyans diğer finansal araçların riskinin hesaplanmasında da kullanılır.

Pay senedinin varyansı formül (8.15) ile hesaplanır.

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \mu)^2}{T} \quad (8.15)$$

$R_t$  : t Dönemindeki Getiri.

$T$  : Toplam Dönem Sayısı.

$\mu$  : T Dönemindeki Aritmetik Ortalama hesaplanan getiri.

Eğer yatırım dönemine ait tüm getiriler yerine bir getiri grubu elde edilebiliyorsa, denklemin formül (8.16) gibi değiştirilmesi gerekir.

$$s^2 = \frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{T - 1} \quad (8.16)$$

$\bar{R}$  : Getiri Grubu Getirilerinin Ortalaması.

$s^2$  : Getiri Grubu Varyansı.

#### 8.4.2. Pay Senedi Standart Sapması

Pay senedinin riskinin belirlenmesinde kullanılan bir ölçüt olup, pay senedine ait getirilerin tamamının varyansının karekökü ( $\sigma^2$ ) alınarak hesaplanan değerine “*Pay Senedi Standart Sapma* ( $\sigma$ )” denir. Standart sapma, diğer finansal araçların riskinin hesaplanmasında da kullanılır.

Pay senedinin standart sapması formül (8.17) ile hesaplanır.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \mu)^2}{T}} \quad s = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{T - 1}} \quad (8.17)$$

$\sigma$  : Tüm Getirilerin Standart Sapması.

$s$  : Getiri Grubu Getirilerinin Standart Sapması.

### 8.4.3. Portföyün Varyansı ve Standart Sapması

Portföy içinde yer alan pay senetlerinin ve/veya diğer finansal araçların portföyün riski üzerindeki etkileri farklılık arz edeceği için söz konusu portföyün riski ağırlıklı getiri yöntemi ile hesaplanamaz. Anlaşılacağı üzere, portföyü oluşturan pay senetlerinin ve/veya diğer finansal araçların birbirleriyle olan ilişkileri, portföyün riskinin artıp azalmasına yol açar. Bu sebeple, portföyün riskini hesaplarken öncelikli olarak her bir pay senedi kombinasyonunun getirileri arasındaki kovaryansın ( $Cov(R_i R_j)$ ) belirlenmesi gerekir. Herhangi iki farklı pay senedinin zaman içinde hareketliliğinin aynı andaki ilişkisinin bir ölçütü “*Kovaryans*” olarak tanımlanır.

Portföyün kovaryansı formül (8.18) ile hesaplanır.

$$Cov(R_i R_j) = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (R_i - \bar{R}_i)(R_j - \bar{R}_j) \quad (8.18)$$

Portföy riskinin belirlenmesinde kovaryans yatırımcıya portföye dahil edilen pay senetlerinin pozitif yönlü veya negatif yönlü bir ilişkisinin belirlenmesi dışında başka bir değer vermediği için elde edilen değerın büyüklüğünü ifade etmek mümkün değildir. Bu sebeple de risk hesaplamasında daha anlamlı bir ölçüt olan korelasyon katsayısı kullanılabilir.

(+1) ile (-1) arasında değer alan İki değişken arasında ilişkinin derecesine “*Korelasyon Katsayısı*” adı verilir. Korelasyon katsayısının pozitif (+) olması halinde pay senetlerinin aynı yönde ilişkide olduğunu; negatif (-) olması halinde pay senetlerinin ters yönde ilişkide olduğunu ve (0) olması halinde pay senetleri arasında ilişki olmadığını ifade eder.

Portföyün korelasyon katsayısı formül (8.19) ile hesaplanır.

$$\rho_{i,j} = \frac{Cov(R_i R_j)}{\sigma_i \sigma_j} \quad (8.19)$$

Bu açıklamaların ardından, portföyün varyansı formül (8.20), portföyün standart sapması formül (8.21) ile hesaplanır.



$$\sigma_p^2 = \sum_{i,j=1}^N w_i w_j \text{Cov}(R_i R_j) \quad (8.20)$$

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i w_j \text{Cov}(R_i R_j)} \quad (8.21)$$

İki farklı pay senedinden oluşan bir portföyün varyansı, kovaryansı ve ardından korelasyon katsayısı kullanılarak formül (8.22) ile hesaplanır.

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \text{Cov}(R_1 R_2) \quad (8.22)$$

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \rho_{1,2} \sigma_1 \sigma_2$$

Pay seneleri portföyün varyansın karekökü alınarak portföyün standart sapması formül (8.23) ile hesaplanır.

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \text{Cov}(R_1 R_2)} \quad (8.23)$$

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \rho_{1,2} \sigma_1 \sigma_2}$$

#### 8.4.4. Pay Senedi Değişkenlik Katsayısı

Standart sapmayı ortalamanın bir yüzdesi olarak ifade eden ve iki veya daha fazla senedindeki varyasyonu karşılaştırmada kullanılan risk ölçüsüne “*değişkenlik katsayısı*” adı verilir. İki veya daha fazla pay senedi üzerinde aynı şans değişkenleri için yapılan çalışmalarda değişkenliklerin karşılaştırılması için kullanılan bir ölçüdür.

Pay senedi değişkenlik katsayısı formül (8.24) ile hesaplanır.

$$\text{Değişkenlik Katsayısı} = \frac{\sigma}{r_i} * 100 \quad (8.24)$$

$\sigma$  : Standart Sapması.

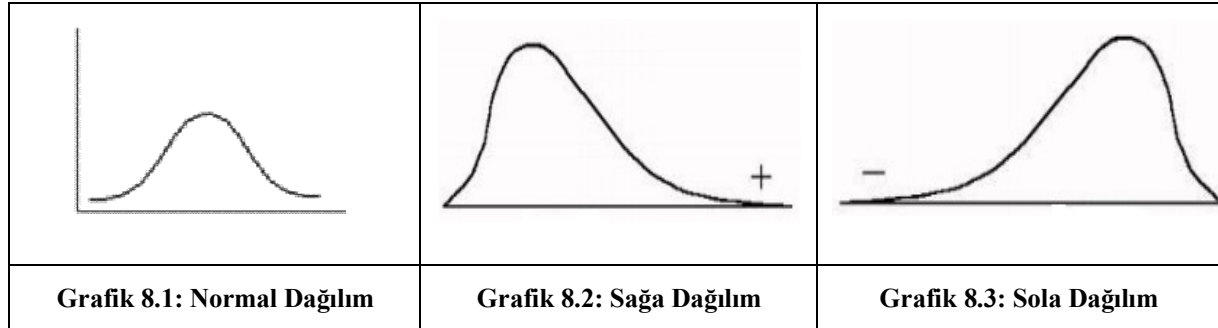
$r_i$  : Her bir durumun beklenen getirisi.

#### 8.4.5. Pay Senedi Çarpıklık Katsayısı ve Basıklık Katsayısı

Pay senedi fiyatlarının dağılımının ortalamaya göre şekillenmesi ile ilgili bilgileri normal dağılım, çarpıklık katsayısı ve basıklık katsayısı ile açıklanabilir.

##### 8.4.5.1. Pay Senedi Normal Dağılımı

Pay senedinin normal dağılım eğrisi altında kalan % 100'e ya da bire (1) eşit olduğu değere “Normal Dağılım“ denir. Normal dağılım eğrisinin altında kalan pay senedi değerleri normal eğrinin dar ya da geniş olmasına bağlı olmaksızın bire (1) eşit olduğu kabul edilir. Normal dağılım eğrisinde ortalamanın solunda kalan yarı alan, gerçekleşen pay senedi değerinin % 50 olasılıkla ortalamanın altında kalacağı alanı gösterir. Diğer taraftan, ortalamanın sağında kalan yarı alan ise gerçekleşen pay senedi değerinin % 50 olasılıkla ortalamanın üstünde kalacağı alanı gösterir. Bu alanın % 64,26'sı ortalama “ $\pm 1$  standart sapma” içerisinde kalırken, gerçekleşen bu sonucun % 68,26 olasılıkla  $k-1\sigma$  veya  $k+1\sigma$  bulunduğu olarak yorumlanabilir. Normal bir dağılımda standart sapma ( $\sigma$ ) değeri arttıkça, gerçekleşen değer beklenen ya da olası değerden sapma olasılığını artırır.



##### 8.4.5.2. Pay Senedi Çarpıklık Katsayısı

Pay senetlerinin getirilerin normal dağılımında simetrikliğin bozulma derecesine “Çarpıklık (*Skewness*)” adı verilir. Pay senedi getirilerinin çoğunluğunun dağılımı sol tarafa toplanıp sağ tarafa uzun kuyruk oluşturuyorsa “Sağa (*Pozitif*) Çarpık”, sağ tarafa toplanıp sol tarafa uzun kuyruk oluşturuyorsa “Sola (*Negatif*) Çarpık” olarak tanımlanır.

Çarpıklık katsayısı formül (8.25) ile belirlenebilir.

$$\text{ÇK} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^3 / n}{s^3} \quad (8.25)$$

Çarpıklık katsayısı aşağıdaki gibi yorumlanır.

$\text{ÇK}=0$  : Dağılım simetriktir.

$\text{ÇK}<0$  : Dağılım sola doğru çarpık ya da - yöne eğilimlidir.

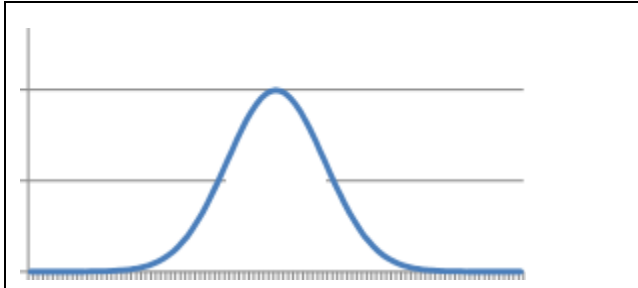
$\text{ÇK}>0$  : ise dağılım sağa doğru çarpık ya da + yöne eğilimlidir.

#### 8.4.5.3. Pay Senedi Basıklık Katsayısı

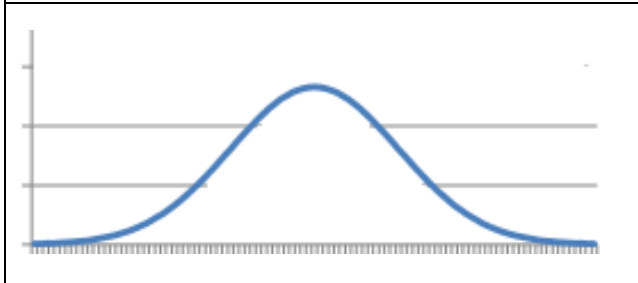
Pay senedinin getirilerinin normal dağılım eğrisinin sivrilik veya yuvarlaklık derecesine “*Basıklık (Kurtosis)*” adı verilir.

Pay senetlerinde basıklık basitçe formül (8.26) ile hesaplanır.

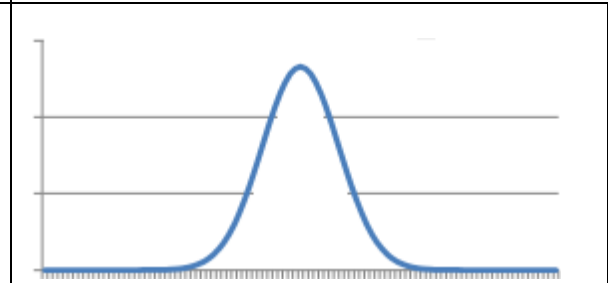
$$\text{BK} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^4 / n}{s^4} - 3 \quad (8.26)$$



**Grafik 8.4: Standart Normal Dağılım (BK=0)**



**Grafik 8.5: Normal Dağılımdan Daha Basıktır (BK<0)**



**Grafik 8.6: Normal Dağılımdan Daha Sivri (BK>0)**

Basıklık katsayısı aşağıdaki gibi yorumlanır.

**BK=0** : Dağılımın yüksekliği standart normal dağılıma uygundur.

**BK<0** : Dağılım standart normal dağılımdan daha basıktır.

**BK>0** : Dağılım standart normal dağılımdan daha sivridir.

Pay senetlerinin normal dağılımda tahmin edilemeyen olağan dışı olaylar varsayılandan daha sık görülür. Bu olağandışı olaylar, pay senetlerinin getirilerinde anormal getirilerin oluşmasına sebebiyet verir. Bu gelişme söz konusu pay senetlerinin riskini artırır.

Yatırımcılar, pay senetleri veya diğer finansal araçlarla oluşturdukları portföyleri üzerindeki basıklık etkisini genellikle “*Riske Maruz Değer (Value at Risk-VaR)*” gibi istatistiksel yöntemleri kullanarak değerlendirmeyi tercih ederler.

## **8.5. PAY SENEDİ İŞLEM MALİYETLERİ**

Yatırımcıların pay senetleri ve /veya diğer finansal araçlarının getiri ve risk değerlendirmesi yaptıktan sonra bu finansal araçlarla yapacakları işlemlerin maliyetlerini incelemek ve yatırım kararlarını bu işlem maliyetlerini de dikkate alarak vermek durumunda kalırlar. Piyasada pay senetlerinin ve/veya diğer finansal araçların alım satımından kaynaklanan aracılık komisyonu, alım/satım farkı ve fiyat etkisi olmak üzere üç temel işlem maliyeti bulunur.

Pay senetlerinin ve diğer sermaye piyasası araçlarının alım/satım farkı ve pay senetlerinin fiyat etkisi, bu pay senetlerinin likiditesinin üzerinde büyük etki gösterir. Pay senetlerinin aracılık komisyonunun genellikle pazarlığa tabi olması sebebiyle aracılık maliyetlerinin söz konusu pay senetlerinin toplam işlem maliyeti içindeki payı değişiklik arz etmekle birlikte oldukça düşüktür. Pay senetlerinin düşük likiditeye sahip olması, bu pay senetlerinin alım ve satım farkını artırır. Piyasada verilen bir emre karşılık pay senedinin fiyatının hangi yönde hareket ettiğini gösteren etki fiyat etkisini gösterir. Piyasada verilen düşük montanlı (*miktarlı*) emirlerin likidite düzeyi yüksek olan pay senetleri üzerinde etkisi çok düşük olur.

## **8.6. PAY SENEDİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ**

Pay senetlerine ait gerçek değer nasıl hesaplanabileceğini ve hesaplanan bu değer nasıl kullanılması gerektiğini anlamak ve düşük değeri belirlenmiş pay senetlerini belirleyip getirilerin artırılması amacıyla uygulanan çok sayıda yöntem vardır.

Pay senetlerinin değerlenmesi kapsamında en yaygın şekilde kullanılan yöntemlerden kar payı modeli, pay başına gelir yaklaşımı, yatırım fırsatları yaklaşımı, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, fiyat/nakit akışı oranı yer almaktadır.

### 8.6.1. Kar Payı Modeli

Bir pay senedinin gerçek değeri, beklenen ya da dağıtılacak kar paylarının belli bir iskonto oranı üzerinden, bugüne indirgenen değerlerinin toplamına “*Kar Payı Modeli*” adı verilir. Bu model uygulayıcılar arasında çok sık kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntemde, pay senetlerinin vadesi olmadığı için kar paylarının sonsuza kadar ya da devamlı ödeneceği varsayılır.

Kar payı modelinde pay senedinin fiyatı formül (8.27) ile hesaplanır.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty}$$
$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t} \quad (8.27)$$

$P_0$  : Pay Senedinin Fiyatı.

$D_1, D_2, \dots$  : Dönemsel Kar Payları.

$k_e$  : Beklenen Getiri veya Verim Oranı.

Bir şirketin gelecek dönemlerde dağıtacağı kar paylarında artış olmamasına, karların sabit olmasına veya karların düzensiz olacağına göre kar payı modeli üç gruba ayrılır. Buna göre büyümenin olmadığı kar payı iskonto modeli, gordon modeli ve çok aşamalı büyüme modeli aşağıda yer almaktadır.

#### 8.6.1.1. Büyümenin Olmadığı Kar Payı İskonto Modeli

Gelecekte pay senedinden beklenen kar paylarında değişiklik olmayacağı, sonsuza kadar devamlı bir şekilde sabit bir tutarda dağıtılacağı varsayıldığı modele “*Büyümenin Olmadığı Kar Payı İskonto Modeli*” adı verilir.

Büyümenin olmadığı kar payı modelinde pay senedinin fiyatı formül (8.28) ile hesaplanır.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad D_0 = D_1 = D_2 \dots = D_\infty$$

(8.28)

$$P_0 = D \left( \frac{1}{(1+k_e)^1} + \frac{1}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{1}{(1+k_e)^\infty} \right)$$

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

Kar payı modeli, belirli bir dönem kar payı ödemesi bulunmayan pay senedinin fiyatının belirlenmesinde de kullanılır. Belirli bir dönem kar payı ödemesi bulunmayan pay senedinin fiyatının hesaplanması için pay senedinin kar payı ödemelerinin başladığı tarihteki değeri belirlenir ve pay senedinin değeri beklenen getiri oranından bugüne indirgenerek cari değeri hesaplanır.<sup>127</sup>

Kar payı modelinde belirli bir dönemde kar payı ödemesi olmayan pay senedinin fiyatı formül (8.29) ile hesaplanır.

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{k_e} \quad (8.29)$$

### 8.6.1.2. Gordon Modeli

Pay senedi başına kar paylarının her dönem sonsuza kadar sabit bir oranda artacağı varsayıldığı modele “*Gordon Modeli veya Sabit Oranda Büyüyen Kar Payı İskonto Modeli*” adı verilir. Bu modelde, şirketin her dönem dağıtacağı ya da beklenen kar paylarının sabit bir (g) oranında artacağını varsayılır. Burada; (g = Büyüme oranı), (K<sub>e</sub> > g) varsayılır.

Gordon modelinde pay senedinin fiyatı formül (8.30) ile hesaplanır.<sup>128</sup>

<sup>127</sup> Stove, J. D., Robinson, T. R. & Pinto, J. E. (2002). Analysis of Equity Investments: Valuation. Baltimore: Association for Investment Management and Research. s.75.

<sup>128</sup> Reilly, F. K. & Brown, K. C. (2003). Investment Analysis and Portfolio Management. Thomson South-Western.s.283.

$$\begin{aligned}
P_0 &= \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+k_e)^n} \\
P_0 &= \frac{D}{k_e - g} \\
k_e &= \frac{D}{P_0} + g
\end{aligned}
\tag{8.30}$$

Gordon modelinde, pay senedinin büyüme oranının (g) tahmininde; tarihi büyüme oranı, dağıtılmayan karlara bağlı büyüme oranı ve analist ve uzmanların tahminleri kullanılır.<sup>129</sup>

#### 8.6.1.2.1. Tarihi Büyüme Oranı

Geçmiş dönemlerde pay başına düşen kar (D) ve pay başına düşen kardaki artışların değerlendirilerek, geleceğe yönelik bir büyüme oranının (g) tahmin edilmesine “*Tarihi Büyüme Oranı*” adı verilir. Aritmetik ortalama ya da geometrik ortalama yöntemleri kullanılarak tarihi büyüme oranı hesaplanır. Hesaplamalarda aritmetik ortalama geçmiş dönemlerin ortalamasını dikkate alırken, geometrik ortalama geçmiş dönemlerin bileşik büyümesini dikkate alır. Geometrik ortalamanın daha kullanışlı olması sebebiyle, bu yöntem kullanıcılar tarafından sıklıkla kullanılır. Geçmiş verilere dayalı olarak büyüme oranının belirlenmesi için ayrıca, regresyon ve zaman serileri gibi sayısal modeller de kullanılabilir.<sup>130</sup>

Tarihi büyüme oranı yönteminde büyüme oranı (g) formül (8.31) ile hesaplanır.

$$g = \left( \frac{D_n}{D_1} \right)^{1/n} - 1
\tag{8.31}$$

#### 8.6.1.2.2. Dağıtılmayan Karlara Bağlı Büyüme Oranı

Şirketin uzun dönemde yabancı kaynağa ihtiyaç duymadan öz sermayenin büyüme oranını (g), özsermaye karlılığının ve dağıtılmayan kar oranının çarpımı ile hesaplanan yöntemle “*Dağıtılmayan Karlara Bağlı Büyüme Oranı*” adı verilir. Bu yöntem, şirketlerin satışlarından elde edecekleri karların belirli bir oranını ortaklarına dağıtmayarak oluşturacakları otofinansman kaynağı ile gereksinim duyabilecekleri fonu karşılayabilmelerine imkan sağlar.

<sup>129</sup>Karan, M. B. (2011). a.g.e.. s.361.

<sup>130</sup>Reilly, F. K. & Brown, K. C. (2003). Investment Analysis and Portfolio Management. Thomson South-Western. s.401.

Dağıtılmayan karlara bağlı büyüme oranı yönteminde büyüme oranı (g) formül (8.32) ve (8.33) ile hesaplanır.

$$g = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Özsermaye}} * \frac{\text{Dağıtılmayan Kar}}{\text{Net Kar}} \quad (8.32)$$

$$g = \text{Özsermaye Karlılığı} * \text{Dağıtılmayan Kar Oranı} \quad (8.33)$$

### 8.6.1.2.3. Uzmanların Tahmini

Büyüme oranlarının, şirketlerin geçmiş verilerinden faydalanarak uzman kişi ya da kuruluşlar tarafından tahmin edilmesine “*Uzmanların Tahmini*” denir. Bu yöntemde uzmanlar tahminlerini yaparken, şirketlere ait geçmiş veriler ile birlikte ulusal ve uluslararası düzeyde makro bazlı ekonomik beklentileri, sektördeki rakipleri ve rekabet düzeyini, şirket içi verileri, vs. gibi bilgileri kullanırlar.

### 8.6.1.3. Düzensiz Kar Payı İskonto Modeli

Düzensiz büyüme gösteren şirketlerin pay senedi fiyatının hesaplanmasında kullanılan yöntem “*Düzensiz Kar Payı İskonto Modeli (Çok Aşamalı Büyüme Modeli)*” adı verilir. Mesela; bir şirket, yeni mal ya da hizmet üretirse, yeni teknolojileri kullanmaya başlarsa, yeni buluşlar yaparsa, pazarda rakipleri olmayacağı için pazarda tekel oluşturur ve anormal kazançlar elde edebilir. Daha sonraki süreçte, pazarda rakiplerinin artması, diğer şirketlerin çok farklı ve ileri teknolojileri kullanmaya başlamaları ile birlikte aynı faaliyette bulunan şirket sayısı artar. Böylece; pazar, çok sayıda şirket arasında bölünerek, bu şirketin daha önceki dönemde ve/veya dönemlerde elde ettiği anormal kazançlarının normalleşmesine hatta zamanla azalmasına neden olabilir. Şirketin düzensiz büyümeye devam ettiği dönem (N yıl) ve kar paylarının anormal büyüme hızı ( $g_s$ ), normal büyüme hızı ( $g_n$ ) ve kar payının anormal büyüme dönemi sonunda ulaşacağı tutar ( $D_N$ ) ile ifade edilir.

Düzensiz kar payı iskonto modelinde pay senedinin fiyatı formül (8.34) ile hesaplanır.

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{D_N(1+g_n)^t}{(1+k_e)^t} \quad (8.34)$$

### 8.6.1.4. Elde Tutma Dönemine Bağlı Kar Payı Modeli

Yatırımcının pay senedini elde tutma süresinin belli olması durumunda, pay senedinin fiyatının, elde tutma dönemi boyunca pay senedinden beklenen kar paylarının ve elde tutma



dönemi sonundaki pay senedinin satış fiyatının belli bir iskonto oranı üzerinden bugüne indirgenen değerlerinin toplamına eşit olan *değerin hesaplanmasında kullanılan yöntem* “*Elde Tutma Dönemine Bağlı Kar Payı Modeli*” adı verilir. Bu yöntem ile pay senedinin değeri, satış fiyatı, sonraki dönemlerin kar paylarının bugüne indirgenmesiyle bulunduğu için kar paylarının sonsuza kadar gittiği formülüne ulaşılır.<sup>131</sup>

Elde tutma dönemine bağlı kar payı modeli, pay senedinin sonsuza kadar elde tutulacağı varsayımına dayanır. Ancak, pay senetlerinin değerinin düşeceği yönde tahmin yapılması, daha karlı alternatif yatırım araçları üzerinde yatırım yapmak, sermaye kazancı elde etmek, vs. gibi nedenlerle, uygulamada pay senetleri belirli bir dönem sonra elden çıkartılır. Belirli bir süre elde tutma dönemine sahip pay senetlerinden elde tutma dönemi boyunca her yıl ödenecek kar payları ve elde tutma dönemi sonundaki beklenen satış fiyatı olmak üzere 2 farklı nakit akışı elde edilebilir.<sup>132</sup>

Elde tutma dönemine bağlı kar payı modelinde pay senedinin fiyatı formül (8.35) ile hesaplanır.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n} \quad (8.35)$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}$$

$P_n$  : Pay senedinin elde tutma döneminin sonundaki satış fiyatı.

$t$  : Pay senedinin (t) döneminde beklenen satış fiyatı.

## 8.6.2. Pay Başına Gelir Yaklaşımı

Bir pay senedinin fiyatı, bu pay senedinden gelecekte elde edilecek düzeltilmiş gelirlerin net bugünkü değerine “*Pay Başına Gelir Yaklaşımı*” denir. Bu yaklaşımda gelir akışında devamlılık sağlanabilmesi için ek yatırım yapılması gerekirse, yıllık gelir, her yıl yapılması gereken yatırım tutarı kadar azaltılması gerekir. Pay başına gelir yaklaşımında her yıl yapılması gereken yatırım tutarının ilgili yılın gelirinden düşürülmesinden sonra kalan tutar “*Düzeltilmiş Gelir*” olarak tanımlanır.

Pay başına gelir yaklaşımında pay senedinin fiyatı formül (8.36) ile hesaplanır.

$$P_0 = \frac{E_1 - Y_1}{(1+k_e)^1} + \frac{E_2 - Y_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{E_n - Y_n}{(1+k_e)^n} \quad (8.36)$$

<sup>131</sup> Konuralp, G. (2001). Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi. İstanbul: Alfa Yayınları. s.165.

<sup>132</sup> Dağlı, H. (2004). Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi. *Derya Kitabevi*. s.255.

$$(1 + k_e)^1 \quad (1 + k_e)^2 \quad (1 + k_e)^n$$

$E_1, E_2, \dots, E_n$  : Bir şirketin pay başına beklenen yıllık gelirleri.

$Y_1, Y_2, \dots, Y_n$ : Gelir akımının sürekli olması için her yıl yapılması gerekli ek yatırımın pay başına düşen tutarı.

### 8.6.3. Yatırım Fırsatları Yaklaşımı

Pay senedinin fiyatını ilgili şirketin elde ettiği karları esas alarak hesaplayan yaklaşıma “*Yatırım Fırsatları Yaklaşımı*” adı verilir. Bu yaklaşım, şirketin yeni yatırımlarla büyümesini esas aldığı için dinamik bir modeldir.<sup>133</sup> Yatırım fırsatları yaklaşıma göre; şirketin değeri, bu şirketin sahip olduğu varlıkları ve gelecek dönemlerde yaratabileceği büyüme fırsatlarına bağlıdır. Şirketin sahip olduğu varlıklarının değeri, şirketin mevcut varlıklarının yaratacağı beklenen gelirlerin bugünkü değerini ifade eder. Şirketin gelecek dönemlerdeki yatırım fırsatlarının değeri ise gelecekte yapılacak yatırımların tutarına ve bu yeni yatırımlardan elde edilebilecek karların, pay sahiplerinin yatırımlarından talep ettikleri verimliliğe eşit olup olmadığına bağlı olarak belirlenir. Şirketin yeni yatırımlarının karlılığı, hedeflediği verim oranına eşit veya daha düşük ise, gelecekteki yatırım fırsatlarının pay senedi fiyatı üzerindeki etkisi sıfır ya da negatif olur. Yeni yatırımların karlılığı, istenen verim oranından yüksek ise, pay senetlerinin değeri artar.

Yatırım fırsatları yaklaşımında pay senedinin değeri formül (8.37) ile hesaplanır.

$$P_0 = V_1 + V_2 \quad (8.37)$$

$V_1$  : Mevcut varlıkların gelecekte sağlayacağı karların (gelirin) pay başına bugünkü değeri.

$V_2$  : Hissedarlar tarafından istenen verimden daha yüksek karlılık sağlayacak yeni yatırımların pay başına bugünkü değeri.

### 8.6.4. Fiyat / Kazanç Oranı

Pay senedinin piyasa fiyatının, pay başına kara bölünmesi ile hesaplanan ve yatırımcının her bir birim kar beklentisi için pay senedine ne kadarlık yatırım yapılması gerektiğini ifade eden orana “*Fiyat/Kazanç Oranı*“ adı verilir ve değerlendirme aracı olarak kullanılır. Bu oranın hesaplanmasında şirketin geçmiş yıl verileri kullanılarak, fiyat/kazanç oranlarının ortalaması alınır ve ardından pay başına net kar beklentisi belirlenir. Fiyat/kazanç

<sup>133</sup> Akgüç, Ö. (1998). Finansal Yönetim. İstanbul: Avcıol Yayıncılık. s.855.

oranının belirlenmesi sırasında şirketin pay senedi fiyatı bilinmiyorsa, piyasanın genel fiyat/kazanç oranı, sektörün ortalama fiyat/kazanç oranı veya benzer şirketlerin ortalama fiyat/kazanç oranları kullanılır.

Ortalama fiyat/kazanç oranı ile pay senedi başına beklenen kar çarpılarak, pay senedinin olması gereken fiyatı formül (8.38) ve (8.39) ile hesaplanır.<sup>134</sup>

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı (F/K)} = \frac{\text{Pay Senedi Fiyatı}}{\text{Pay Senedi Başına Kar}} \quad (8.38)$$

$$P_0 = \text{Ortalama Fiyat/Kazanç Oranı} * \text{Pay Senedi Başına Kar} \quad (8.39)$$

#### 8.6.5. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Şirketin geçmiş verilerden veya aynı sektörde faaliyet gösteren ve aynı risk düzeyinde bulunan diğer şirketlerin verilerini kullanarak hesaplanan orana “Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı” denir. Şirketin pay senedinin defter değeri çok farklı etkenleri hesaba katmayıp sadece muhasebe verilerini esas aldığı için pay senedinin piyasa değeri ile defter değeri arasında farklılık gösterir. Genellikle, şirketin pay senedinin defter değeri, piyasa değerinin altında ya da üstünde bir trend gösterir. Bu trend, şirketin pay senedinin Piyasa Değeri/Defter Değeri (PP/DD) oranını da aynı şekilde etkiler.

Pay senedinin değeri bulunmak istenen şirketin Defter Değeri ile Ortalama PD/DD Oranı çarpılarak, pay senedinin değeri hesaplanır.<sup>135</sup> Hesaplanan Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı 1’den daha küçük ise bu pay senenin ucuz ve getirisinin yüksek olacağı için satın alınması gerektiğini gösterirken, bu oran 1’den büyük ise pay senedinin pahalı olduğu, satın alınmaması gerektiği hatta, bu pay senedinin bir an önce satılması gerektiğini gösterir.

Yatırım fırsatları yaklaşımında pay senedinin değeri formül (8.40) ve (8.41) ile hesaplanır.

$$\text{Defter Değeri} = \frac{\text{Net Değer}}{\text{Pay Senedi Sayısı}} \quad (8.40)$$

$$P_0 = \text{Ortalama PD/DD Oranı} * \text{Defter Değeri} \quad (8.41)$$

**P<sub>0</sub>**: Pay Senedi Değeri

<sup>134</sup> Karaşin, G. (1986). Sermaye Piyasası Analizleri. İstanbul: SPK Yayınları. s.30.

<sup>135</sup> Canbaş, S. ve Doğukanlı, H. (1997). Finansal Pazarlar. İstanbul: Beta Yayınları. s.291.

### 8.6.6. Fiyat / Nakit Akışı Oranı

Şirkette nakit çıkışına yol açmayan giderlerin (amortismanlar, vs.) düşülmesiyle elde edilen kar “*Muhasebe Karı veya Net Kar*” olarak adlandırılır. *Fiyat / Nakit Akışı Oranı* yönteminde pay senetlerinin pay başına karının hesaplanmasında şirketin gelirleri yerine nakit akışlarını esas alan yöntemdir. Bir şirketin piyasada oluşan pay senedi fiyatının şirket pay başına düşen nakit akımına oranına “*Fiyat/Nakit Akışı (F/NA) Oranı*” denir. Bu yöntem pay senetlerinin pay başına karının hesaplanmasında kullanılan başarılı bir yöntemdir.<sup>136</sup> Bu yöntemde “*Nakit Akışı*”, nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin (amortismanlar, vs.) net kara ilave edilmesiyle hesaplanır. Bu yöntemde, öncelikle, sektördeki benzer şirketlerin fiyat/nakit akışı oranlarının ortalaması belirlenir ve ardından hesaplanan ortalama F/NA oranı ile şirketin nakit akışı çarpılarak, söz konusu şirketin pay senedinin değeri hesaplanır.

$$\text{Nakit Akımı} = \text{Net Kar} + \text{Amortisman} \quad (8.42)$$

$$\text{Pay Başına Nakit Akımı} = \frac{\text{Nakit Akımı}}{\text{Pay Senedi sayısı}} \quad (8.43)$$

$$\text{Fiyat /Nakit Akımı (F/NA) Oranı} = \frac{\text{Pay Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Pay Senedi Başına Nakit Akımı}} \quad (8.44)$$

### 8.7. İMTİYAZLI PAY SENEDİNİN DEĞERİ

Tahvil ve adi pay senedi arasında yer alan bir menkul kıymet olup, sahiplerine, genellikle, düzenli ve sabit oranda bir kar payı ödenmesi sağlayan pay senedine “*İmtiyazlı Pay Senedi*” denir. Kar payı ödemelerinin sonsuza kadar sabit oranda devam ettiği durumda, imtiyazlı pay senedinin değeri formül (8.45) ile hesaplanır.

$$V_i = \frac{D_i}{k_i} \quad (8.45)$$

$V_i$  = İmtiyazlı pay senedinin değeri,

$D_i$  = İmtiyazlı pay senedinin kar payları,

$k_i$  = İmtiyazlı pay senedinden beklenen getiri oranı.

<sup>136</sup> Dağlı, H. (2004). a.g.e.. s.280.

İmtiyazlı pay senedinin her yıl sabit tutarda ödeyeceği kar payının, pay senedinin cari piyasa fiyatına bölünmesiyle, imtiyazlı pay senedinin getirisi formül (8.46) ile hesaplanır.

$$k_i = \frac{D_i}{V_i} \quad (8.46)$$

## 9. PAY SENETLERİNİN ANALİZİ

Pay senetlerinin analizi kapsamında pay senedi fiyatının yönünün tahmini, pay senetlerinin analizinde kullanılan temel analiz ve teknik analiz yöntemleri yer almaktadır.

### 9.1. PAY SENEDİ FİYATININ YÖNÜNÜN TAHMİN EDİLMESİ

Sistemik risklerin ve sistemik olmayan risklerin yarattığı büyük etkiler nedeniyle pay senetlerinin fiyat hareketlerinin yönünü tahmin edebilmek oldukça güçtür. Fakat, yatırım analistleri sistemik risklerin pay senetleri üzerinde yarattıkları etkileri çeşitli finansal modellerle değerlendirerek, söz konusu pay senetlerinin gelecekteki performanslarının yönünü tahmin ederler. Borsada alım satım yapan yatırımcılar, analistler vs. borsaya ulaşan yeni bilgi ve haberlerden ve de gözlemlerden faydalanarak piyasanın yönü ya da bu piyasa işlem gören pay senetlerinin yönleri hakkında bilgi edinebilirler.

Borsalarda öncü pay senetleri, artanlar ve azalanlar oranı, işlem hacmi, küçük emirler ve güven endeksi yöntemleri kullanılarak piyasanın yönü belirlenir.<sup>137</sup>

#### 9.1.1. Öncü Pay Senetleri

Belli bir zaman diliminde en fazla işlem gören pay senetlerine “*Öncü Pay Senetleri*” adı verilir. Piyasada öncü kabul edilen bu pay senetlerinin fiyat ve miktar bazında gösterdikleri performansları ve eğilimleri piyasanın yönünün öngörülmesinde büyük önem taşır. Yatırımcılar, piyasanın yükselmesi ile birlikte en fazla işlem gören ve yatırım yapılabilir nitelikteki bu öncü pay senetlerinin yüksek fiyattan talep görmesi halinde piyasanın canlanacağını öngörürler. Ancak, öncü pay senetlerinin fiyatlarının düşmesi, piyasanın düşme eğiliminin devam edeceğini tahmin etmelerine yol açar. Diğer taraftan; düşük fiyatlı ve yatırım yapılamaz nitelikteki pay senetlerinin öncülüğü ise piyasanın istikrarsız bir eğilim göstereceğine ve fiyat artışlarının kısa süreceğinin düşünülmesini gerektirir.

#### 9.1.2. Artanlar ve Azalanlar Oranı

Piyasadaki fiyatları artan pay senetlerinin sayısının, fiyatları azalan pay senetlerine bölünmesi ile hesaplanan orana “*Artanlar ve Azalanlar Oranı*” adı verilir. Pay senetleri piyasasında, fiyatı artan pay senetlerinin sayısı az ve bu pay senetlerinin büyük bir

<sup>137</sup>Korkmaz, T. & Ceylan, A. (2012). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi. (6. Baskı). Ekin Yayınevi. s.269-271.

çoğunluğun fiyatları değişmiyorsa ya da azalma eğilimi gösteriyorsa, pay senetleri endeks değeri artsa bile, piyasadaki fiyatların düşme eğiliminde olduğu yönünde tahminde bulunulur.

### 9.1.3. İşlem Hacmi

Teknik analizciler, piyasadaki pay senetleri fiyatları artarken, pay senetlerinin işlem hacminin de artacağı varsayımından hareketle, piyasadaki pay senetlerinin işlem hacmindeki değişimleri, piyasadaki fiyat değişimleri için öncü bir gösterge kabul ederler. Bu sebeple, BİST’de işlem yapanlar için de “*İşlem Hacmi*” piyasanın yönünün tahmininde kullanılan başarılı bir değerlendirme aracıdır. Piyasada işlem hacmi, pay senedi fiyat endeksinin düşmeye başlamasından daha önce azalır ve bu pay senedinin fiyat düzeyi en alt seviye ulaşmadan önce artış gerçekleşir.

### 9.1.4. Küçük Emirler Endeksi

Küçük yatırımcıların genellikle yapılması gereken tersini yaptıkları varsayımından<sup>138</sup> hareket eden endekse “*Küçük Emirler Endeksi*” adı verilir. Bu endeks, küçük montanlı emirler, diğer emirlerden ayrılarak, az sayıda yapılan satımlara oranlanmasıyla oluşturulur. Bu endekse göre; küçük yatırımcılar, pay senetlerini fiyatlar en yüksek düzeye yaklaşırken satın alır, fiyatlar en düşük düzeye yaklaşırken satarlar. Dolayısıyla, bu endeksteeki artış, fiyatların zirveye yaklaştığını ve yakında düşmeye başlayacağını, endeksteeki azalış, fiyatlardaki düşüşün sona erdiğini ve yakında fiyat artışlarının başlayacağı şeklinde öngörülür.

### 9.1.5. Güven Endeksi

Yatırımcıların risk almaya karşı gösterdikleri isteğin göstergesine “*Güven Endeksi*” denir.

Güven Endeksi formül (9.1) ile hesaplanır.

$$\text{Güven Endeksi} = \frac{\text{Kaliteli Tahvillerin Getirisi}}{\text{Düşük Kaliteli Tahvillerin Getirisi}} \quad (9.1)$$

Güven endeks değerinin yüksek olması, ekonomide olumlu bir döneme girileceği aynı zamanda pay senetlerinin fiyatlarının artış eğilimi göstereceği yönünde; güven endeks değerinin azalması ise ekonomide kötü bir döneme girileceği ve pay senedi fiyatlarının düşeceği yönünde tahmin yapılmasına yol açar.

<sup>138</sup>Bolak, M. (1991)., Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi. İstanbul: Beta Yayınevi. s.138.

## 9.2. TEMEL ANALİZ

Temel analiz makro düzeydeki faktörlerin ekonomi üzerinde yarattığı etkilerden, sektör ve şirket bazında toplanan her türlü bilginin pay senedi performansını gelecekte nasıl etkileyeceğini tahmin etmeye çalışan yöntem “*Temel Analiz*” olarak ifade edilir.<sup>139</sup> Diğer bir ifadeyle, temel analiz, genel ekonomi, şirketin içinde bulunduğu sektör ve şirkete ait temel kabul edilen verilerden hareketle pay senedinin değerini belirlemeye çalışan bir analize denir.<sup>140</sup> Temel analiz bir şirketin pay senedi başına kâr ve pay senedi başına düşen kâr payını tahmin ederek pay senedinin değerini hesaplamada kullanılan başarılı bir analiz yöntemidir.

Yatırımcılar genellikle, temel analiz ile teknik analiz arasında karşılaştırma yaparlar. Ancak, teknik analiz, pay senetlerinin işlem hacmi ve fiyat grafiklerinin analizine dayalı olarak pay senetlerinin alım ve satım zamanının belirlenmesinde; temel analiz ise uygun pay senetlerinin seçiminde kullanılan yöntemlerdir. Dolayısıyla, yatırımcılar her iki yöntemin birbirini tamamlayıcısı olduğunu bilmeli ve her iki yöntemden amaçlarına uygun şekilde faydalanma yoluna gitmelidirler.

Üzerinde yatırım yapılacak pay senetlerinin seçiminde kullanılan temel analiz beş aşamalı olarak yapılır.

1. Ekonomi Analizi
2. Sektör Analizi
3. Şirket Analizi
4. Tahminler
5. Değerleme

Temel analiz sürecindeki aşamalar aşağıda açıklanmaktadır.

### 9.2.1. Ekonomi Analizi

<sup>139</sup> Kondak, N. (1999). Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş. No.255. Der Yayınları. s.152.

<sup>140</sup> Tekbaş, M. Ş., Köse, A., Sarıkovanlık, V., Sarioğlu, S. E, Baş, N. K. & Özdemir, A. K. (2017). Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri. Ders Kodu: 1009. 30 Haziran. SPL-Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları, s.126.

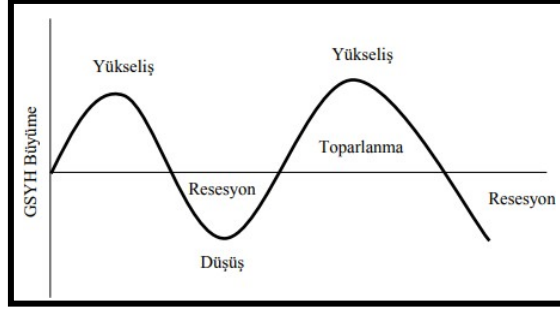


Ekonomide meydana gelecek değişiklikler ve gelişmeler sektörleri dolayısıyla şirketleri ve beraberinde şirketlerin pay senetlerinin değeri üzerinde olumlu / olumsuz yönde etkiler yaratması sebebiyle, yatırım analistleri temel analize ekonomi veya makroekonomiye ait temel göstergeleri ve uzun dönemli faktörleri inceleyerek, tahminde bulunurlar ve ardından bu göstergeler ile ilgili beklentilerini belirlerler.

Analistler, ekonomilerde gelecek dönemlerde meydana gelecek büyüme ya da küçülme hareketlerinin sektörlerin, şirketlerin ve bu şirketlere ait pay senetlerinin değeri üzerinde etkili olacağından dolayı, öncelikli olarak gelecek dönemlere ait GSYİH tahmin ederek temel analize başlarlar. Ancak, şirketlerin gelecekte yaratacakları nakit akışlarını ve buna bağlı olarak bu şirketlerin pay senetlerinin değerlerini etkileyen temel göstergeler olmaları sebebiyle istihdam veya işsizlik oranı, enflasyon, faiz oranları, bütçe açığı gibi önemli ekonomik göstergelerin de GSYİH ile birlikte tahmin edilmesi gerekir.

Analistler, makroekonomik göstergeler dışında ekonomilerde talebi belirleyecek mali ve parasal politika araçlarının analizini yapan kişi ya da kişilerce tahmin edilmesi yapılacak ekonomik analizi güçlendirir. Ekonomilerde uygulanan vergi ve parasal politikalar, sektörlerin arz ve talep dengesini belirleyici rol oynaması sebebiyle şirketlerin satışlarını ve beraberinde bu şirketlerin pay senetlerinin değerini belirler. Bu sebeple, kamu vergi politikaları ve merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının tahmin edilmesi ve beklentilerin belirlenmesi büyük önem taşır.

Ekonomilerde arz ve talebi belirleyen önemli göstergelerde meydana gelen değişiklikler sonucu oluşan döngü “*Ekonomik Döngü (business cycle)*” olarak ifade edilir. Ekonomik döngü ekonomilerde faaliyetlerin artması sonucu GSYİH zirveye (*tepe*) noktasına gelirken, bu durumun aksinin gerçekleşmesi halinde ise GSYİH dip noktasına geriler. Dönemler itibariyle ekonomilerde meydana değişikliklerin zaman serisi şeklinde takip edilmesi neticesinde, ekonominin trendi belirlenebilir. Ekonomi analizinde bu zaman serilerindeki artışlar ve azalışlar, zirve ve dip noktaları pay senetlerinin değerlerini belirleyici rol oynaması sebebiyle analizi yapanlar açısından çok önemlidir.



**Grafik 9.1: Ekonomik Döngü Grafiği**

Ekonomi analizinde GSYİH'nın zaman serisinde meydana gelen değişiklikler ya da dalgaların uzunlukları esas alındığında, GSYİH'dan kaynaklanan dalgalar; şirketlerin stok seviyelerinde oluşan değişikliklerin ekonomide neden olduğu üç yıl ile beş yıl arasında değişen dalgalarına "*Kitchin Dalgaları*"; şirketlerin sabit sermaye harcamalarında meydana gelen değişikliklerin ekonomide yol açtığı yedi yıl ile onbir yıl arasında değişen dalgalarına "*Juglar Dalgaları*"; şirketlerin altyapı yatırımlarının ekonomide neden olduğu 15 yıl ile 25 yıl arasında değişen dalgalarına "*Kuznetz Alt Yapı Dalgaları*" ve teknolojik yatırımların, savaşlar ve devrimler gibi önemli hareketlerin ekonomi üzerinde yarattığı 45 yıl ile 60 yıl arasında değişen dalgalarına "*Kondratiev Dalgaları*" olmak üzere dört grupta sınıflandırılır.

Ekonomik göstergeler ve GSYİH'ı etkileyen çeşitli faktörler ekonominin yönünün belirlenmesi için çeşitli bilgileri kapsar. Genel olarak ekonomik göstergeler; öncü, eş anlı, takipçi göstergeler ve uzun dönemli göstergeler olmak üzere dört grup altında sınıflandırılabilir.

### **b. Öncü Göstergeler**

Altı hafta ile sekiz hafta öncesinden reel GSYİH'da değişiklik gösteren makro büyüklüklere "*Öncü Göstergeler*" adı verilir. Bu göstergeleri etkileyen temel değişkenler arasında imalat sanayindeki ortalama haftalık çalışma saati, işsizlik sigortası başvuruları, tüketim mallarının üretimindeki artışlar, mal teslimleri, yeni şirket sayıları, üretim kapasitesinin arttırılmasında kullanılan yatırım mallarındaki yeni talepler, yeni inşaat ruhsat sayıları, stok miktarlarındaki değişme, ticari ve tüketici kredi taleplerindeki değişme, pay senedi fiyat endeksi ve para arzındaki değişiklikler sayılabilir. Analistler saydığımız bu değişkenler üzerinde yeterli inceleme yaparak, bu değişkenlerin gelecekte hangi yönde hareket edeceğini belirlemek üzere tahminler yapar ve buna göre de beklentilerini belirlerler.

### **c. Eş Anlı Göstergeler**

Reel GSYİH ile aynı zamanda değişme ve gelişme gösteren makro ekonomik göstergelere “*Eş Anlı Göstergeler*” adı verilir. Bu göstergeleri etkileyen temel değişkenler arasında tarım dışı sektörlerdeki ücretler, kişisel gelir, sanayi üretim endeksi, imalat ve ticaret satış hacmindeki değişiklikler sayılabilir. Analistler bu değişkenler üzerinde yeterli inceleme yaparak, bu değişkenler üzerinde tahminler yaparak, beklentilerini belirlerler.

### **c. Takipçi Göstergeler**

Reel GSYİH’da oluşan değişikliklerin altı hafta ile sekiz hafta sonrasında değişiklik veya farklılık gösteren makroekonomik göstergelere “*Takipçi Göstergeler*” adı verilir. Bu göstergeleri etkileyen temel değişkenler arasında ortalama işsizlik süresi, işgücü birim maliyeti, stokların satışlara oranı, ticari kredi hacmi, kredi faiz oranı ve ticari kredilerin kişisel gelire oranındaki değişiklikler sayılabilir. Analistler bu değişkenler üzerinde tahminler yapar ve buna göre beklentilerini belirlerler.

### **d. Uzun Dönemli Faktörler**

Analistler, nüfus artış oranı ve yaş grupları itibariyle nüfusun yapısı, doğal kaynaklar, sermaye birikimi, verimlilik, nüfusun öğrenim düzeyi, kentleşme, uluslararası ticaretteki gelişmeleri üzerindeki değişiklikleri inceleyerek, tahminlerde bulunur ve ardından beklentilerini belirlerler.

## **9.2.2. Sektör Analizi**

Sektörlerin makroekonomik göstergelerden hangi yönde etkilendiğini belirlemek amacıyla yapılan analizlere “*Sektör Analizi*” adı verilir. Analistler bu analiz kapsamında, sektörün önemi ve temel özellikleri, talep yönlü unsurlar, arz yönlü unsurlar, fiyatı etkileyen unsurlar ve tahmini talebe (satışlar) ilişkin incelemelerini yaparlar ve bu unsurlara ilişkin tahminlerde bulunurlar ve ardından bu unsurlarla ilgili beklentilerini belirlerler.

Sektör analizi, ekonomik göstergelerde oluşan değişikliklerin şirketler ve dolayısıyla bu şirketlere ait pay senetlerinin değerleri üzerinde yarattığı etkileri ölçme ve değerlendirmede kullanılır. Sektördeki her şirket aynı zamanda her pay senedi ekonomide meydana gelen değişikliklerden ve gelişmelerden farklı şekilde ve oranda etkilenir. Şöyle ki,

bazı şirketler ekonomik büyümeden veya küçülmeden olumsuz yönde etkilenirken, bazı şirketler ise olumlu yönde etkilenir.

Sektör analizinde şirketlerin yarattıkları karlarının ekonomik döngüye karşı duyarlılıklarını; satışları, faaliyet kaldıraçları ve finansal kaldıraçları belirler.

#### **a. Satışlar**

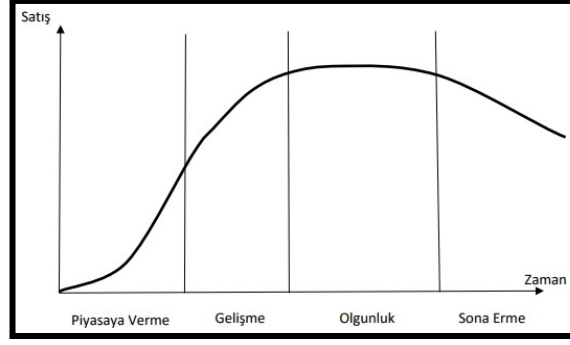
Şirketlerin ürettikleri veya sattıkları talep esnekliği zayıf, sıfır olan gıda, ilaç vs. gibi gereksinim duyulan ürünlerin ekonomik değişikliklere ve gelişmelere karşı duyarlılıkları oldukça düşüktür. Dolayısıyla, ekonomik göstergelerde oluşacak değişiklikler/gelişmeler bu şirketlerin satışları üzerinde büyük etki göstermez. Ancak, bu ekonomik değişiklikler; talep esnekliği yüksek olan ürünleri üreten veya satan şirketler üzerinde büyük dalgalanmalara yol açar.

#### **b. Faaliyet Kaldıraçları**

Sektörlerin ve bu sektörlerde faaliyette bulunan şirketlerin sabit ve değişken maliyetlerinin bileşiminden kaynaklanan kaldıraç “*Faaliyet Kaldıracı*” olarak ifade edilir. Toplam maliyetleri içinde değişken maliyetlerinin payı yüksek olan sektörler/şirketler, ekonomik göstergelerdeki değişikliklere karşı çok daha az oranda duyarlılık gösterirler. Bu tip bir sektörler veya bu tip bir sektörde faaliyet gösteren şirketler, satışlara bağlı olarak meydana gelen maliyetleri daha hızlı ve kolay kontrol edebildikleri için ekonomide daralma yaşandığında, bu şirketlerin finansal kaldıraçları düşük ; toplam maliyetleri içinde sabit maliyetlerinin payı yüksek olan bir sektörde ve/veya bu tip sektörde faaliyet gösteren şirketlerde finansal kaldıraçlar yüksek gerçekleşir.

#### **c. Finansal Kaldıraçları**

Şirketlerin kaynak yapısının oluşturulmasındaki finansal tercihleri ile oluşan borç ve özsermaye bileşimine “*Finansal Kaldıraç*” adı verilir. Sektörlerin piyasaya verme (doğma), gelişme (büyüme), olgunluk ve sona erme dönemlerinden oluşan sürecine “*Sektör Hayat Döngüsü*” denir. Bu döngü şirketler içinde aynı olup, şirketlerde “*Şirket Hayat Döngüsü*” adını alır. Sektörler/şirketler, bu döngüye bağlı olarak gelişme ve değişiklik gösterir. Bu döngüde var olan özellikler ve ortaya çıkabilecek problemler çeşitlilik gösterir. Bu sebeple de problemlerin çözümünde her sektör ve şirket için farklı çözüm yollarının uygulanması gerekir.



**Grafik 9.2: Sektör/Şirket Hayat Döngüsü**

### 9.2.3. Şirket Analizi

Bir şirketin finansal durumunun ve finansal açıdan gelişmesinin yeterli olup olmadığını belirlemek amacıyla mali tablo kalemlerindeki değişikliklerin, kalemler arasındaki ilişkilerin, zaman içinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesi ve gerektiğinde belirlenen standart ve sektör ortalaması ile karşılaştırılarak, yorumlanması faaliyetlerinin bütününe “*Şirket Analizi*” adı verilir.

Şirket analizinde yatırımcı ve/veya analist ekonomik ve sektör analizlerinden elde ettiği bilgi ve bulgularla birlikte şirket analiz sonuçlarını birlikte değerlendirir. Bu değerlendirme neticesinde; şirketin karı, dağıtacağı kar payları, şirketin serbest nakit akışını, şirketin değeri, şirketin pay senetlerinin değerini ve piyasanın yönünü tahmin ederek, beklentilerini belirlerler ve ardından piyasada yatırım için en uygun şirket ve/veya pay senedi seçimini yapabilirler.

Şirket analiz süreci kapsamında nitel ve nicel olmak üzere iki aşama vardır. Nitel analizde şirketlerin gelişim süreci, hukuki yapısı, ortaklık yapısı, organizasyon yapısı, çalışan sayısı, yönetim kurulu kararları, sektördeki rekabet düzeyi, satış öncesi ve sonrası hizmet kalitesi, şirketin adı ve firma değeri, marka değeri, duran varlık yapısı, yeni yatırımları gibi konular incelenir. Şirketlerin nicel analizi kapsamında şirketin en az son üç yıllık mali tablolarını, serbest nakit akışı tablolarını ve farklı finansal analiz yöntemleri kullanılarak şirketin finansal performansı analiz edilir. Analistler bu analiz kapsamında pay senedi fiyat eğilimi, pay senedi başına kar, pay senedi başına ödenecek kar payı, pay senedi başına defter değeri gibi pay senetlerini ilgilendiren verileri de inceleyip, değerlendirerek en uygun şirket ve/veya pay senedi seçimini yaparlar ve aynı zamanda piyasanın yönünü belirlerler.

Yatırımcılar ve/veya analistler, nicel analiz kapsamında şirketlerin en az son üç yıllık finansal tablolarını, “*Yatay (Karşılaştırmalı Tablolar) Analiz, Dikey (Yüzde Yöntemi) Analiz,*

*Trend (Eğilim Yüzdeleri Yöntemi) Analiz ve Oran (Rasyo) Analizi* yöntemlerini kullanarak analiz ederler. Bu yöntemler aşağıda yer almaktadır.

#### **a. Yatay Analiz**

Bir şirketlerin birbirini izleyen hesap dönemlerine ya da aynı süreleri kapsayan farklı tarihlerde düzenlenmiş mali tablolarını karşılaştırarak ekonomik, finansal ve faaliyet yapılarındaki değişiklikleri saptayan ve inceleyen dinamik analiz yöntemine “*Yatay (Karşılaştırmalı Tablolar) Analizi*” adı verilir.

#### **b. Dikey Analiz**

Şirketlerin mali tablolarında bulunan her bir kalemin toplam ve grup içindeki oranın yüzde olarak hesaplandığı yöntem “*Dikey (Yüzde Yöntemi) Analiz*” olarak adlandırılır. Bu yöntem, şirketlerin mali tablo kalemlerinin toplam içerisindeki ağırlığını belirler ve dönemler itibariyle yapılan analiz sonucunda şirketlerin mali performansları hakkında bilgi verir.

#### **c. Trend Analiz**

Bir şirketlerin birbirini izleyen birkaç döneme ait finansal durum tablosu ve gelir tablosu kalemlerini temel alınarak bir yıldaki değere oranlanarak değişimin izlendiği dinamik analiz yöntemi “*Trend (Eğilim Yüzdeleri Yöntemi) Analizi*” olarak ifade edilir.

#### **d. Oran Analizi**

Bir işletmenin bir ya da birbirini izleyen hesap dönemlerine ait finansal durum tabloları ve gelir tablolarında birbiri ile ilgili kalemler arasındaki ilişkileri oransal olarak ölçen statik yöntem “*Oran (Rasyo) Analizi*” denir. Bu yöntem, şirketlerin borç ödeme gücünün, finansal yapısının, faaliyet sonuçlarının, ekonomik varlıklarının ne derece verimli ve ekonomik kullandıkları hususunda bilgi verir ve karar vermeyi kolaylaştırır. Bu yöntem, finansal durum tabloları ve gelir tablolarındaki kalemlerin karşılaştırılması neticesinde; ortaya çıkan oranlar “*Likidite Oranları, Mali Yapı Oranları, Faaliyet (Varlık Kullanım) Oranları ve Kârlılık Oranları*” olmak üzere genel olarak dört ana başlık altında sınıflandırılır. Ayrıca; yatırımcılar ve/veya analistler, nicel analiz kapsamında fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve hisse başına kar gibi pay senedi analiz yöntemlerini kullanarak takas (alım ve satım) işlemlerini gerçekleştirirler.

### **9.2.4. Tahminler**

Bu aşamada yatırımcılar ve/veya analistler daha önceki aşamalardan elde ettikleri bilgi ve bulguları kullanarak tahminler yaparlar ve bu tahminlere dayanarak şirketlerin büyüme oranları, özsermaye maliyetleri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini belirlerler.

### **9.2.5. Değerleme**

Yatırımcılar ve analistler, temel analiz sürecinin bu aşamasında indirgenmiş serbest nakit akışları, kar paylarının iskonto edilmesi, nispi değerlendirme, ekonomik katma değer ve pazar katma değeri yöntemleri gibi değerlendirme yöntemlerinin birini veya bir kaçını birlikte kullanarak, şirketleri ve/veya pay senetlerini değerlemeye tabi tutarlar. Bu değerlemeden elde edilen sonuçlara bağlı olarak, şirketlerin değeri ve/veya pay senetlerinin fiyat aralıklarını belirlerler.

Şirketlerin sürdürülebilirliği, firma değerinin artırılması, marka değerini belirleme ve/veya artırılması, birleşme, devir veya satın alınması, pay senedi seçimi, portföy yönetimi konularında şirket değerinin hesaplanması veya doğru tahmini çok önemlidir. Şirketlerin ve/veya bu şirketlerin çıkardığı pay senetlerinin değerinin artırılması; bu şirketlerinin varlık yapısı, kaynak yapısı, kurumsallık derecesine, uyguladıkları politikaları ve stratejileri, yöneticileri, ortaklık yapısı gibi önemli etkenlere bağlıdır. Şirketlerinin yönetim süreçlerinin her aşamasında alınan veya alınabilecek her bir karar sonucunda yapılan/yapılacak tüm faaliyetlerin değer yaratmak amacıyla gerçekleştirildiği yönetim anlayışına “*Değer Dayalı Yönetim*” denir. Bu anlayışta ana hedef değer yaratmak olduğundan dolayı, bu şirketle ilgili tüm tarafların davranışları, faaliyetleri, vs. gibi hususlarda değişime giderler. Şirket değerinin tahminde ve beklentilerin belirlenmesinde gerçekçi olunması, şirket yönetimi açısından çok teşvik edici olacaktır. Bu anlayış gelişen ve globalleşen dünyada şirketin rekabet gücünü arttıracaktır.

Şirket değerlendirme yaklaşımları; maliyet, gelir ve piyasa yaklaşımları olmak üzere üç grupta sınıflandırılabilir.

#### **a. Maliyet Yaklaşımı**

Şirketin gelecek dönemlerdeki gelirlerini garanti edemeyeceği varsayımına dayanan sadece şirketin sahip olduğu ve maliyet değeri ile muhasebe kayıtlarına kayıt ettiği varlıklarının değerini esas alan yaklaşıma “*Maliyet Yaklaşımı*” denir. Bu yaklaşımda en sık kullanılan değerlendirme yöntemleri arasında defter değeri, tasfiye değeri ve net aktif değeri yöntemleri yer almaktadır. Bu yöntemler yedinci bölümde yer almaktadır.

## b. Gelir Yaklaşımı

Şirketin değerinin, gelecekte yaratacağı öngörülen nakit akışlarının bugünkü değerlerinin toplamını esas alan yaklaşıma “*Gelir Yaklaşımı*” denir. Bu yaklaşımda şirket değerinin hesaplanmasında indirgenmiş nakit akımları ve indirgenmiş kâr payları yöntemleri kullanılır.

Bir şirketin değerinin hesaplanmasında şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışlarının esas alındığı yonteme “*İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi*” adı verilir. Bu yöntemin bileşenleri arasında nakit akış miktarı, tahmin süresi ve iskonto oranı yer alır. Bu yöntemde, şirketin geçmiş dönemlere ait mali tabloları kullanılarak, gelecekteki nakit akışları tahmin edilir ve bu tahmini nakit akışlarının bugünkü değere indirgenerek, şirketin değeri hesaplanır.

Şirketlerin bugüne indirgenecek nakit akımlarına “*Serbest Nakit Akımları*” denir. Finansal kaldıraç oranı yüksek olan ve/veya borç oranlarında dalgalanırlık yaşayan şirketlerde bu yöntemin uygulanmasına uygundur.

Serbest nakit akımları aşağıdaki gibi hesaplanır.

<b>Şirketin Serbest Nakit Akımları:</b>
FVÖK (Esas faaliyetlerden yaratılan)
(+) Kıdem Tazminatı
(-) Ödenen Vergi
(+) Finansman Giderleri x vergi oranı
(+) Amortisman Gideri
<u>(-/+ İşletme Sermayesi İhtiyacı</u>
<b>(=) Sabit Sermaye Harcamaları Şirkete Olan Serbest Nakit Akımları</b>

Özsermaye sahiplerine olan serbest nakit akımları yönteminde en önemli nokta; amortismanların şimdiki ve gelecekteki yatırımların amortisman değerlerinin toplamından oluşması gerekir.

Bu yöntem aşağıdaki gibi hesaplanır.





(-) İşletme Sermayesi İhtiyacı

(-) Borç Anapara Geri Ödemeleri

(-) Sabit Sermaye Harcamaları

(-) Ödenen Vergi

**(=) Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları**

Şirketin sabit sermaye harcamalarını; yeni üretim bölümleri, yenileme, genişleme ve modernleştirme yatırım harcamalarını oluşturur. Şirketin işletme sermayesi açığı/fazlası şirketin kısa süreli varlıklarından kısa süreli borçların düşülmesi sonrası oluşacak açık veya fazlalıktır.

Nakit akımlarının tahmin sürenin tespitinde öncelikle değerlemeye konu şirketin dengeye ulaştığı yılın belirlenmesi, daha sonra belirlenen sürenin değerlendirme hatasına yol açmayacak uzunlukta olması (5-10 yıl) gerekir. Ülkemizde tahmin dönemi en fazla yedi yıl olarak belirlenir.

Bir şirketin varlıklarını finanse etmek amacıyla kullandığı kaynakların sermaye maliyeti veya projeden beklenen asgari kârlılık oranına “İskonto Oranı” denir. Bir şirketin özsermaye değeri hesaplanırken kullanılan iskonto oranına “Sermaye Maliyeti” adı verilir. Bu maliyet şirketin pay sahiplerinin şirketten beklediği getiri oranını ifade eder. İskonto oranının hesaplanmasında Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM), Arbitraj Fiyatlama Modeli (APM), Gordon Modeli, vs. gibi finansal varlık fiyatlandırma yöntemleri kullanılır. Şirketin/şirketlerin özsermaye maliyetinin hesaplanmasında, mutlaka makro ekonomik göstergeler, devlet tahvilleri faiz oranı, yatırımın taşıdığı risk, pay senedi sahiplerinin ve/veya potansiyel pay sahiplerinin şirketten bekledikleri kâr oranı, şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin marjinal sermaye maliyeti, benzer sektörlerdeki yatırım oranları ve sermayenin fırsat maliyeti gibi unsurlarında hesaplamalara dahil edilmesi gerekir.

Serbest nakit akımları yöntemi ile şirket değeri hesaplamaları yapıldığında; bu şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması gerekir. Şirketin kullandığı tüm kaynakların ağırlıklandırılmış maliyetlerinin ortalamasına “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)” adı verilir.

### **c. Piyasa Yaklaşımı**

Piyasadaki yatırımcıların/analistlerin söz konusu finansal varlık için belirledikleri değere finansal varlığın beklenen değeri “*Piyasa Yaklaşımı*” olarak ifade edilir. Bu nedenle, finansal varlıkların takas işlemlerinin etkin bir piyasada yapılması gerekir. Piyasada değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin olması halinde piyasa yaklaşımı başarılı bir gösterge olarak kabul edilebilir. Değerlemesi yapılacak şirketin benzerlerinin piyasa fiyatı söz konusuysa, piyasa yaklaşımı iyi bir gösterge niteliğinde olacaktır. Piyasa çarpanları pay senetleri ikincil piyasalarda işlem gören şirketlerin yanında halka açık olmayan şirketlerin pay senedi değeri de hesaplanır.

Şirketin seçilen bir katsayı yardımıyla olması gereken değerine ulaşabilmesini sağlayan yaklaşıma “*Piyasa Yaklaşımı*” adı verilir. Bu yaklaşımda en sık kullanılan yöntemler arasında fiyat/kazanç oranı yöntemi, piyasa değeri/defter değeri oranı yöntemi, fiyat/nakit akımı oranı ve ekonomik katma değer yöntemi sayılabilir.

Yatırılan sermayenin maliyeti indirildikten sonra bulunan ekonomik kâr “*Artık Değer*” denir ve bu değer bir muhasebe performans ölçüsü olarak kullanılır. Sermayeden elde edilen kazanç oranı ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki farkın, sermaye (borç ve öz sermaye toplamı) ile çarpılması ile elde edilen değere;<sup>141</sup> ya da şirketin belli bir dönemde vergi sonrası faaliyet kârından yatırımlarının maliyeti indirildikten sonra elde ettiği değerine “*Ekonomik Katma Değer (EVA) Modeli*” denir. Bu modelde değer, *tutarsal* olarak hesaplanır. Bu model, şirketin elde ettiği *artık değerinin* belirlenmesinde kullanılır.

Bir şirketin değeri, yatırılan sermaye tutarına her yıl boyunca yatırılan ekonomik katma değer bugünkü değer ilave edilmesini esas alan model “*Ekonomik Kar Modeli*” olarak adlandırılır. Şirketler bu modeli şirket yönetimini ve pay senedi performansının ölçümünde kullanırlar.

Ekonomik katma değer formül (9.2) ile hesaplanır.

$$\text{Ekonomik Katma Değeri (EVA)} = (\text{FVÖK} - \text{Vergi}) - (\text{Toplam Aktifler} * \text{AOSM}) \quad (9.2)$$

**EKD (EVA):** Ekonomik Katma Değer

**FVÖK:** Faiz Ve Vergi Öncesi Kâr

**AOSM:** Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

<sup>141</sup>Milunovich, S. & Tsuei, A. (1996). EVA in The Computer Industry. *Journal of Applied Corporate Finance*. 9(1): 104.115. Spring. s.105.

**ROI:** Yatırılan Sermayenin Getirisi

Başka bir ifadeyle, aynı formül aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$\text{Ekonomik katma değeri (EVA)} = \text{Toplam Aktifler} * (\text{ROI} - \text{AOSM}) \quad (9.3)$$

Geçmişe yönelik şirket performansının değerlendirilmesine ve geleceğe yönelik şirket performansının tahminine olanak sağlayan ve kümülatif bir ölçü oluşturan değerine “*Piyasa Katma Değeri (MVA) Modeli*” adı verilir.<sup>142</sup> Bu yöntem, şirketin özsermaye sahipleri ve borç verenlerden sağladığı sermayeye ilave yapıp yapılmadığını belirleyen ve şirkete yatırılan sermayenin kullanım etkinlik düzeyinin belirlenmesine değerlendirmesine olanak sağlar.

Piyasa katma değeri formül (9.4) ile hesaplanır.

$$\text{MVA} = \text{Özsermayenin Defter Değeri} + \text{Gelecekteki EVA'ların Bugünkü Değeri} \quad (9.4)$$

Şirketin nakit akımlarının tamamı sermaye maliyeti ile bugüne indirgenerek şirketin değeri hesaplanır.

Şirket değeri formül (9.5) ile hesaplanır.

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{NA_1}{(1+k)^1} + \frac{NA_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{NA_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{NA_t}{(1+k)^t} \quad (9.5)$$

**NA<sub>t</sub>:** t’inci Yıldaki Net Nakit Akımı (devam eden değer son yıldaki nakit akımına ilave edilmelidir).

**n:** Nakit Akımları Tahmininde Kullanılan Süre (yıl).

**k:** Sermaye Maliyeti.

Şirketin pay senedi değeri ise hesaplanan şirket değerinden borçların bugünkü değeri düşülerek elde edilen tutarın şirketin pay senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır.

### 9.3. TEKNİK ANALİZ

Şirketlerin pay senetlerinin geçmişteki fiyat hareketlerini ve işlem hacimlerini inceleyerek, pay senetlerinin gelecekte oluşacak fiyat hareketlerinin tahmin edilmesinde kullanılan analize ya da ekonomik yapının tamamı üzerinde pay senedi alıcılarının ve satıcıların yatırım kararları üzerindeki etkilerinin pay senedi grafiklerine yansıdığı varsayımına dayanan ve istatistiksel olarak pay senedindeki değişiklikleri temel alarak pay senedi fiyatlarının yönünü ve bu yönde meydana gelebilecek muhtemel değişiklikleri

<sup>142</sup> Steward, G. B. (1990). *The Quest for Value*. Harper Collins Publishing Company. USA. s.153.

inceleyen ve bir takım çizgiler çizmeye dayalı yaklaşıma “*Temel Analiz*” denir.<sup>143</sup> Bu analiz, pay senetlerinin fiyatlarının arz ve talebe göre belirlenmesi esasına dayanarak uygulanır. Piyasada bir pay senedinin fiyatının oluşmasında etkili olan birçok değişken vardır ve bu değişkenler, piyasadaki her bir pay senedinin arz ve talep miktarını doğrudan etkilemesi sebebiyle temel analizde kullanılan ekonomik göstergeler, mali tablo bilgileri, sektör bilgileri vs. gibi unsurlar kullanılmaz.

Teknik analizciler, pay senetlerine ilişkin tahminlerini yaparken, bu pay senetlerine ait fiyat hareketlerinin ve işlem hacimlerinin formasyonlarını incelemeleri gerekir. Bu pay senetlerinin geçmişte dönemlerdeki fiyat hareketi formasyonları ve bu formasyonlar oluşurken gerçekleşen işlem hacimlerinin pay senetlerinin gelecekteki değerleri için “*Ön Sinsal*” olduğu varsayımına dayanır. Teknik analiz bu varsayıma bağlı olarak, tekrar eden ve tahmin edilmesi mümkün olduğu kabul edilen fiyat hareketleri formasyonlarının varlığı pay senedi fiyat değişimlerini gösteren grafikler kullanılarak analiz edilir.

Teknik analizin dayandığı varsayımlar aşağıda yer almaktadır.

- a. Bir pay senedinin fiyatı pay senedine olan arz ve talebin etkileşimi ile belirlenir.
- b. Bir pay senedinin fiyatları trendlerle birlikte hareket eder.
- c. Geçmişteki pay senedinin fiyat ve miktar formasyonlarının gelecek dönemlerde kendini tekrarlayacaktır.

Teknik analizde pay senedi yatırım kararlarında grafik, trendler, direnç ve destek noktaları, formasyonlar, teknik göstergeler, Fabonacci Sayı Serisi, Elliott Dalga Teorisi, Rassal Yürüyüş ve Etkin Piyasalar Kuramı kullanılır. Yatırımcılar ve teknik analizciler bu yöntemlerden sadece birini değil, birden fazla yöntemi birlikte kullanarak karar vermeleri halinde daha başarılı yatırım kararları verebilirler.

Teknik analiz yöntemleri aşağıdaki yer almaktadır.

### **9.3.1. Grafik Yöntemleri**

Teknik analizcilerin sayısal veriler için belirledikleri bir dönem temel alınarak, bu dönem tamamlandıkça oluşan verileri grafiğin dikey “*Y Eksenini*” de, zaman grafiğini de “*X*”

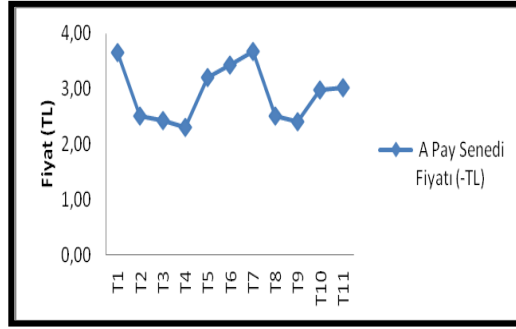
<sup>143</sup>Tekbaş, M. Ş., Köse, A., Sarıkovanlık, V., Sarıoğlu, S. E., Baş, N. K. & Özdemir, A. K. (2017). *a.g.e.* s.149.

*Ekseni*’de göstererek uyguladıkları yönteme “*Grafik Yöntemi*” denir.<sup>144</sup> Bu yöntem, pay senetlerinde dönemler itibariyle oluşan değişikliklerin ve nedenlerinin kolay algılanmasında kullanılır.

Teknik analizde kullanılan farklı grafik çeşitleri olmakla birlikte pay senetlerinin fiyatlarının takibinde sıklıkla kullanılan çizgi, çubuk, nokta, şekil ve mum, grafikleri aşağıda yer almaktadır.

### 9.3.1.1. Çizgi Grafikler

Her bir pay senedi fiyatının bir önceki veriye bir doğru ile bağlanması sonucu sürekli bir şeklin oluşturulduğu grafiklere “*Çizgi Grafikler*” adı verilir. Bu grafikler, bir zaman aralığındaki pay senetlerinin fiyat değişikliklerinden oluşacak fiyat trendlerinin ve fiyat değişim formasyonlarının saptanmasında kullanılır.



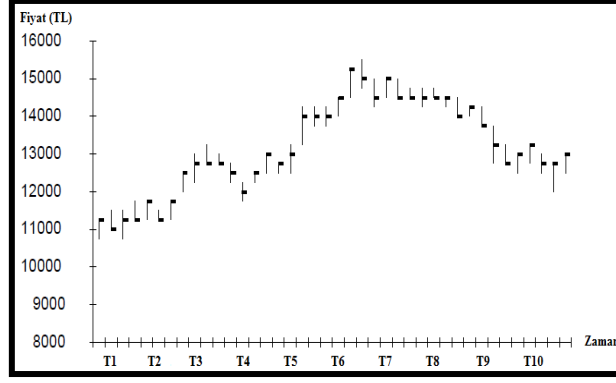
**Grafik 9.3: Çizgi Grafiği**

### 9.3.1.2. Çubuk Grafikler

Borsalarda işlem gören pay senetlerinin seans süresince açılış, kapanış, en düşük ve en yüksek fiyatlarını analiz etmede kullanılan grafiklere “*Çubuk Grafikler*” adı verilir. Çubuk grafiği belirlenen ya da tesadüfi seçilen bir fiyat aralığında, eksen “0” noktasından başlatılmaz. Bu grafik çeşidinde başlama noktası en düşük ve en yüksek fiyat arasındaki değişiklikleri gösterirken, her çubuğun yatay eksene olan yakın ucu, pay senedinin günlük en düşük fiyatını, üst ucu ise en yüksek fiyatını gösterir.<sup>145</sup> Ayrıca; çubuk üzerinde sola doğru olan çizgi pay senedinin açılış fiyatını, sağa doğru olan çizgi ise kapanış fiyatını gösterir. Bu grafik bir pay senedinin seans içerisindeki fiyat aralığının kolayca takip edilebilmesine imkan verir.

<sup>144</sup> Kondak, N. (1999). a.g.e. s.189.

<sup>145</sup> Sarıkamış, C. (2000). Sermaye Pazarları. İstanbul: Alfa Yayınları. s.311.



**Grafik 9.4: Çubuk Grafiği**

### 9.3.1.3. Nokta ve Şekil Grafikler

Pay senedi fiyatlarının sadece önemli fiyat (en yüksek ve en düşük) değişikliklerinin sembollerle grafik üzerinde işaretlendiği, yükselen fiyatların (X), düşen fiyatların (0) sembolleri ile dikey çizgiler oluşturacak şekilde işaretlendiği grafiklere “*Nokta ve Şekil Grafikleri*” adı verilir. Bu grafiklerde, yatay eksen belirli bir zamanı göstermez, dikey eksen ise fiyat eksenini olarak kullanılır. Ayrıca, pay senedi fiyatlarının zaman içindeki yükseliş ve düşüş trendlerinin bir noktaya sıkıştırılmış hali olması sebebiyle, pay senetlerinin işlem miktarı hakkında bilgi vermez. Bu grafikte yatay eksenindeki her bir nokta bir yükseliş veya düşüş trendi olup, yatay eksen ardışık trendlerden oluşur. Diğer taraftan, dikey ekseninde pay senedi fiyatlarını gösterir. Bu grafikte, pay senedinin herhangi bir yükseliş trendi içerisinde fiyatı arttıkça, fiyatın ulaştığı değere kadar “X”ler artış trendi sütununa ilave edilir. Pay senedi fiyatının düşüşe geçmesi durumunda ise yatay eksenindeki bir sonraki trend sütunu kullanılmaya başlanır ve “0” işaretleri ile doldurulur. İlk koyulan “0” en son koyulan “X” işaretinin bir altından başlatılması gerekir. Pay senedinin bu düşüş trendi içerisindeki fiyatı azaldıkça, fiyatın düştüğü değere kadar “0” işaretleri sütuna işlenir. Pay senedinin fiyatı tekrar yükselişe geçtiğinde bir sonraki sütuna geçilir ve yeni sütun “X” işaretleri ile doldurulur. İlk koyulan “X” en son koyulan “0” işaretinin bir üstünden başlatılması gerekir. Bu grafik, teknik analizcilerin belirli bir zaman aralığında fiyat değişikliklerini yorumlamasında kullanılır.

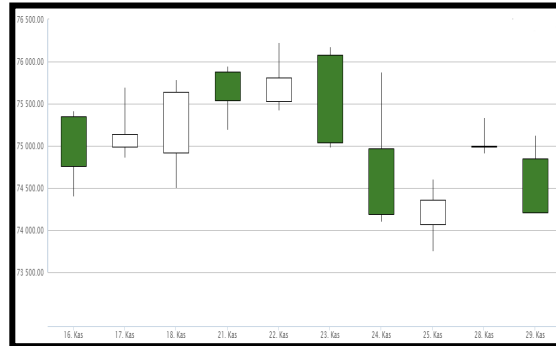
35.00				X	0	X
24.75	X			X	0	X
24.50	X	0		X	0	
24.25	X	0	X	0	X	
24.00		0	X	0		
23.75		0	X			
23.50		0				

**Grafik 9.5: Nokta ve Şekil Grafiği**

### 9.3.1.4. Mum Grafikleri

Günlük pazar hareketlerini gösteren ve mumu anımsatan şekillerden oluşan grafiğe “*Mum Grafikleri*” denir. Her mum şekli; seans, gün, hafta gibi zaman dilimlerinde pay senetlerinin açılış, en yüksek, en düşük ve kapanış fiyatlarını içerir. Mum grafiklerinde seans öncesinde işlem gören ilk fiyata “*Açılış Fiyatı*” adı verilir. Mumun boyu, açılış fiyatı ile kapanış fiyatı arasındaki farklılığa göre artış ya da azalış gösterir. Pay senedinin kapanış fiyatı, açılış fiyatından büyükse mumun içi boş, küçükse mumun içi koyu renk alır. Mumun içi koyu renk olduğunda, alım işlemlerinin satım işlemlerine oranla az olduğunu ve ilgili pay senedi fiyatlarının düşüşe geçtiğini ifade eder. Seans kapanışının en yüksek fiyattan, açılışın ise en düşük fiyattan oluşması halinde mumun alt ve üst çizgileri olmayan, içi boş bir mum şeklini almasına yol açar. Kapanış fiyatının en düşük fiyata, açılış fiyatının en yüksek fiyata eşit olması mumun altındaki ve üstündeki çizgiyi ortadan kaldırarak, koyu renkli olmasına neden olur.

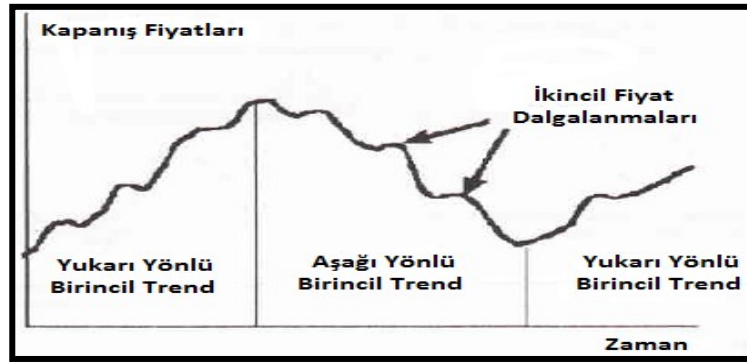
### 9.3.2. Dow Teorisi



**Grafik 9.6: Mum Grafiği**

Genel olarak piyasanın trendi ile her bir pay senedinin ya da her bir finansal aracın ayrı ayrı fiyatlarının ve trendlerinin tahmin edilmesinde kullanılan yöntem "Dow Teorisi" adı verilir. Bu teori, kapanış fiyatlarını temel alırken, işlem hacimleri yardımcı unsur olarak kullanılır. Dow teorisi, pay senedi veya diğer finansal araçların fiyatlarının tesadüfi olmadığını ve bu pay senetlerinin fiyatlarının 3 farklı devresel trendden etkilendiğini savunan varsayıma dayanır. Bu teori, piyasadaki değişikliklerin tahmininde kullanılmak üzere "30 pay senedini kapsayan Dow Jones Endüstri Ortalaması (Dow Jones Industrial Average) Endeksi ve 20 taşımacılık şirketini içeren Dow Jones Taşımacılık Ortalaması Endeksi (Dow Jones Transportation Average Index)" iki farklı endeks kullanılır.

Dow teorisindeki fiyat hareketlerini açıklayan trendler; birincil trend, ikincil trend ve üçüncül trend olmak üzere üç grup altında sınıflandırılabilir.



Grafik 9.7: Dow Teorisinde Birincil ve İkincil Fiyat Hareketleri

#### a. Birincil Trendler

Piyasadaki fiyat değişikliklerinden kaynaklanan eğilimin en az üç yıl ile dört yıla kadar süren fiyat hareketlerine "*Birincil (Ana) Trendler*" adı verilir. Dow teorisine göre; piyasadaki fiyat hareketlerinin eğilimini saptamanın güç olması dolayısıyla birincil trendleri belirlemek profesyonel olmayı gerektirir. Dow teorisinde, pay senedinin birinci hareketi, boğa veya ayı piyasası olarak da ifade edilebilir. Boğa piyasası yükselen piyasayı, ayı piyasası ise gerileyen piyasayı ifade etmek için kullanılır.<sup>146</sup>

#### - Boğa Piyasası

Piyasadaki fiyat hareketlerindeki değişikliklerin yükselen yönde eğilim gösterdiği ve kendi içinde üç aşamadan oluşan piyasaya "*Boğa Piyasası*" denir. Bu piyasanın ile

<sup>146</sup>Korkmaz, T. & Ceylan, A. (2012). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi. (6. Baskı) Ekin Yayınevi. s.269.



aşamasında, yatırımcılar borsadan düşük fiyatlı pay senetlerine talep göstererek piyasadaki bu pay senetlerini toplamaya başlarlar. Ardından, ekonomide canlanma ve şirket gelirlerinde yaşanan artışlarla devam eder. Son aşamada ise borsada güvenin artması ve büyük yatırımcılarla spekülâtorler düşük fiyattan topladıkları pay senetlerini hızla satmaya başlarlar. Büyük yatırımcılar ve spekülâtorler bu yolla yüksek sermaye kazançları elde ederler.

#### - **Ayı Piyasası**

Piyasadaki fiyat hareketlerindeki değişikliklerin azalan yönde eğilim gösterdiği ve kendi içinde üç aşamadan oluşan piyasaya “*Ayı Piyasası*” denir. Bu piyasanın ilk aşamasında, piyasada işlem yatırımcılar pay senetlerini hızla elden çıkartmaya başlar. Daha sonra pay senetleri piyasada işlem gören şirketlerin gelirlerinin azalmasıyla birlikte yatırımcıların panik satışları ile devam eder. Son aşamada ise yatırımcılar pay senetlerini zararına satmaya başlarlar.

#### **b. İkincil Trendler**

Piyasadaki birincil trendlerin gelişmesini kesen ve karşı yönde gelişen en az iki ay ile dört aya kadar süren fiyat hareketlerinin genel ortalamasından sapmaları düzelteren geri dönüşlere “*İkincil Trendler*” adı verilir. Bu trendler, birincil trendlerin yükseliş ya da düşüş yönündeki değişikliklerinin üçte biri ( $1/3$ ) ile üçte ikisine ( $2/3$ ) kadar olan geri dönüşlerini düzeltir. Piyasada oluşan bir fiyat hareketinin trend olarak kabul edilebilmesi için öncelikle birincil trendde karşıt yönde en az üç hafta süren bir fiyat hareketi olmalıdır ya da birincil trendde daha önce kayıt edilen fiyat hareketinin en az üçte biri ( $1/3$ ) kadar geri dönüşünün olması gerekir. Dow teorisine göre; piyasadaki fiyat hareketlerinin eğilimini saptamanın güç olması dolayısıyla ikincil trendleri belirlemek zor olur.

#### **c. Üçüncül Trendler**

Piyasadaki günlük fiyat değişikliklerinden kaynaklanan dalgalanmalara “*Üçüncül Trendler*” adı verilir. Dow teorisinde bu trendin önemi olmamasına karşın, birincil ve ikincil trendlerin oluşumu için üçüncül trendlerin kayıt edilmesi gerekir.

### **9.3.3. Trendler**

Piyasanın belli bir eğimde sürekli şekilde ilerlemesi, piyasasının belli bir “*Trend*” içinde hareket ettiğini ifade eder. Bu trend, pay senedi fiyatlarının eğiminin zaman uzunluğuna göre Dow Teorisi’nde olduğu gibi birincil, ikincil ve üçüncül trendler olarak da adlandırılırlar.

Arz ve talep seviyeleri bu pay senetlerinin eğimini diğer bir ifadeyle, trendinin yönünü belirler. Piyasada bu eğimi gösteren ve aşağı, yukarı ya da yatay yönlü olarak ortaya çıkan çizgilere “*Trend Çizgisi*” adı verilir. Trend çizgilerinin eğimi, piyasada pay senedi fiyatlarının yükseliş, düşüş ve yatay trendler sergilediğini gösterir. Bu trend çizgileri, piyasada alım yapanlar daha fazla olduğunda “*Yükseliş Trendi (boğa piyasası)*”, satım yapanların daha fazla olduğunda “*Düşüş Trendi (ayı piyasası)*” ya da alım yapanlarla satım yapanların birbirini dengelediği durumda ise “*Yatay Trend (balık piyasası)*” olarak adlandırılır.



**Grafik 9.8: Düşüş ve Yükseliş Trendleri**

Grafikte herhangi bir pay senedi trend çizgisinin paralelinde fiyat grafiğinin diğer yanına izafi bir dip veya tepe noktalarını birleştiren bir doğru çizilmesi ile oluşan çizgilere “*Trend (Fiyat) Kanalı*” denir. Grafikte pay senedi fiyatları bu kanalın üst tarafta ve alt tarafta çizili iki izafi doğru arasında gidip gelir. Bu sebeple de trend kanalının adı “*Alçalan Fiyat Kanalı*” veya “*Yükselen Fiyat Kanalı*” olarak adlandırılır.



**Grafik 9.9: Alçalan ve Yükselen Trend Kanalları**

### 9.3.4. Direnç ve Destek Noktaları

Grafikte; pay senedi fiyatlarının yükselmeyi bırakıp, belirli bir fiyatta düşmeye başladığı noktaya “*Direnç Noktası*” denirken, pay senedi fiyatlarının düşmeyi bırakıp, belirli bir fiyatta

yükselmeye başladığı noktaya ise “Destek Noktası” adı verilir. Bu noktaların analizinde uzun dönemli pay senedi fiyatlarının yer aldığı grafiklerin incelemesi gerekir.

### 9.3.5. Formasyonlar



Grafik 9.10: Destek Direnç Noktaları

Grafikte; birbirine çok benzeyen pay senedi fiyatlarının aldığı şeklin, yatırımcılar ve teknik analizciler tarafından incelenerek, gelecekte bu pay senetlerinin fiyatlarının tahmin edilmesinde kullanılan yöntem “Formasyon” denir. Formasyonlar pay senedi fiyatlarında meydana gelen ani düşüş ya da yükseliş hareketlerini belirlemek ve bu ani fiyat değişikliklerinin hangi seviyede sonlanacağını tahmininde kullanılır.

Yatırımcılar ve teknik analizciler yaptıkları analizde sıklıkla aşağıdaki formasyonları kullanırlar.

- a. Üçgen Formasyonlar,
- b. Dikdörtgen Formasyonlar,
- c. İkili Tepe ve İkili Dip formasyonları,
- d. Omuz ve Baş Formasyonları,
- e. Bayrak Formasyonları,
- f. Takoz Formasyonu.

#### 9.3.5.1. Üçgen Formasyonlar

Grafikte; birbirine çok benzeyen pay senedi fiyatlarının belirli bir zaman aralığındaki fiyat hareketlerinin tepe ve dip noktaları birleştirildiğinde üçgen şeklini alan formasyona “Üçgen Formasyon” adı verilir. Bu formasyonlar, her zaman pay senedi trendinin geri dönüşünü göstermez. Ancak, pay senedi fiyatlarının yükselme ya da düşme hareketlerinin

geçici olarak durarak daha önceki trendin yönünde güçlü bir harekete hazırlık oluşturacağı şeklinde tahmin edilebilir.

Üçgen formasyonlar, simetrik üçgen formasyonu, yükselen üçgen formasyonu ve alçalan üçgen formasyonu olarak üç grupta sınıflandırılabilir. Bu üçgen formasyonlar aşağıda yer almaktadır.

#### a. Simetrik Üçgen Formasyonu

Grafikte çizilen pay senetleri fiyatlarının üçgenin arasında değiştiği, ve değişen bu fiyatların alt ve üst sınır çizgisinin birbirine simetrik olduğu, üçgenin giderek birbirine yaklaşan en az iki tepe ve iki dip noktalarının birleştirilmesiyle üçgenin alt ve üst sınırlarının çizildiği formasyona “*Simetrik Üçgen Formasyonu*” denir. Bu formasyondan sonra fiyat hareketleri sertleşir ve fiyatın formasyonu sınırlayan çizgileri kırdığı yön, formasyonun gideceği yönü belirler.



Grafik 9.11: Simetrik Üçgen Formasyonu

#### b. Yükselen Üçgen Formasyonu

Grafikte çizilen pay senetleri fiyatlarının üçgenin yatay üst sınır çizgisi ile yukarı eğilimli alt sınır çizgisi arasında dalgalandığı formasyonlara “*Yükselen Üçgen Formasyonu*” denir. Bu formasyonla pay senedi fiyatlarının hangi yöne eğilim göstereceği tahmin edilir. Piyasada alım yönünde işlem yapan yatırımcıların, satım işlemi yapan yatırımcılarına oranla daha fazla olduğu durumlarda oluşur. Dolayısıyla, bu formasyonda pay senetlerine olan talep arttığı için fiyatların artacağı yönünde tahmin yapılır.



**Grafik 9.12: Yükselen Üçgen Formasyonu**

### c. Alçalan Üçgen Formasyonu

Grafikte çizilen pay senetleri fiyatlarının üçgenin yatay alt sınır çizgisi ile aşağı eğimli üst sınır çizgisi arasında dalgalandığı formasyonlara “*Alçalan Üçgen Formasyonu*” denir. Bu formasyonla pay senedi fiyatlarının hangi yöne eğilim göstereceği tahmin edilir. Piyasada satım yönünde işlem yapan yatırımcıların, alım işlemi yapan yatırımcılara oranla daha fazla olduğu durumlarda oluşur. Dolayısıyla, bu formasyonda pay senetlerinin arzı arttığı için fiyatların azalacağı yönünde tahmin yapılır.

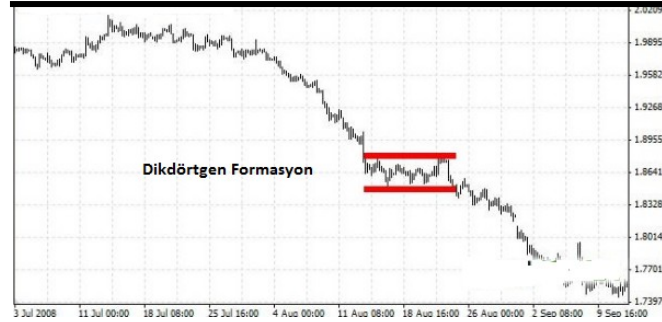


**Grafik 9.13: Alçalan Üçgen Formasyonu**

### 9.3.5.2. Dikdörtgen Formasyonu

Grafikte, pay senedi fiyatların yatay olarak üst ve alt sınır çizgileri ile kısa bir bant içerisinde yukarı aşağı hareketlerle oyalanma sürecine girdiği alana “*Dikdörtgen Formasyonu*” denir. Bu formasyon genellikle yatırımcıların kar realizasyonu sürecinde gerçekleşir. Dikdörtgen Formasyonlarının oluşumunda pay senedi fiyatları belli bir yerden aniden ters yöne dönüş yaparlar. Ancak, aksi yönde gelişen bu fiyat hareketleri, kısa bir alan içinde geri döndürülür. Bu şekilde, pay senedi fiyatları belenmiş iki sınır arasında paralel eksende gidip gelir. Bu sınırlar içindeki pay senedi fiyat değişiklikleri alanda bir dikdörtgen çizilmesine neden olur. Dikdörtgenler, pay senedi fiyatlarının düşüş ve yükseliş trendi esnasında gözlenebilir ve genellikle dikdörtgen çıkışlarındaki fiyat yönünün dikdörtgen

oluşmaya başlamadan önceki yönle aynı olması beklenir. Yükselen bir grafikte oluşan dikdörtgen formasyonunda üst direnç noktası yukarı kırıldığı anda alım emri, alçalan bir grafikte oluşan dikdörtgen formasyonunda alt destek noktası aşağı kırıldığı anda satım emri vermek riski azaltır.



**Grafik 9.14: Dikdörtgen Formasyon**

### 9.3.5.3. Bayrak Formasyonları

Grafikte pay senedi fiyatlarının yönünde oluşan akımın şiddeti daha yüksek olması dolayısıyla ilerleyen pay senedi fiyatlarının tam tersi yönünde gerçekleşen, kısa bir geri dönüş alanı görülebilen formasyona “*Bayrak Formasyonu*” adı verilir. Belli bir yönde ilerleyen pay senedi fiyatlarının kar realizasyonları, olumsuz ekonomik verilerin açıklanması gibi nedenlerle piyasadaki fiyatlar tepkiyle karşılaşarak trende tam ters yönde kısa süreli dönüşler gösterir. Bayrak formasyonun çıkışında fiyatın bayrağı kırarak bir süre ilerlemesini beklemek pozisyonun riskini azaltır. Alçalan bir piyasa için bayrağın alt kenarının aşağı yönlü kırılması “*Sat Sinyali*”, yükselen bir piyasa için bayrağın üst kenarının yukarı yönlü kırılması “*Al Sinyali*” için uygun bir şart olarak kabul edilir.

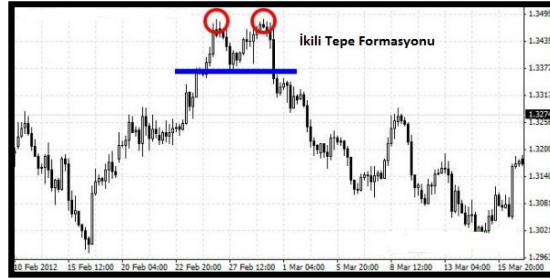


**Grafik 9.15: Bayrak Formasyon**

### 9.3.5.4. İkili Tepe ve İkili Dip Formasyonlar

Grafikte çizilen pay senetleri fiyatlarının “*M*” harfine benzeyen, iki tepe ve bunları ayıran vadi şeklindeki bölümden oluşan formasyonda “*İkili Tepe Formasyonu*” denir. Bu

formasyonda pay senedi fiyatının hızlı yükselişinin ardından fiyat en tepe noktaya ulaşır. Tepe noktasına ulaşan fiyat kısa bir zaman aralığında düşüşe geçer ve daha sonra tekrar yükselerek ilk tepe noktasındaki fiyata veya bu fiyata yakın bir fiyata ulaşır ve durur ve bir daha yükselmez. Grafikte ikili tepe noktası, pay senedi fiyatlarının düşeceği şeklinde yorumlanır.



**Grafik 9.16: İkili Tepe Formasyonu**

Grafikte çizilen pay senetleri fiyatlarının “W” harfine benzeyen ve ikili tepe formasyonun tam tersi şeklinde çizilen formasyona “İkili Dip Formasyonu” denir. Pay senetlerini fiyatlarının uzun zaman aralığında hızla düşmesinin ardından bu pay senetlerini fiyatlarının ne zaman yükseleceğinin tahmininde kullanılır. Bu formasyonda pay senedi fiyatları uzun zaman aralığı boyunca düşüldükten sonra birbirine benzeyen boyutlarda iki dip noktası yapar. Grafikte ikili dip noktaları, pay senedi fiyatlarının yükseleceği şeklinde yorumlanır.

İkili tepe ve ikili dip formasyonlarına, genellikle ana trend değişimlerinde rastlanır. Bu formasyonların yorumunun başarı seviyesini artırmak için pay senetlerinin haftalık fiyatlar kullanılır.



**Grafik 9.17: İkili Dip Formasyonu**

### 9.3.5.5. Omuz Baş Omuz Formasyonları

Grafikte piyasadaki pay senedi fiyatlarının tepe noktalarında oluşan formasyonlara “Omuz Kafa Omuz Formasyonu” denir. Bu formasyon, genellikle piyasada fiyatların çok yükseldiği seviyelerde ortaya çıkar. Bu formasyon, pay senedi fiyatlarının yönünün

tahmininde kullanılan en güvenilir formasyonlardan biridir. Bu formasyonda sağ omuz işlem hacmi, baş ve sol omuz işlem hacimlerine göre açık ve belirgin bir şekilde zayıftır. Pay senedi fiyatlarının boyun çizgisini aşağı doğru kırması, bu formasyonunun tamamlandığını gösterir ve trendin değişimine ilişkin “*Sat Sinyali*” verir.



**Grafik 9.18: Omuz Baş Omuz Formasyon**

Grafikte piyasadaki pay senedi fiyatlarının dip noktalarında oluşan formasyonlara “*Ters Omuz Kafa Omuz Formasyonu*” denir. Bu formasyonlar, genellikle piyasada fiyatların çok düştüğü seviyelerde ortaya çıkar ve fiyatlarının yönünün tahmininde kullanılan en güvenilir formasyonlarından biridir. Grafiğin dip seviyesinde oluşan baş noktasında fiyatlarla birlikte işlem hacimlerinde de artışlar oluşur. Bu formasyonda ikinci omuz tamamlandıktan sonra fiyatların yükselmesi beklenir.



**Grafik 9.19: Ters Omuz Baş Omuz Formasyon**

### 9.3.5.6. Takoz Formasyonu

Grafikte belirli bir zaman aralığında pay senedi fiyatlarının nispi olarak gittikçe daha az genlikte hareket ettiği ve giderek sıkıştığı alanın çizildiği formasyona “*Takoz Formasyonu*” denir. Bu formasyon grafiklerde uzun bir zaman aralığında önemli ekonomik olaylar öncesinde oluşur ve grafiklerde sık gözlemlenen bir formasyon değildir. Grafikte çizilen her iki sınır çizgisi ufukta ters yönlü bir tepki olup olmadığı belirlemek için pay senedi fiyatlarının takozdan yeterince uzaklaşmasını beklenir.





**Grafik 9.20: Dikdörtgen Formasyon**

### 9.3.6. Teknik Göstergeler

Piyasada ve/veya pay senedi fiyatlarında meydana gelen değişiklikleri bilgisayar teknolojilerinden faydalanarak oluşturulan grafikler “*Temel Gösterge*” olarak adlandırılır. Bu göstergeler, teknik analizcilerin piyasanın ve pay senetlerinin fiyatlarındaki değişiklikleri inceleyerek, en kolay ve açık şekilde alım ve satım sinyallerini belirleyerek, yorumlamalar ve bu yolla en doğru yatırım kararlarını verebilirler. Teknik göstergeler, geçmiş fiyat hareketlerini izleyerek, piyasanın veya pay senetlerinin yönlerinin belirlenmesinde kullanılırlar.

Piyasada işlem yapan analistler ve yatırımcılar tarafından genellikle kullanılan temel göstergeler arasında *Hareketli Ortalamalar*, *MACD Göstergesi*, *CCI Göstergesi*, *Göreceli Güç Endeksi*, *Momentum*, *Stokastik Göstergesi* ve *Bollinger Bantları* yer alır. Bu göstergeler aşağıda yer almaktadır.

#### 9.3.6.1. Hareketli Ortalamalar

Pay senetlerinin geçmiş dönemlerdeki fiyatlarının ortalamalarının esas alındığı yönteme “*Hareketli Ortalamalar (MA-Moving Avarage) Yöntemi*” denir. Bu yöntemde, pay senedini en iyi temsil eden fiyat kapanış veya ağırlıklı ortalama fiyattır ve en yüksek ve en yüksek fiyatların ortalamasından oluşan fiyat ile hareketli ortalama hesaplanır. Bu yöntemde süre; teknik analizci tarafından belirlenecek zaman aralığı esas alınarak, piyasaya ya da pay senedine göre belirlenir. Bu yöntemde kısa süreli ortalamalar, uzun süreli ortalamalara göre daha duyarlıdır ve genellikle beş günlük veya 20 günlük zaman aralıkları için yapılır. Hareketli ortalamalar hesaplanmış şekillerine göre; basit hareketli ortalamalar, ağırlıklı ortalamalar ve üslü (eksponansiyel) hareketli ortalamalar olmak üzere üç farklı şekilde hazırlanır. Hareketli ortalamaların hesaplanmasında hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın

incelenen zaman aralığı süresince oluşan pay senedi fiyatlarının trendine göre "*Al ya da Sat Sinyali*" verir. Bu zaman aralığında, fiyatlarda artış veya azalış trendi söz konusu olduğunda sonuç "*İyi*" şeklinde yorumlanır. Hareketli ortalamalar, fiyatlar dışında endeks ve çeşitli oranlara da uygulanır. Hareketli ortalamalar, fiyatlar üzerindeki aşırı dalgalanmaların istatistiksel yöntemlerle düzeltilip, pay senedi trendinin yönünün tahmininde kullanılan başarılı bir yöntemdir. Bu yöntem, yatırımcılar ve teknik analizciler için pay senedi alım ve satım kararlarında onaylayıcı ve destekleyici bir işaret olarak değerlendirilir.



**Grafik 9.21: Hareketli Ortalamalar**

### 9.3.6.2. MACD Göstergesi

12 günlük üssel hareketli ortalamadan 26 gün için hesaplanan üslü hareketli ortalamanın çıkarılması sonucu elde edilen değere "*MACD Göstergesi (Moving Average Convergence / Divergence)*" adı verilir. Hareketli ortalamaların uygun uyum ve uyumsuzluklarından yararlanarak orta vadeli trend hareketlerini izler, kısa ve orta vadeli iki hareketli ortalamanın birbirine yaklaşımını ve uzlaşmasını görüntüleyen bir yöntemdir.

MACD Göstergesi formül (9.6) ile hesaplanır.

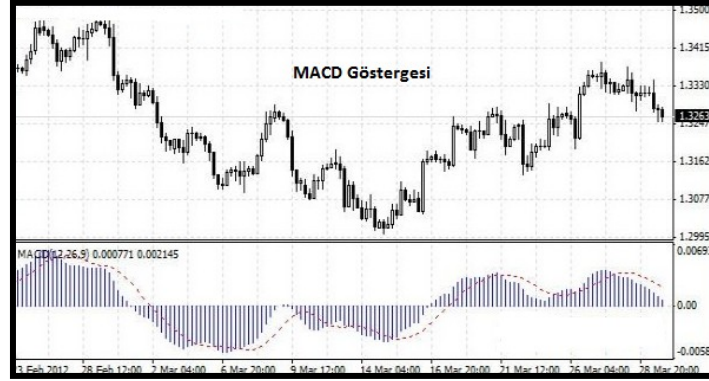
$$\text{MACD Göstergesi} = \left| \begin{array}{c} 12 \text{ Günlük Üssel} \\ \text{Hareketli Ortalama} \end{array} \right| - \left| \begin{array}{c} 26 \text{ Günlük Üssel} \\ \text{Hareketli Ortalama} \end{array} \right| \quad (9.6)$$

12 Günlük Üssel Hareketli Ortalama > 26 Günlük Üssel Hareketli Ortalama = MACD Göstergesi Pozitif

12 Günlük Üssel Hareketli Ortalama < 26 Günlük Üssel Hareketli Ortalama = MACD Göstergesi Negatif

Grafikteki ikinci çizgi, MACD göstergesinin dokuz günlük değerleri üzerinden hesaplanan hareketli ortalamaları olup, kesikli çizgiler şeklinde gösterilir. Grafikte MACD

göstergesinde gösterilen iki çizgi şeklinin de hareket halinde olduğu gözlenir. MACD göstergesinde kesiksiz çizginin kesikli çizgiyi yukarı doğru kesmesi “Al Sinyali”, kesiksiz çizginin kesikli çizgiyi aşağıya doğru kesmesi ise “Sat Sinyali” olarak yorumlanır.



**Grafik 9.22: MACD Göstergesi**

### 9.3.6.3. CCI Göstergesi

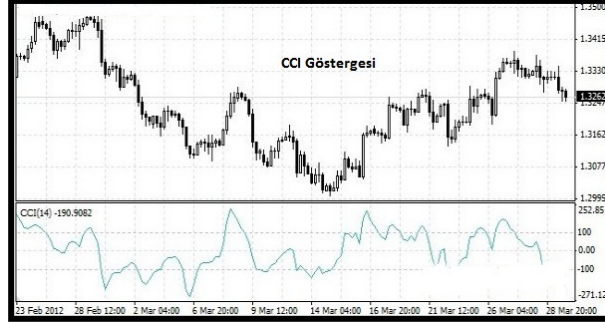
Emtia piyasaları için geliştirilmiş bir teknik gösterge olup, pay senetlerinin fiyat hareketlerinin değerlendirilmesinde de kullanılabilen başarılı bir teknik analiz yöntemidir. Pay senetlerinin geçmiş n zaman aralığına ilişkin fiyat hareketlerinin ortalamasını hesaplayarak, bugünkü fiyatının belirlenen bu ortalamadan ne kadar uzaklaştığını hesaplayan göstereye “CCI Göstergesi (Commodity Channel index)” adı verilir. Bu yöntem, piyasadaki fiyatların arz ve talebe göre belirlenmesini temel alır ve pay senetlerinin aşırı alım ve aşırı satım bölgelerini gösterir.

CCI göstergesi formül (9.7) ile hesaplanır.

$$\text{CCI Göstergesi} = \frac{\text{(Ortalama Fiyat - Ortalama Fiyatın Hareketli Ortalaması)}}{\text{(Sapma Ortalaması} * 0.015)} \quad (9.7)$$

CCI göstergesinde; pay senedinin gün içinde aldığı en yüksek, en düşük ve kapanış fiyatlarının toplanıp, üçe bölünmesi ile hesaplanan fiyata “Ortalama Fiyat”; ortalama fiyat ile hareketli ortalamaların sapmasına “Sapma Ortalaması” olarak adlandırılır.

Grafikteki CCI gösterge alanında “-100 ile +100” aralığındaki alan sapma için normal, bu sınırların dışına çıkmış bir sapma ise yüksek olarak yorumlanır.



Grafik 9.23: CCI Göstergesi

### 9.3.6.4. RSI Göstergesi

Pay senedi fiyatlarının geçmiş zaman aralıklarında düştüğü ve yükseldiği günleri karşılaştırarak, bu pay senetlerinin hızını ölçen göstergeye “*RSI Göstergesi (Relative Strength Index)*“ denir. Bu gösterge formül (9.8) ile hesaplanır.

$$\text{RSI Gösterge Değeri} = 100 - \frac{100}{1 + (Y / D)} \quad (9.8)$$

Y : Ortalama Fiyat Değişimi (yükseliş yönünde).

D : Ortalama Fiyat Değişimi (düşüş yönünde).

Bu gösterge, genellikle pay senedi fiyatlarının aşırı dalgalandığı zaman aralıklarında için kullanılır. RSI göstergesi, yüzdesel olarak hesaplanır ve pay senetlerinin fiyatlarında % 0 ile % 100 arasında dalgalanma gözlenir. Bu göstergenin % 70’i geçmesi “*Al Sinyali*”, % 30’a düşmesi “*Sat Sinyali*” olarak yorumlanır. RSI gösterge grafiğinde pay senetlerinin direnç ve destek noktaları ve formasyonlar da kolayca belirlenebildiğinden, fiyat hareketleri daha kolay tahmin edilir.

### 9.3.6.5. Momentum



Grafik 9.24: Göreceli Güç Endeksi (RSI)

Pay senetlerinin belirli bir zaman aralığındaki fiyatlarda yaşanan değişimleri ve bu fiyatların değişim hızlarını gösteren göstergeye “*Momentum*” denir. Grafikte bu gösterge ile pay senedi fiyatlarının belli bir zaman aralığında yüzde kaç kazandırdığı ya da yüzde kaç kaybettirdiği belirlenir.

Momentum formül (9.9) ile hesaplanır.

$$\text{Momentum Göstergesi} = \frac{(\text{Son Günlük Kapanış} * 100)}{(\text{T Gün Önceki Kapanış})} \quad (9.9)$$

Grafikte momentum göstergesi dip yapıp, yukarı yöneldiğinde “*Al Sinyali*” ve zirve yapıp aşağı yöneldiğinde “*Sat Sinyali*” olarak yorumlanır. Ayrıca; pay senedinin fiyatı yeni zirveler yaparken, momentum göstergesinin yapmıyorsa ya da fiyat yeni dipler yaparken, momentum göstergesinin yeni dipler yapmaması halinde “*Trend Değişim Sinyali*” alınır ve bu sinyal pay senedi eğiliminde değişiklik yaşanacağı şeklinde yorumlanır.



Grafik 9.25: Momentum

### 9.3.6.6. Stokastik Göstergesi

Fiyatlar yükseldikçe kapanış fiyatlarının periyodun en yüksek fiyatına, fiyatlar düştükçe kapanış fiyatlarının periyodun en düşük fiyatına yaklaşma eğiliminde olduğunu esas alan tenkil analiz yöntemine “*Stokastik Göstergesi*” denir. Yatırımcıların kısa süreli takas işlemlerinde kısa vadeli ve orta süreli fiyat hareketlerinin yorumlanmasında kullanılan en verimli teknik analiz yöntemidir.

Stokastik göstergesi formül (9.10) ile hesaplanır.

$$\%K = \frac{K - ED}{EY - ED} \quad (9.10)$$

% K : Stochastic.

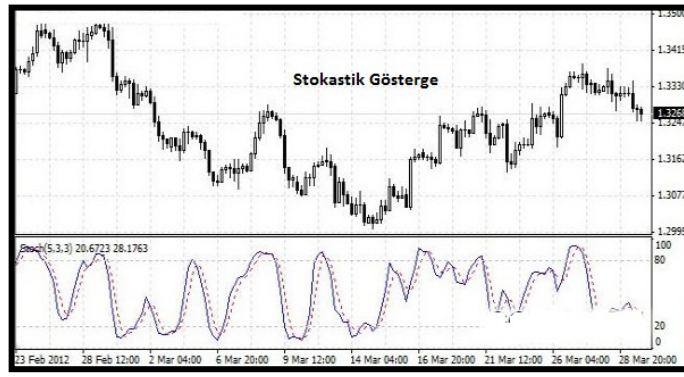
**K** : En son kapanış fiyatı.

**ED** : Seçilen (n) zaman periyodu içerisinde işlem gördüğü en düşük fiyat.

**EY** : Seçilen (n) zaman periyodu içerisinde işlem gördüğü en yüksek fiyat.

**(n)** : Stochastics'i hesaplamak üzere seçilen zaman periyodu.

Grafikte stokastik değerler “0 ile 100” arasında hareket eden iki gösterge çizilir ve stokastik değerleri yüzde değişimi ile ifade edilir. Stokastik göstergede iki paralel çizgi bulunur ve bu çizgiler, paralel alım ve satım bölgelerini temsil eder. Yatırımcılar, pay senedinin grafikteki stokastik göstergesinin üst bölgesinin %80’i geçmesi durumunda “*Sat Sinyali*”, pay senedinin % 20’den daha düşük olması durumunda ise “*Al Sinyali*” yönünde yorum yaparlar.



**Grafik 9.26: Stokastik**

### 9.3.6.7. Bollinger Bantları

Pay senedi fiyatının belirli bir geçmiş zaman aralığına ait ortalama sapma değerinin hesaplanması ile fiyatın altına ve üstüne sınır çizgileri ile çizilerek oluşturulan bantlara “*Bollinger Bantları*” denir. Yatırımcılar pay senedi fiyatının grafikte çizilen bollinger bandı içerisinde hareket edeceği yönünde tahminde bulunurlar. Grafikte çizilen bu bollinger bandının dışına çıkan her pay senedi fiyat hareketi bu bandın içine doğru hızlı bir dönüş yapar. Teknik analistler, pay senedi fiyatları bandın üst sınırına yaklaştığında bu pay senedinin “*Sat Sinyali*”, bandın alt sınırına yaklaştığında ise bu pay senedinin “*Al Sinyali*” verdiği yönünde yorum yaparlar.



**Grafik 9.27: Bollinger Bantları**

### 9.3.7. Fibonacci Sayı Serisi

Başlangıç sayısı bir olan ve serinin sonraki rakamlarını oluşturmak amacıyla bir ve sonrasındaki sayıları toplayarak oluşturulan seriye “*Fibonacci Sayı Serisi*” denir. Bu sayı serisi “ $F = (1,1,2,3,5,8,13,21,34,55,89,144, \dots)$ ” biçiminde gösterilir. Bu sayı serisindeki her bir sayının kendisinden bir önceki sayıya bölünmesi ile her aşamada gittikçe 1,618 rakamına yaklaşılır. Hesaplanan bu rakam, matematikte “*Altın Oran*” olarak adlandırılır. Bu oran, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkilidir. Dolayısıyla, pay senedi fiyat grafiklerinde önemli direnç ve destek noktaları, inişler-çıkışlar, alım-satım kararları Fibonacci oranları ile sıkı bir ilişki gösterir.

Borsa İstanbul işlem platformunda Fibonacci araç çubuğu altında kullanılabilecek “*fibonacci düzeltmesi, fibonacci yelpazesi ve fibonacci zaman bölgeleri*” olmak üzere üç araç bulunur. Bu araçlar aşağıda yer almaktadır.

#### a. Fibonacci Düzeltmesi

Grafikte belirli bir başlangıç noktasından hızlanıp ivmesini tamamlayana kadar ilerleyen herhangi bir fiyat geri dönerken bir çok kez Fibonacci oranları ile belirtilen geri çekilme noktalarında engelle karşılaşılabılır ve belirtilen bu seviyeler hareketini tamamlamış ana trendin en düşük ve en yüksek noktaları arasında çizilen bir “*Fibonacci Düzeltmesi (Retracement)*” aracıyla saptanır. Grafikte ilgili araç çubuğunu seçip fare imlecini belirtilen fiyat genliğinin alt ve üst sınırlarında işaretlemek, geri dönüş seviyeleri ile ilgili Fibonacci destek veya direnç oranlarının otomatik çizilmesi için yeterli olur. Bu yöntemde grafikte çizilen alanlarda yatırımcı davranışlarının destek oluşturması, Fibonacci doğası ile ilişkilendirilir. Bu ilişki, fiyat grafiklerinde analiz biçimi ve pozisyonun hedef tayininin belirlenmesinde kullanılır. Pay senetlerinin fiyat hareketlerinde geri çekilmelerin ya da duraksamaların yaşandığı zaman aralıklarında durumun çözümlenmesinde Fibonacci oranları

yardımcı görevini yerine getirir. Fibonacci düzeltmesi yükselen ve düşen trendlere sahip grafiklerde uygulanır ve yükselen grafikte dipten zirveye, alçalan grafikte zirveden dibe doğru çizim yapılır.



Grafik 9.28: Fibonacci Düzeltmesi

### b. Fibonacci Yelpazesi

Grafikte belirli bir trendin ilerleyişine ilişkin anlamlı referans noktalarının belirlenmesinde kullanılan araca “*Fibonacci Yelpazesi (Fans)*” denir. Grafikte belirli bir yöne sahip trendde dip ve ara zirve arasına çekilen Fibonacci Fan çizgileri, trend eğimi ile uyumlu bir yükseliş ve geri çekilme hatlarının belirlenmesinde faydalı bir araçtır. Grafikte çizilen bu hatlar, pay senedi fiyatının pozisyonlarına ilişkin giriş ve çıkışlar için görsel referans bölgelerini oluşturur. Grafikte Fibonacci yelpaze çizgileri genellikle dip noktası ile arada şekillenmiş bir zirve noktası arasına çizilir. Bu çizim ile belli bir trende ilişkin yönelimin geleceği ile ilgili ipuçları elde edilir. Bu ipuçları pay senedine ilişkin geri çekilme noktalarının belirlenerek, anlamlı bölgeler elde edilmesine yardımcı olur. Fibonacci yelpazeleri yükselen ve düşen trendlere sahip grafiklerde kullanılır ve yükselen grafikte dipten zirveye, alçalan grafikte zirveden dibe doğru çizim yapılır.



Grafik 9.29: Fibonacci Yelpazesi (Fans)



### c. Fibonacci Zaman Bölgeleri

Pay senedinin herhangi bir zamanda oluşan sert fiyat hareketlerinin gelecekte oluşturacağı yansımaları ve bu yansımaların gittikçe artan zaman aralıklarında kendini göstereceğini varsayan ve bu zaman aralıklarının grafik üzerinde işaretlenmesi için kullanılan araca “*Fibonacci Zaman Bölgeleri (Time Zones)*” denir. Fibonacci zaman bölgesi, pay senedinin herhangi iki noktası arasında yükselmiş veya düşmüş bir fiyatın dip noktası ile zirve noktası arasına yerleştirilir, daha sonra zaman adımları grafik üzerinde otomatik olarak tanımlanır ve grafiğin seyri içerisinde hangi zaman dilimlerinde önemli kabul edilecek fiyat hareketleri belirlenir. Fibonacci zaman bölgeleri, zaman aralığı içerisinde geçmiş ve geleceği ilişkilendiren bir araç olarak kullanılır.

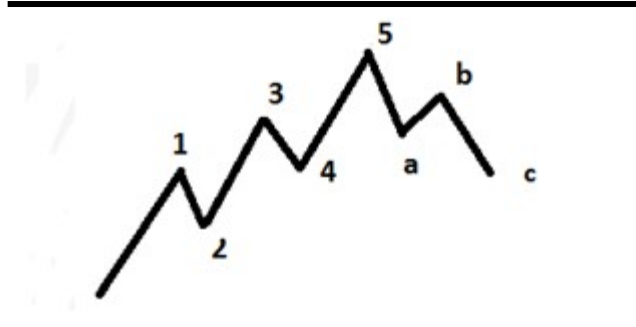


Grafik 9.30: Fibonacci Zaman Dilimleri (Time Zones)

### 9.3.8. Elliot Dalga Teorisi

Sermaye piyasalarında pay senedi fiyatlarının belli sayıdaki biçimlerle yükselip düştüğü ve bu biçimlerin kendisini oluşturan dalgalarının da birbiriyle fiyat zaman ilişkisi içinde olduğunu varsayan yöntem “*Elliot Dalga Teorisi*” denir. Bu yöntemde her dalga daha büyük bir dalganın parçasını oluşturur. Bu teorinin esas aldığı temel kriterler oldukça basit olup, Dow teorisi ile uyum içerisindedir. Bu teoride esas alınan temel kriterde pay senedini fiyatının her değişimini karşıt bir değişim hareketi izlediği kabul edilir. Grafikte pay senedi fiyatlarının ana trendindeki beş dalgalık bir fiyat değişim hareketinin ardından üç dalgalık düzeltme, beş dalgada alınan mesafenin sadece belli bir yüzde (%)’sini geri alarak toplam 8 dalgalık bir yapı meydana getirilir. Grafik (9.31)’da sekiz dalgalık pay senedi fiyat değişim hareketi izlenebilir. Grafikteki 1, 3, 5 ile gösterilen dalgalar “*Ana Trend*” yönünde hareket ederken, iki ve dört ile gösterilen hareketler pay senedi fiyat hareketleri trendinin zıt yönde meydana gelen düzeltme hareketlerini gösterir. Grafikteki beş dalgalık fiyat hareketlerinin

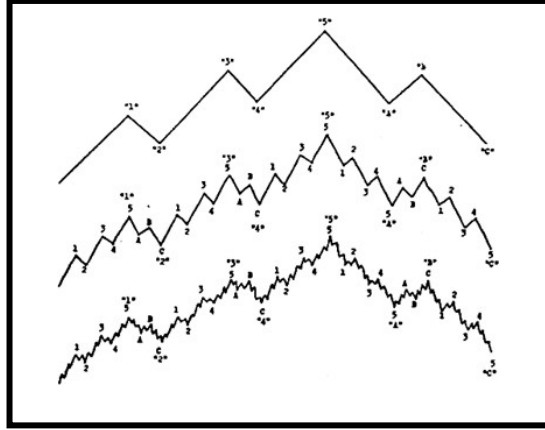
tamamlanmasının ardından a, b, c ile gösterilen 3 dalgalık düzeltme dalgaları başlar ve ana trendin aksi yönde hareket eder. Böylece; hareket dalgaları ve düzeltme dalgalarıyla birlikte sekiz dalgalık dalga çevrimini oluştururlar.



**Grafik 9.31: Elliott Ana Dalgaları (Yükseliş Trendi)**

Grafik (9.31)'daki *birinci dalga*, beş dalgalık fiyat hareketinin en kısa dalgası, *ikinci dalga* birinci dalganın taban seviyesine gelmeden geri çekilmesiyle tamamlanan, *üçüncü dalga* pay senedinin fiyat hareketleri trendinin yönündeki en uzun dalga olarak ifade edilebilir. Grafikte birinci dalganın boyunu geçmesiyle birlikte pay senedi işlem hacmi artarken, *dördüncü dalga* bir düzeltme dalgası olarak açıklanabilir ve dördüncü dalganın dip seviyesi birinci dalganın tepe seviyesinin altında gerçekleşmez. *Beşinci dalga* pay senedi fiyat hareketleri trendinin zirve seviyesi ancak, üçüncü dalga kadar dinamik değildir. Beşinci dalganın tepe seviyesinde temel göstergeler ile pay senedi fiyatı arasında uyumsuzluk gözlemlenebilir. Bu yöntemde, grafikte yer alan dalga boylarının hesaplanmasında, fibonacci katsayıları kullanılır. Elliot dalga teorisine göre, her dalga 5-3'lük bir alt dalgadan oluşur. Grafik (9.32)'de 5-3'lük bir formasyon daha büyük bir formasyonun iki alt formasyonu olarak oluşur ve en büyük dalgaya '*Büyük Süper Döngü (Grandsupercycle)*' denir ve "*Süper Döngü (supercycle)*" alt dalgalarından oluşur. Süper döngü (*supercycle*), "*Döngü (cycle)*" alt dalgalarından meydana gelir ve "*Primary, Minute, Minuette, Sub Minute*" alt dalgalarına indirgenerek ana dalga "*Bir Asırlık*" bir fiyat hareketi olarak, saniyelik verilere ulaşan mikro dalgalara kadar indirgenebilir.

Grafik (9.32)'de birinci dalganın beş küçük alt dalgaya indirgenildiğini göstermektedir.



**Grafik 9.32: Kısa Süreli Elliott Dalgaları**

### 9.3.9. ETKİN PİYASA HİPOTEZİ

Etkin Piyasa Hipotezi başlığı kapsamında etkin piyasa kavramı, piyasa etkinlik analizinde kullanılan modeller, piyasa etkinlik dereceleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve temel analiz, Etkin Piyasa Hipotezi ve teknik analiz konuları yer almaktadır.

#### 9.3.9.1. Etkin Piyasa Kavramı ve Etkin Piyasa Hipotezi

Etkin bir piyasa, piyasaya ulaşan tüm bilgilerin, pay senedi fiyatlarına anında, tam ve doğru olarak yansıdığı piyasaya “*Etkin Piyasa*” denir. Bu piyasadaki işlemlerde kullanılan hiçbir bilgi yatırımcının anormal kazanç elde etmesine imkan vermez. Piyasaya ulaşan tüm bilginin pay senetleri fiyatlarının hızla ayarlanarak fiyatlara tamamen yansıtıldığını ve bu fiyatların rassal hareket ettiğini savunan hipoteze “*Etkin Piyasa Hipotezi*” denir<sup>147</sup>. Bachelier (1900) devlet borçlanmalarında rassal dağılım süreçlerinin hareket denklemini formüle etmiş ve piyasa dengesinde borsa fiyatı satıcı ve alıcıların geçmiş, bugünkü ve gelecekteki beklentilerini yansıttığı ve spekülâtör için matematiksel beklenen getirinin “*sıfır*” olduğu sonucuna ulaşmıştır.<sup>148</sup> Fama (1965) çalışmasında elde ettiği bulguların Rassal Yürüyüş (Random Walk) Modelini güçlü olarak desteklediğini kanıtlamıştır. Esasen Rassal Yürüyüş Modeli fizik alanında kullanılan bir model olmakla birlikte Bachelier (1900), Cowles(1933), Kendall (1953), Samuelson (1965) ve Fama (1965) gibi araştırmacılar pay senetlerinin

<sup>147</sup> Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, 25(2): 383-417. May. s.383.

<sup>148</sup> Bachelier, L. (1964). Theory of Speculation. Ann. Sci. E'cole Norm. Supp., (3), 1900. Reprinted in The Random Character of Stock Market Prices. Redition. Paul H. Cootner, P. H. Cambridge. Mass. MIT-Publishing Company. s.5.

davranış analizlerinde bu modeli kullanarak piyasaların etkinlik düzeylerini araştırmışlardır.<sup>149</sup>

Genel olarak piyasaların etkinlik düzeyleri işlem etkinliği, dağılım etkinliği ve bilgi etkinliği olmak üzere üç farklı biçimde tanımlanır.

#### **a. İşlem Etkinliği**

İşlem etkinliğini, pay senetlerinin alım ve satımlarının en düşük maliyetle gerçekleştirilmesine “*İşlem Etkinliği*” olarak ifade edilir.

#### **b. Dağılım Etkinliği**

Finansal piyasalarda mevcut pay senetleri üzerindeki aynı yatırımları için aynı düzeyde getiri sağlmasına “*Dağılım Etkinliği*” denir.

#### **c. Bilgi Etkinliği**

Finansal piyasalara sunulan tüm bilgilerin cari pay senedi fiyatlarına tam olarak yansımaya “*Bilgi Etkinliği*” adı verilir. Etkin olarak tanımlanan piyasalarda yatırımcıların ve piyasa yapılarının anormal sermaye kazançları elde etmeleri olası değildir. Etkin bir piyasada statik olmayan sürekli değişen bir denge oluşur ve piyasaya yeni bir haber ulaştığında pay senedinin cari değeri bu yeni haberlere tepki verir ve yeni haberlerin pozitif veya negatif yönde olmasına göre de pay senedinin fiyatları bu yeni bilgilere uyum sağlayarak dengelenir. Piyasada oluşan bu dengenin hızı piyasanın etkinlik düzeyini belirler. Tam etkin bir piyasada fiyatlar her zaman denge durumunda olur ve pay senedinin değerleri her zaman gerçek değerlerine eşit olur.<sup>150</sup> Aksi halde, piyasanın dengesi bozularak, piyasa etkin olmayan bir piyasaya dönüşür.

*Etkin Piyasa Hipotezi*'ne göre; piyasadaki mevcut tüm bilgiler pay senedi fiyatlarına tam olarak yansıdığından, geçmiş fiyat hareketleri incelenerek gelecekteki fiyat oluşumları ile ilgili bir model oluşturmak ve piyasadaki mevcut bilgileri kullanarak anormal sermaye kazançları elde etmek mümkün olmaz. Dolayısıyla, analizlerin ve yatırımcıların yatırım kararlarında temel analiz ve teknik analiz yöntemlerini kullanmaları faydasız olur. Bir piyasanın tam etkinlik düzeyinde olması için işlem etkinliği, dağılım etkinliği ve bilgi

<sup>149</sup> Kıyılar, M. (1997). Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi-Test Edilmesi. No:86. Ağustos. SPK Yayınları. s.8-9.

<sup>150</sup> Özçam, F. (1996). Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. No:32. Nisan. SPK Yayınları. s.115-116.

etkinliği açısından da tam etkin olmasını gerekir. Fakat, bu piyasanın etkin olması o piyasanın mükemmel bir piyasa olduğunu ifade etmez.

Etkin Piyasa Hipotezi'nin temel varsayımları aşağıda yer almaktadır.<sup>151</sup>

- Piyasa katılımcıları piyasadaki tüm bilgilere anında, tam, doğru ve maliyetsiz olarak ulaşabilir.
- Piyasada yapılan işlemin herhangi bir maliyeti yoktur.
- Piyasadaki vergi sistemi herkes için aynı uygulanır.
- Piyasada işlem yapan çok sayıda alıcı ve satıcı mevcuttur.
- Piyasada işlem yapan katılımcıların hiç biri piyasaı tek başına etkileyecek bir paya sahip değildir.
- Piyasa katılımcıları rasyonel kişilerdir ve seçimleri düşük risk, yüksek getiri temeline dayanır.
- Piyasadaki tüm finansal varlıklar bölünebilir niteliktedir.

Etkin Piyasa Hipotezi'ndeki varsayımlar, piyasaya yansıtılan bilginin üretilmesi için bir maliyete katlanmak gerektiği için teorik olarak geçerli olmasına karşın uygulamada geçerli değildir. Aynı zamanda, piyasa işlem yapan yatırımcılar ve analistler gibi tüm katılımcıların, gerçek ve tüzel kişi olup olmalarına göre değişen oranlarda vergi yükümlölükleri mevcuttur.

### **9.3.9.2. Piyasa Etkinlik Analizinde Kullanılan Modeller**

Bir piyasanın etkin olup olmadığının belirlenebilmesi için *Etkin Piyasa Hipotezi*'nin test edilmesi gerekir. Bu hipotezde, piyasanın etkinlik düzeyinin belirlenmesi için piyasada işlem gören pay senetlerinin fiyat oluşumlarının açıklanması gerekir. *Etkin Piyasa Hipotezi*'nin test edilebilmesi sürecinde ilk önce bilgi kümesinin test edilebilir biçimde tanımlanması ve daha sonra beklenen getiri modeli, sub-martingale model ve rassal yürüyüş modeli olmak üzere üç modelden biri ya da birkaç model birlikte kullanılarak piyasadaki fiyat oluşumlarının tahmin edilmesi gerekir.

Piyasadaki pay senetlerinin ve diğer finansal araçlarının fiyat oluşumunun belirlenmesinde “*beklenen getiri modeli, submartingale modeli, rassal yürüyüş modeli*” aşağıda yer almaktadır.

---

<sup>151</sup> Kıyılar, M. (1997). a.g.e.. s.9-10.

### 9.3.9.2.1. Beklenen Getiri Modeli

Piyasadaki pay senetlerinin fiyat oluşumunda “*Beklenen Getiri (fair game) Modeli*” Fama tarafından 1965 yılında geliştirilmiştir. Bu modelde, piyasada oluşan denge fiyatının beklenen getiriye göre ortaya çıktığı varsayılır. Bu modelde,  $(P_{j,t+1})$  ve  $(r_{j,t+1})$  (t) zamanındaki rassal değişkenler olarak kabul edilmektedir ve (j). pay senedi veya diğer finansal aracın  $(\Phi_t)$  bilgi kümesini yansıtan (t+1)’deki fiyatı, (t)’deki fiyatın  $(P_{j,t})$ ,  $(\Phi_t)$  bilgi kümesini yansıtan bir dönemlik beklenen getirisinin (t) dönemdeki fiyata katkısı ile gösterilir. Beklenen Getiri Modeli’nde denge fiyatının oluşmasında  $(\Phi_t)$  setindeki bilgilerden tam olarak faydalandığını varsayılır. Bu varsayımda;  $(\Phi_t)$  bilgisi,  $(P_{j,t})$  fiyata tam olarak yansır.<sup>152</sup> Bu modelden elde edilen netice; yatırımcının belirli bir (t) zamanında piyasaya yansımış  $(\Phi_t)$  bilgi seti kullanılarak anormal bir düzeyde bir sermaye kazancı elde edilemez.

Beklenen getiri modeli formül (9.11) ile ifade edilir.<sup>153</sup>

$$E ( P_{j,t+1} | \Phi_t ) = [ 1 + E ( r_{j,t+1} | \Phi_t ) ] P_{j,t} \quad (9.11)$$

**j:** Pay senedi veya diğer finansal aracın fiyatı.

**t:** Zaman.

**E:** Beklenen getiri.

**$P_{j,t+1}$  :** j menkul kıymetinin (t+1) dönemindeki fiyatı.

**$\Phi_t$  :** t döneminde fiyata tam olarak yansıtacağı varsayılan bilgi kümesi.

**$r_{j,t+1}$  :** j menkul kıymetinin (t+1) dönemindeki getirisi.

**$P_{j,t}$  :** j menkul kıymetinin t dönemindeki fiyatı.

### 9.3.9.2.2. Sub-Martingale Modeli

Bu model *Beklenen Getiri Modeli*’nin özel bir durumu olup, tüm (t) ve  $(\Phi_t)$ ’ler için bu model formül (9.12) ile ifade edilir.<sup>154</sup>

$$E ( \tilde{P}_{j,t+1} | \Phi_t ) \geq P_{j,t} \text{ veya } E ( r_{j,t+1} | \Phi_t ) \geq 0 \quad (9.12)$$

<sup>152</sup>Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance. 25(2): 383-417. May. ss.384-385.

<sup>153</sup>Fama, E. F. (1970). a.g.e.. s.384.

<sup>154</sup>Fama, E. F. (1970). a.g.e.. s.386.

Bu modelde,  $(\Phi_t)$  bilgi dizisi esas alınarak belirlenen bir sonraki dönemin fiyatına ilişkin beklenen değer cari pay senedi fiyatına eşittir/daha büyüktür. Formül (9.12)'de beklenen getiri ve fiyat değişimi “0”a eşit ise fiyat dizisi Martingali izlediği kabul edilir. Bu durum, alım satım kuralları göz önüne alındığında, yatırımcı (t) zaman döneminde her bir pay senedinin belirlenen koşullara göre toplanması gerekir. Mesela, bir pay senedini elinde tutan bir yatırımcı, kısa pozisyonda ise bu pay senedi satması ya da nakit olarak elinde tutması gerekir. Formül (8.12)'de yer alan  $(\Phi_t)$ 'ye bağlı beklenen getirilerin negatif olmadığı durumunda; sadece  $(\Phi_t)$ 'deki bilgilere bağlı alım satım kurallarının gelecek dönem boyunca her zaman “*Satın Al*” ya da “*Elde Tut*” politikasından daha büyük beklenen kara ulaştırmayacağı biçiminde yorumlanır.

### 9.3.9.2.3. Rassal Yürüyüş Modeli

Bir pay senedinin cari fiyatının mevcut bilgileri *tam olarak yansıttığı*, ardışık fiyat değişikliklerinin ya da ardışık bir dönemlik getirilerin bağımsız olduğu ve ardışık fiyat değişiklikleri veya getirilerin aynı şekilde dağıldığı varsayımına dayanan modele “*Rassal Yürüyüş (Random Walk) Modeli*” denir. Bu modelde ulaşılabılır tüm bilgi fiyatlara yansdığından dolayı, ardışık fiyat değişimleri birbirinden bağımsızdır ve aynı dağılıma sahiptir.

Rassal yürüyüş modeli formül (9.13) ile ifade edilir. <sup>155</sup>

$$f(r_{j,t+1} | \Phi_t) = f(r_{j,t+1}) \quad (9.13)$$

Bağımsız tesadüfi değişkenin  $(r_{j,t+1})$  koşullu ve sıra dışı olasılık dağılımlarının aynı olduğu ifade edilir.  $f$  sıklık fonksiyonu, tüm  $(t)$ 'ler için aynı olması gerekir.  $(j)$  pay senedinin beklenen getirisinin zaman içinde sabit olduğunu kabul edersek (9.11) formüldeki eşitliğin limiti alındığında formül (9.14) ile ifade edilir.

$$E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t) = E(\tilde{r}_{j,t+1}) \quad (9.14)$$

(9.14)'deki eşitlikte  $\tilde{r}_{j,t+1}$ 'in dağılımının ortalamasının  $(\Phi_t)$ 'den bağımsız olduğunu ve dağılımın ortalamasının  $(E(\tilde{r}_{j,t+1}))$  zaman içinde sabit olduğunu ifade ederken,

---

<sup>155</sup>Fama, E. F. (1970). a.g.e.. s.387.

(9.13)'deki eşitlikte modelin tüm dağılımın ( $\Phi_t$ )'den bağımsız olduğu ifade edilir. Bu durum, rassal yürüyüş modelinin beklenen getiri modelinin devamı niteliğini taşıdığını gösterir.

Beklenen getiri ve sub-martingale modelleri, pay senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerini kullanarak anormal sermaye kazançları elde edilemeyeceğini savunan bir modeldir. Etkin bir piyasada fiyatlar tamamen rassal değiştiğinden dolayı, piyasaya ulaşan bilgiye göre fiyatlardaki değişim pozitif yönlü ya da negatif yönlü gerçekleşir. Ancak, piyasadaki oluşacak herhangi bir fiyat değişimi bir sonraki fiyat hareketini etkilemez.

### 9.3.9.3. Piyasa Etkinlik Dereceleri

Global iletişim hatları normalde fiyatların yükselmesini sağlayacak bir bilgiyi saniyeler içinde dünyanın her yerine dağıtılır ve bu sebeple de piyasada işlem yapan katılımcılar için zaman açısından bir avantaj imkanı ortadan kalkar. Ayrıca, finansal piyasalarda gerçekleştirilen takas işlemlerinin büyük bir bölümü fon yöneticilerince gerçekleştirilir. Bu yöneticiler, araştırma departmanları ve analistler tarafından desteklenir. Piyasada zaman avantajının ortadan kalkması ve piyasaya hakim olan fon yöneticilerinin profesyonel kadrolarla çalışıyor olmaları dolayısıyla, piyasada işlem yapan yatırımcıların ve analistlerin sürekli ve sistematik olarak yüksek veya anormal sermaye kazançları elde etme imkanlarını ortadan kaldırır.

Etkin Piyasa Hipotezi, piyasa katılımcılarının tamamının her an pay senetleri fiyatlarının tamamını etkileyecek bilgiye sahip oldukları varsayımına dayanır. Piyasa katılımcılarının piyasaya ulaşan yeni bilgilere anında reaksiyon göstererek, bu pay senedi fiyatlarının sürekli yeni bilgileri yansıtmalarını sağlar. 1970 yılında Fama tarafından yapılan oluşturulan ideal modelde bilgilerin rassal ve tahmin edilemeyen biçimde ortaya çıktığı ve anında pay senedi fiyatlarına yansıdığı ifade edilmiştir. Yine aynı çalışmada Fama "*Kademeli Bilgi Kümesi*" kavramını geliştirmiştir.

Etkin Piyasa Hipotezi, bilgi kümelerini çeşitli alt kümelere bölerek, bilgi kümesi ifadesini kolaylaştırır ve piyasa etkinliğini ilgili bilgi alt kümesine bağlı olarak derecelendir.

Buna göre; Etkin Piyasa Hipotezi ilgili alt kümeleri üç alt gruba ayrılır.<sup>156</sup>

a. Pay senedi veya diğer finansal aracın geçmiş fiyatlarına ilişkin bilgiler.

---

<sup>156</sup> Kiyılar, M. (1997). a.g.e.. s.16.



- b. Piyasaya ulaşan sermaye artırımını, hisse senedi bölünmeleri, faiz oranı değişimleri, ekonomi politikalarındaki değişimler vs gibi halka açık tüm bilgiler.
- c. Şirket içi ve borsa içi pay senedi veya diğer finansal araçla ilgili tüm bilgiler.

Etkin piyasalarda pay senedi fiyatlarının rassal seyir izlemesi, pay senedini fiyatlarının şirket hakkında elde edilecek tüm bilgileri yansıtır ve bu fiyatların piyasaya ulaşan tüm bilgiyi yansıtıyorsa, sadece yeni bilgilerin fiyatlarda değişikliklere neden olur. Fakat, piyasaya ulaşan yeni bilgilerin, doğası gereği önceden bilinemez.<sup>157</sup>

*Etkin Piyasa Hipotezi* çerçevesinde etkin piyasalar; *zayıf formda etkin piyasa*, *yarı güçlü formda etkin piyasa* ve *güçlü formda etkin piyasa* olmak üzere üç farklı düzeyde derecelendirilir.

#### **9.3.9.3.1. Zayıf Formda Etkin Piyasa**

Pay senedi fiyatlarının geçmiş bilgilerinin tamamının bu pay senedi fiyatlarına anında yansıdığı ve geçmiş fiyat hareketlerinin gelecekteki fiyatların oluşumunda rolü bulunmadığı piyasaya “*Zayıf Formda Etkin Piyasa (weak form market efficiency)*” denir. Bu piyasada, pay senedi fiyatları tahmin edilebilir bir dağılım sergilemez. Aynı zamanda da geçmiş pay senedi fiyat değişimlerine dayalı tahmin yaparak, yüksek veya anormal kazançlar elde etmek mümkün olmaz. Bu piyasada oluşan fiyatlar, rassal dağılım göstererek, pay senedinin geçmiş fiyatlarına bağlı olmadan, değişiklik arz eder. Ayrıca, bu piyasada pay senetlerinin geçmiş fiyat bilgilerine kolayca ulaşılabilir ve analistler/yatırımcılar tarafından da kolayca pay senedinin cari fiyatlarına yansır. Bu piyasada gelecekteki fiyatların tahmin edilememesi, temel analiz ve teknik analiz yöntemlerinin kullanımını anlamsız kılar.

*Zayıf formda etkin bir piyasada*, pay senedinin geçmişine ilişkin bilgilerinin anormal getiriler elde etmede ve geçmişe dayalı bu bilgilerin pay senedinin gelecekteki fiyat değişimlerinin tahmininde kullanılmayacağı ve pay senedi fiyatlarının rassal dağılımına ilişkin konuları genellikle serisel korelasyon testi, zaman serileri testleri, koşu testi, filtre testi ve birim kök testleri gibi test teknikleri kullanılarak analiz edilir.

#### **9.3.9.3.2. Yarı Güçlü Formda Etkin Piyasa**

<sup>157</sup>Korkmaz, T. & Ceylan, A. (2012). a.g.e.. s.267.

Kamuya açıklanan bilgilerin tamamının, pay senedi fiyatlarına anında yansıdığı piyasaya “*Yarı Güçlü Formda Etkin Piyasa*” adı verilir. Bu piyasaya ulaşan bilgiler, pay senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerini, şirketlerin finansal tablolarını ve raporlarını, sektördeki diğer şirketlerin finansal tablolarını ve raporlarını, ekonomik göstergelere ilişkin tüm bilgileri ve şirketlerin piyasa değerlerini etkileyen her çeşit bilgiyi, haberi ve veriyi içerir. Yarı güçlü formda bir piyasaya yeni bir bilgi ulaştığında, anında pay senetlerine yansır. Dolayısıyla, yarı güçlü formda etkin bir piyasada yatırımcılar, analistler kısaca; piyasaya katılımcıları açısından temel analiz ve teknik analiz yöntemleri yetersiz kalır. Bu piyasada yüksek ya da anormal kazançlar elde edebilmenin tek yolu, içerden bilgi elde edebilen kişiler arasında bulunmakla mümkün olur. *Yarı güçlü formda* etkinlik düzeyinin belirlenmesinde genellikle hisse senedi bölünmeleri testi, yıllık kazanç duyuruları testi, aracı kurum önerileri testi kullanılır.

### **9.3.9.3.3. Güçlü Formda Etkin Piyasa**

Pay senedi fiyatlarının gerçek değerlerini belirlemede kullanılan geçmişe ait bilgiler, kamuya açıklanan bilgiler, şirkete ait özel bilgiler, makro ve mikro ekonomik veriler gibi bilgilerin tamamının anında pay senedi fiyatlarına yansıdığı piyasaya “*Güçlü Formda Etkin Piyasa*” adı verilir. Bu formda etkin bir piyasaya ulaşan bilginin tamamının pay senedi fiyatları üzerine anında yansıtılıyor olması sebebiyle gelecek fiyat tahminlerinde kullanılması mümkün olmaz. Böylece, bu piyasada işlem yapan katılımcıların temel analiz ve teknik analiz yöntemlerini kullanarak, diğer bir katılımcılara kıyasla daha yüksek ya da anormal kazançlar elde etmesi olanaksız hale gelir.

Güçlü formda etkin piyasa varsayımları aşağıda yer almaktadır. <sup>158</sup>

1. Pay senedi fiyatları rassal değişir.
2. Pay senedi fiyatları yeni bilgilere anında ve doğru biçimde tepki gösterir.
3. Farklı yöntemler ve teknikler kullanılarak gelecekteki fiyatlar tahmin edilemez.
4. Piyasa katılımcıları bireysel ya da kurumsal olarak tüm piyasa katılımcılarının yaptıkları alım satım işlemleri üzerinden anormal kazançlar elde edemezler.

<sup>158</sup> Eken, M. H. (2002). Temel Yatırım Analizi ve Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri. İstanbul: Marmara Üniversitesi Ders Notları, s.6.

Piyasaların güçlü formda etkinlik düzeyinin belirlenmesinde genellikle içeriden öğrenenlere yönelik testler, yatırım fonları ve büyük portföylerin yöneticilerine yönelik testler kullanılır.

#### **8.3.9.4. Etkin Piyasa Hipotezi ve Temel Analiz**

Temel analiz açısından büyüyen ve gelişen ekonomilerde pay senetlerine yapılan yatırımlarından yüksek getiri elde etme olasılığının bulunması sebebiyle özellikle bütçe açığı, enflasyon, faiz oranları, istihdam, milli gelir, dış ticaret vb. gibi ekonomik göstergelerin incelenmesi ve bu göstergelerin tahmini büyük önem arz eder. Yatırımcıların ve analistlerin genel ekonomik yapıya ilişkin beklentileri şirketin çalışma koşullarını, faaliyetlerini, karlılıklarını vb. etkileyeceğinden, ekonomik göstergelerin alacakları değerlerini ve ekonomik dalgalanmalarını yakından takip etmesini gerekli kılar.

Pay senetlerinin gerçek değeri belirlenirken, piyasa analizleri dikkate alınmalıdır. Yatırımcıların ve analistlerin yaptığı değerlendirmelerini geçmişteki ekonomik göstergelerle sınırlı tutmaları halinde sadece "*satın al ve elde tut*" politikaları ile başarılı yatırım kararları vermeleri mümkün olmayabilir. Bu nedenle, *Etkin Piyasa Hipotezi*, sadece geçmiş bilgilere bağlı kalınmaması gerektiğini, pay senedi piyasasını etkileyen tüm ekonomik değişkenlerle ilgili tahminler yapılması gerektiğini savunmaktadır. Başarılı yatırım kararları verebilmek için ne kadar zor olsa da piyasayı etkileyen tüm ekonomik faktörlerin değerlendirilmesi ve tahminin yapılmasını gerektirir.

Başarılı yatırım kararlarının verilmesinde piyasayı etkileyen faktörlerin dışında farklı pay senetleri ve sektörlerin getirilerinin geniş bir yelpazede dağılım göstermesi sebebiyle de sektör ve pay senetlerini piyasaya ihraç eden şirketlerinde analizi gereklidir. Etkin Piyasa Hipotezi'ne göre, pay senedi fiyatlarını belirleyen faktörlerin öngörülmesi gerekir. Anlaşılacağı üzere, yatırımcıların ve analistlerin yüksek getirili pay senetlerinin seçiminde başarılı kararlar verebilmesi için piyasayı etkileyen ekonomik faktörlerin dışında sektörlerin ve şirketlerinde birlikte değerlendirilmesi ve gerekli faktörlerin tahminini gerektirir. Aksi takdirde, yatırımcılar veya analistler pay senedi yatırımlarında "*Satın Al ve Elde Tut*" politikasından daha üstün bir performans gösteremezler.

Bugüne kadar yapılan araştırmalar, başarılı yatırımcı veya analist olunabileceğini ancak bu başarının devamlılığını sağlamanın oldukça zor olduğunu göstermiştir. Yatırımcılar veya analistler başarılarının devamlılığını sağlamak için sürekli olarak pay senetleri üzerine

yoğunlaşarak, pay senetlerini etkileyen değişkenleri ve gelecekteki fiyatları öngörmek durumundadırlar. Ancak, pay senetlerinin fiyatlarını etkileyen ulusal ve uluslararası ekonomik, sosyal, politik olmak üzere çok farklı ve çok sayıda faktör bulunması sebebiyle yatırımcıların veya analistlerin her zaman doğru öngöründe bulunmaları oldukça zor olmaktadır.

Temel analizde, pay senedinin fiyatı ait olduğu şirketin finansal yapısının bir fonksiyonudur. Pay senedinin cari değerinin, gerçek değerinden farklı olduğu ve piyasanın bu farkın farkına varıp, kapatacağını varsayar. Şirketin gerçek değerinin doğru tahmini halinde, gelişmemiş ve/veya gelişmekte olan pay piyasalarında ortalamanın üzerinde getiri elde edilmesi mümkün olabilir.<sup>159</sup> Temel analizde pay senedine ilişkin gerçek değer, şirketin gerçek değerinden faydalanılarak hesaplanır. Hesaplanan bu değer daha sonra cari değerle kıyaslanması gerekir. Pay senedi eğer düşük değerlenmişse “*Al Sinyali*”, yüksek değerlenmişse “*Sat Sinyali*” verir. Bu analizlerden faydalanmayı tercih eden yatırımcılara veya analistlere göre; başarılı bir yatırımcının veya analistin, yatırım yapılacak pay senedinin gerçek değerine ilişkin doğru ve isabetli tahminler yapması ve söz konusu pay senetleri üzerinden devamlı olarak ortalamanın üzerinde getiri elde etmesi gerekir.

*Rassal Yürüyüş Hipotezi* ile *temel analiz* arasındaki ilişki incelendiğinde; *Random Walk Hipotezi*'nde pay senedinin gerçek değerinden kısa dönemli sapmaların rassal ve bağımsız olarak gerçekleştiği varsayılır. Kısa dönemde rassal hareket eden pay senedi fiyatı, uzun dönemde yukarı yönlü veya aşağı yönlü hareket edebilir. Ancak, pay senedinin uzun dönemli trendleri ve gelecekteki fiyatı hakkında herhangi bir bilgi elde edilemez. Temel analizci, cari değer ve gerçek değer arasındaki çelişkileri diğer yatırımcılardan daha çabuk fark ettiği sürece basit "*Satın Al ve Elde Tut*" politikalarına oranla daha yüksek getiri elde etme şansını yakalayabilir. Pay senedinin gerçek değerini doğru tahmin edebilen başarılı bir yatırımcı veya analist, doğru zamanlamayla düşük değerlenmiş pay senedini satın alarak yüksek getiri elde edebilir. Dolayısıyla, Etkin Piyasa Hipotezi'ne göre temel analizin gereksiz olduğu söylenemez.

#### **8.3.9.5. Etkin Piyasa Hipotezi ve Teknik Analiz**

Geçmişteki ardışık fiyat değişimlerinin gelecekte kendini tekrar edeceği varsayımına dayanan analiz yöntemi “*Teknik Analiz*” olarak adlandırılır. Bu yöntem, farklı tekniklerden faydalanarak, pay senetlerinin gelecekteki fiyatlarının anlamlı ve doğru olarak tahmininde

<sup>159</sup> Kıyılar, M. (1997). a.g.e.. ss.64-73.

kullanılır. Teknik analiz, geçmiş ardışık fiyat değişimlerinin birbirinden bağımsız ve rassal olduğunu savunan Random Walk Hipotezi ile karşılaştırıldığında, açıkça birbirlerinin tamamen zıttı görüşleri savundukları görülür.

Teknik analize göre; pay senedi fiyatları, gösterdikleri sürekli trendleri doğrultusunda değişim gösterirler. Teknik analiz, piyasaya ulaşan yeni bilginin herkese aynı anda ulaşmadığını varsayar. Bu varsayımına göre;, piyasaya giren *yeni bilgi* ilk önce analistlere ve tecrübeli profesyonellere, daha sonra saldırgan (agresif) yatırımcılara, en sonunda da piyasada işlem yapan diğer yatırımcılara ulaştığı kabul edilir. Ayrıca, pay senedi fiyat dengesinin bir zaman aralığı içerisinde kademeli yapılacak analiz ve değerlendirmeler sonucunda alım satım işlemleri gerçekleştirilir. Bu durum, piyasaya yeni giren bilginin pay senedi fiyatına hızlı ve doğru yansıdığını, yatırımcıların tüm bilgiye aynı anda ulaşp, pay senedi fiyatlarına yansıttıklarını savunan Etkin Piyasa Hipotezi'ne tamamen ters düştüğü görülür.

Teknik analiz kullanıcılarına göre; teknik analistlerin ve/veya profesyonel yatırımcıların piyasada yeni fiyat dengesini oluşturan fiyat değişimlerinin saptanmasında kullanacakları sistemleri kolaylıkla geliştirebilirler. Teknik analistler ve/veya profesyonel yatırımcılar, piyasada oluşan yeni bir pay senedi denge fiyatına ilişkin sinyalleri görmeye başladıklarında, geriye kalan zaman aralığı içerisinde meydana gelecek fiyat değişim hareketlerinden faydalanmak amacıyla alım ve/veya satım işlemleri yapmaya başlarlar. Yapılacak fiyat ayarlamaları bazen aşağı yönlü bazen de yukarı yönlü seyir izleyebileceği ve gerçekleşebilecek fiyat değişimlerinin yönünün sürekli ve kesin olarak tahmin edilemeyeceğinden dolayı devamlı yüksek getiri elde edilemeyecektir.<sup>160</sup>

Etkin piyasada, tüm bilgi ve veriler zamanında ve doğru olarak kamuya yayılmış ve fiyat ayarlaması gerçekleştirilmiştir. Bundan sonra, teknik analiz yöntemi kullanılarak yapılan alım satım işlemleri, komisyon giderlerinden sonra ortalamanın üzerinde ek bir kazanç getirmeyecektir. Piyasa, etkin ve pay senedi fiyatları tüm bilgileri yansıtıyorsa, geçmiş bilgilere dayanan teknik analizin uygulanması bir anlam ifade etmeyecektir.

<sup>160</sup>Reilly, F. K. & Brown Keith C. (1997). Investment Analysis and Portfolio Management. (5. Baskı). The Dryden Publishing Company. ss.241-242.

## KAYNAKLAR

- Agarwal, N. & Al Farooque, O. (2016). Alternate Equity Indexation for Technology Stocks: An Application to The NASDAQ Index. *Journal of Economics, Management and Financial Markets*. 11(1): 41-51.
- Akbulak, S. & Akbulak, Y. (2004). Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Ortaklıklar. No.1513. Ağustos. Beta Yayıncılık,
- Akgüç, Ö. (1998), Finansal Yönetim, Avcıol Yayıncılık, İstanbul.
- Akdoğan, N. & Tanker, N. (2003). Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri. (10. Basım). Gazi Kitabevi.
- Aksoy, A. & Tanrıöven, C. (2007). Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Alantar, D. (2009). Küresel Finansal Kriz ve Türkiye’nin Makroekonomik Göstergelerin Etkisi. *Maliye Bakanlığı Bütçe Komisyonluğu Dergisi*. 3(31).
- Apak, S. & Aytaç, A. (2009). Küresel Krizler. İstanbul: Avcıol Yayıncılık.
- Arouri, M. E. H., Jawadi, F. & Nguyen, D. K. (2010). *The Dynamics of Emerging Stock Markets*. Springer Publishing Company.
- Bachelier, L. (1964). Theory of Speculation, *Ann. Sci. E'cole Norm. Supp.*, (3), 1900. Reprinted in *The Random Character of Stock Market Prices*. (Redition.) Paul H. Cootner, P. H. Cambridge. Mass. MIT-Publishing Company.
- Balaban, E. (1995). Hisse Senedi Piyasasında Fiyat Aykırılıkları: Gelişen Bir Piyasadan Gün Etkisine Dair Yeni Betimsel Bulgular. No: 9504. Şubat. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği.
- Baye, M. R. & Jansen, D. W. (1995). *Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach*. Houghton Mifflin Company.
- Bekaert, G. & Hodrick, R. J. (2009). *International Financial Management*. Pearson Education Company.
- Bekçioğlu, S. & Ada, E. (1985). Menkul Kıymetler Piyasası Etkin mi?. *Muhasebe Enstitüsü Dergisi*. 2(41): 30-38. Ağustos.
- Berk, N. (2017). *Finansal Yönetim*. (12. Basım). Türkmen Kitabevi. İstanbul.
- Berk, J. B. ve De Marzo, P. M. (2013). *Corporate Finance*. Pearson Education.
- Besley, S. & Brigham, E. F. (2008). *Essentials of Managerial Finance*. South-Western Thomson Learning Publishing Company.
- Bildik, R. (2000). Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB üzerine Ampirik bir Çalışma. Mayıs. İstanbul: İMKB Yayınları.
- BİST (2015). *Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme Bilgilendirme Kitapçığı*. İstanbul: Borsa İstanbul Yayınları.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2013). *Essentials of Investments*. McGraw Hill Publishing Company.
- Bolak, M. (1991). *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Bolak, M. (2001). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. (4. Basım). İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Borsa İstanbul (2015). *Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme Bilgilendirme Kitapçığı*. İstanbul: Borsa İstanbul.
- Borsa İstanbul (2016). *Pay Piyasası İşleyişine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları*. 30 Aralık. İstanbul: Pay Piyasası Bölümü.
- Borsa İstanbul (2017). *Halka Arz ve Borsa İstanbul (BİST)’da İşlem Görme Bilgilendirme Kitapçığı*. İstanbul: Borsa İstanbul Yayınları.
- Borsa İstanbul Uzmanları (2017). *Finansal Piyasalar*. Ders Kodu: 1006. 2 Şubat. SPL - Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları.
- Borsa İstanbul (2017). *Borsa Yatırım Fonları Varantlar ve Sertifikalar*. [www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa\\_Yatirim\\_Fonlari\\_Varantlar\\_ve\\_Sertifikalar.pdf](http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifikalar.pdf).

- Borsa İstanbul AŞ. (2017). 02.01.2017 Tarihinden İtibaren ABCD Gruplarında Yer Alacak Paylar Senetleri. [www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/a-b-c-d-grubu-paylar](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/a-b-c-d-grubu-paylar).
- Brealey, R. A. & Myers, S. C. (1991). *The Principles of Corporate Finance*. (4. Basım). McGraw-Hill Publishing Company.
- Busse, J. A. & Green, T. C. (2002). Market Efficiency in Real Time. *Journal of Financial Economics*. (65): 415-437.
- Canbaş, S. & Doğukanlı, H. (1997). *Finansal Pazarlar*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Casson, P. & McKenzie, G. (2007). A Comparison of Measures of Earnings Per Share. *The European Journal of Finance*. 13(3): 283-298.
- Chang, E. J., Lima, E. J. A. & Tabak, B. M. (2007). Testing for Weak Form Efficiency in Emerging Equity Markets. *Banco Central do Brasil*.
- Chan, L. K. C., Jegadeesh, N. & Lakonishok, J. (1996). Momentum Strategies. *The Journal of Finance*. 51(5):1681-1713. December.
- Copeland, T. E. & Weston, J. F. (1988). *Financial Theory and Corporate Finance*. (3. Basım). Addison-Wesley Publishing Company.
- Çağırman, H. (1999). *Finans Piyasalarında Bermuda Şeytan Üçgeni – Borsada Grafik ve Göstergelerle Uygulamalı Sistemik Teknik Analiz*. (1. Basım). Siyasal Yayıncılık.
- Çetinyokuş, T. & Gökçen, H. (2002). Borsada Göstergelerle Teknik Analiz için Bir Karar Destek Sistemi. *Endüstri Mühendisliği Bölümü. Gazi Üniversitesi Mühendislik Mimarlık Fakültesi Dergisi*. 17(1): 43-58.
- Dağlı, H. (2004). *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*. Derya Kitabevi.
- Daniel, K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions. *The Journal of Finance*. 53(6): 1839-1885. December.
- Daniel, K. & Titman, S. (1999). Market Efficiency in an Irrational World. *Financial Analysts Journal*. 55(6): 28-40. November/December.
- De Bond, W. F. M. & Thaler, R. (1985). Does Stock Market Overreact?. *The Journal of Finance*. 40(3): 793-805. July.
- Deynekli, G. H. (2017). Pay Sahibine Karşı Halka Açık Anonim Ortaklıkların Yükümlülükleri. *Borsa TV*. [www.borsanedir.tv/yatirimci/pay-sahibine-karsi-halka-acik-anonim-ortakliklarin-yukumlulukleri/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/pay-sahibine-karsi-halka-acik-anonim-ortakliklarin-yukumlulukleri/).
- Dil, M. & Gümüştekin, G. E. (2008). Vekâlet Teorisinin Aile İşletmelerine Katkıları ve Model Önerisi. 3. Aile İşletmeleri Kongresi Kitabı. İstanbul: T.C. İstanbul Kültür Üniversitesi Aile İşletmeleri ve Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi.
- Dobbins, R., Witt, S. F. & Fielding, J. (1994). *Portfolio Theory and Investment Management*. (2. Basım). Oxford Publishing Company.
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*. Değişim Yayınları.
- Eken, M. H. (2002). *Temel Yatırım Analizi ve Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Ders Notları,
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*. 14(1): 57-74.
- Emre, Z. & Fıkrıkoca, E. (2004). Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları. Yayın No. 4. Nisan. TSPAKB - Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği.
- Ergül, N. (2004). *Herkes İçin Finans*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Ertuna, İ.Ö. (1991). *Yatırım ve Portföy Analizi*. Yayın No: 485. İstanbul: Boğaziçi Üniversitesi Matbaası.
- Fama, E. F. (1965a). The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business*. (38): 34-105.
- Fama, E. F. (1965b). Random Walks in Stock Prices. *Financial Analysts Journal*. 21(5): 55-59. October.

- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 25(2): 383-417. May.
- Fama, E. F., Fischer, L., Jensen, M. C. & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*. 10(1): 1-21. February.
- Fama, E. F., Michael C. & Jensen, C. M. (1983). Agency Problems and Residual Claims *The Journal of Law & Economics*. 26(2): 327-349.
- Fertekligil, A. (2000). Türkiye’de Borsanın Tarihi. *Borsa Tarihi Araştırmaları*. İstanbul: Menkul Kıymetler Borsası.
- Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis*. (2. Basım). Prentice Hall International Inc..
- Francis, J. C. (1976). *Investments Analysis and Management*. (4. Basım). Finance Series. McGraw-Hill Publishing Company.
- Gerçek A. (2018). 2018 Yılı Vergi Hukuku/ İş Hukuku, Sosyal Güvenlik Hukuku Ticaret ve Meslek Mevzuatına İlişkin Pratik Bilgiler. El Kitabı. Sakarya. <http://www.sakaryasmmmo.org.tr/Dosyalar/PRATIK-BILGILER-2018-SAKARYA.pdf>.
- Gupta, P. (2001). A Study of Stock Market Efficiency in India. *Finance India*. 15(2): 665-673. June.
- Hadjimichalakis, M. G. & Hadjimichalakis, K. G. (1995). *Contemporary Money, Banking and Financial Markets: Theory and Practice*. Irwing Publishing Company.
- Haugen, R. A. (2001). *Modern Investment Theory*. (4. Basım). May. Prentice Hall.
- Hoover, S. (2006). *Stock Valuation: An Essential Guide To Wall Street's Most Popular Valuation Models*. McGraw Hill Publishing Company.
- İMKB Yatırım Danışma Merkezi (2009). *Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası*. Ekim.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4): 305-360.
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *MUFAD-Muhasebe ve Finansman Dergisi*. (36): 144-154. Ekim.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Ekonometrica*. 47(2): 263-291. March.
- Kahyaoglu, M. & Ülkü, S. (2012). Temsilcilik Hevristikinin Algılanan Risk Üzerindeki Etkisi: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*. 4(1): 53-59.
- Kanalıcı, H. (1997). *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*. Ankara: SPK Yayınları.
- Karabıyık, L. & Anbar, A. (2010). *Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi*. Ekin Yayıncılık.
- Karan, B.M. (2011). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Gazi Kitabevi. (3. Basım).
- Karşın, G. (1986). *Sermaye Piyasası Analizleri*. İstanbul: SPK Yayınları.
- Kılıçay, Ö. (2003). *Borsada Yatırım İçin Teknik Analiz*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Kıyılar, M. (1997). Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi-Test Edilmesi. No: 86 Ağustos. SPK Yayınları.
- Kondak, E. N. (1997). The Efficient Market Hypothesis Revisited: Some Evidence from the İstanbul Stock Exchange. No: 83. August. Capital Markets Board of Turkey.
- Kondak, N. (1999). *Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş*. No.255. Der Yayınları.
- Konuralp, G. (2001). *Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Korkmaz, T. & Ceylan, A. (2012). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. (6. Basım). Ekin Yayınevi. Ekim.
- Korea Stock Exchange (2003). *Korea Stock Exchange 2002*.



- Korkmaz, T. & Ceylan, A. (2015). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi. Ekin Yayınevi.
- Lapçın, A. (2017). Piyasa Bozucu Eylemler. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/piyasa-bozucu-eylemler/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/piyasa-bozucu-eylemler/).
- Lapçın, A. (2017). Bilgi Suistimali. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/bilgi-suistimali/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/bilgi-suistimali/).
- Lewis, R. & Pendrill, D. (1991). Advanced Financial Accounting. (3. Basım). Pitman Publishing Company.
- Madura, J. (2010). Financial Markets and Institutions. (3. Basım). West Publishing Company.
- Malkiel, B. G. (2007). Borsada Rastgele Seyir. (Çevirmen). Seyrek, İ., Feyyat, C. & Domaniç, N., İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Milunovich, S. & Tsuei, A. (1996). EVA in The Computer Industry. Journal of Applied Corporate Finance. 9 (1): 104-115. Spring.
- Mishkin, F. S. (2007), The Economics of Money, Banking and Financial Markets. (8. Basım). The Addison Wesley- Pearson Education Company.
- Moray, S. (2013). Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerde Oy Hakkı. E-Yaklaşım. (251), Kasım, <http://kasim20113.blogspot.com.tr/2015/08/turk-ticaret-kanununa-gore-anonim.html>.
- Özçam, F. (1996). Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. No:32. Nisan. Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Özen, Ş. & Yeloğlu, H. O. (2006). Bir Örgüt Kimliği Olarak 'Holding' Adının İnşası ve Aşınması: Eşanlı Kurumsallaşma ve Çözülme Üzerine Bir Model Önerisi. Yönetim Araştırmaları Dergisi. 6(1-2): 45-84.
- Rees, B. (1990). Financial Analysis. Prentice Hall Publishing Company.
- Reilly, F. K. & Brown Keith C. (1997). Investment Analysis and Portfolio Management. (5. Basım). The Dryden Publishing Company.
- Reilly, F. K. & Brown, K. C. (2003). Investment Analysis and Portfolio Management. Thomson South-Western.
- Richard A. Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2003). Principles of Corporate Finance, (7. Basım). The McGraw-Hill Companies.
- Sarı, Y. (1998), Borsada Teknik Analiz, 3. Basım, Alfa Yayınevi, Bursa.
- Sarıkamış, C. (2000), Sermaye Pazarları, İstanbul: Alfa Yayınları.
- Sarıkamış, C., Ceylan, A., Aydın, N. & Coşkun, M. (2004). Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar. Yayın: 834. Ekim. TC. Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi Yayınları.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2016). Sermaye Piyasası Araçları. Haziran. SPK Yayınları.
- Sharma, J. L. ve Kennedy, R. E. (1977). A Comparative Analysis of Stock Price Behaviour on The Bombay. Journal of Financial and Quantitative Analysis. (12): 391-413.
- SPK (2016). Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı. Haziran, Ankara: TC. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu.
- SPK (2018). SPK Aylık İstatistik Bülteni. Nisan.
- SPK (2018). Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler. Aylık İstatistikleri. Nisan.
- SPK Uzmanları (2016). Sermaye Piyasası Araçları-I. Ders Kodu: 1004. 30 Eylül. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu.
- SPK Uzmanları, (2016). Sermaye Piyasası Araçları-II. Ders Kodu: 1003. 30 Eylül. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu.
- Steward, G. B. (1990). The Quest for Value. USA: Harper Collins Publishing Company.
- Stove, J. D., Robinson, T. R., & Pinto, J. E. (2002). Analysis of Equity Investments: Valuation. Baltimore: Association for Investment Management and Research.

- Şahin, M. (1992). Borsada Teknik Analiz; Trend Değişimlerinin Belirlenmesi ve Alım – Satım Teknikleri. MBA Yayınları.
- TC. Maliye Bakanlığı. Gelir İdaresi Başkanlığı (2017). Menkul Sermaye İradı Elde Eden Mükellefler İçin Vergi Rehberi. Yayın No: 242. Şubat. Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı.
- TC. Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı (2018). Menkul Sermaye İradı Elde Eden Mükellefler İçin Vergi Rehberi. Yayın No: 269. Şubat. Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı.
- Tekbaş, M.Ş., Köse, A., Sarıkovanlık, V., Sarıoğlu, S. E, Baş, N. K. & Özdemir, A. K. (2017). Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri. Ders Kodu: 1009. 30 Haziran. SPL- Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları.
- The Korea Securities Dealers Association (2003). Securities Market in Korea.
- The KOSDAQ Stock Market (2003). Fact Book 2002. 2003.
- TSPAKB (2006). Japonya Sermaye Piyasası. No.30. Eylül. TSPAKB Yayınları.
- TSPB (1989). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 1989. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (1994). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 1994. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (1998). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 1998. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (1999). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 1999. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2000). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2000. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2001). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2001. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2002). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2002. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2003). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2003. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2004). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2004. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2005). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2005. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2006). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2006. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2007). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2007. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2008). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2008, [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2009). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2009. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2010). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2010. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2011). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2011. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2012). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2012. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2013). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2013. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2014), Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2014. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2015). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2015. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2016). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2016. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- TSPB (2017). Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2017. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr).
- Türkel, Y. (2017). Güveni Kötüye Kullanma. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/guveni-kotuye-kullanma-ve-sahtecilik/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/guveni-kotuye-kullanma-ve-sahtecilik/).
- Türkel, Y. (2017). Bilgi ve Belge Vermeme ve Denetimin Engellenmesi. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/bilgi-ve-belge-vermeme-denetimin-engellenmesi/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/bilgi-ve-belge-vermeme-denetimin-engellenmesi/).
- Türkel, Y. (2017). Piyasa–Dolandırıcılığı. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/piyasa-dolandiriciligi/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/piyasa-dolandiriciligi/).

Türkel, Y. (2017). Usulsüz Halka Arz ve İzinsiz Sermaye Piyasası Faaliyeti. Borsa TV. [www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/usulsuz-halka-arz-ve-izinsiz-sermaye-piyasasi-faaliyeti/](http://www.borsanedir.tv/yatirimci/sermaye-piyasasi-suclari/usulsuz-halka-arz-ve-izinsiz-sermaye-piyasasi-faaliyeti/).

Stock Exchange. The First Few Years 1991-1996. The Poznan University of Economics Review. (2): 37-56.

Ziya, K. (1990). Borsaların Tarihçesi. Borsa Tarihi Araştırmaları. İMKB Yayınları.

## **KANUNLAR**

193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu

660 Sayılı Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunun Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname. 6 Nisan 2011 tarihli 6223 Sayılı Kanun. 26 /9/2011 tarihli Bakanlar Kurulu Kararı

2983 Sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

6320 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

## **TEBLİĞLER VE YÖNETMELİKLER**

Borsa İstanbul (2018). 04YÖN01 Kodlu. Kotasyon Yönergesi. Revizyon No:4. Revizyon Tarihi: 01 Ağustos 2018. Kotasyon Bölümü.

Sermaye Piyasası Kurulu. Seri: II. I Sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. Seri: II. 5-2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. II-15. I Sayılı Özel Durumlar Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. II-17. 1 Sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. Seri: II. 19-1 Sayılı Kâr Payı Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. Seri: III. 10 Sayılı Katılma İntifa Senetleri Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. Seri: III. 37-1 Sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. Seri: IV. 128-I Sayılı Pay Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. Seri: V. 65 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. Seri: V. 78 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu. Seri: VIII. 54 Sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ.

Sermaye Piyasası Kurulu. 22559 Sayılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği.

## **İNTERNET SİTELERİ:**

[www.arsiv.ntv.com.tr](http://www.arsiv.ntv.com.tr)

[www.aydinlik.com.tr](http://www.aydinlik.com.tr)

[www.beyazgazete.com](http://www.beyazgazete.com)

[www.biyografi.info/tarih](http://www.biyografi.info/tarih)

[www.bloomberght.com](http://www.bloomberght.com)

[www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)  
[www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi)  
[www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/devre-kesici](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/devre-kesici)  
[www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/a-b-c-d-grubu-paylar](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/a-b-c-d-grubu-paylar)  
[www.borsaistanbul.com/sss/halka-arz](http://www.borsaistanbul.com/sss/halka-arz)  
[www.borsaistanbul.com/datum/Kotasyon\\_Ucret\\_Tarifesi.pdf](http://www.borsaistanbul.com/datum/Kotasyon_Ucret_Tarifesi.pdf)  
[www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/halka-arzin-faydalari-halka-arza-hazirlik-ve-halka-arz-surecleri/zaman-cizelgesi](http://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/pay-piyasasi/halka-arz/halka-arzin-faydalari-halka-arza-hazirlik-ve-halka-arz-surecleri/zaman-cizelgesi)  
[www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelismeler](http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelismeler)  
[www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/duzenlemeler/yonergeler](http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/duzenlemeler/yonergeler)  
[www.bok.or.kr](http://www.bok.or.kr) Kore Takas ve Saklama Merkezi  
[www.cnnturk.com](http://www.cnnturk.com)  
[www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr)  
[www.dunya.com](http://www.dunya.com)  
[www.ekonomist.com.tr/borsa](http://www.ekonomist.com.tr/borsa)  
[www.dunyabulteni.net](http://www.dunyabulteni.net)  
[www.dunyabulteni.net](http://www.dunyabulteni.net)  
[www.ekonomi.isbank.com.tr/Userfiles/pdf/dteg\\_201806.pdf](http://www.ekonomi.isbank.com.tr/Userfiles/pdf/dteg_201806.pdf)  
[www.english.kosdaq.com](http://www.english.kosdaq.com)  
[www.english.fss.or.kr/en/englishIndex.jsp](http://www.english.fss.or.kr/en/englishIndex.jsp)  
[www.english.mofe.go.kr/main.php](http://www.english.mofe.go.kr/main.php)  
[www.evrensel.net](http://www.evrensel.net)  
[www.gcmforex.com/egitim/teknik-analiz/](http://www.gcmforex.com/egitim/teknik-analiz/)  
[www.haberturk.com](http://www.haberturk.com)  
[www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)  
[www.ici.org](http://www.ici.org)  
[www.imf.org](http://www.imf.org) Yatırım Fonları Enstitüsü  
[www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)  
[www.investing.com](http://www.investing.com)  
[www.kgk.gov.tr](http://www.kgk.gov.tr)  
[www.kofex.com/english/index.html](http://www.kofex.com/english/index.html)  
[www.ksfc.co.kr](http://www.ksfc.co.kr)  
[www.ksda.or.kr/english](http://www.ksda.or.kr/english)  
[www.ksd.or.kr/Eng/index.jsp](http://www.ksd.or.kr/Eng/index.jsp)  
[www.kse.or.kr/webeng/index.jsp](http://www.kse.or.kr/webeng/index.jsp)  
[www.newyorkborsasi](http://www.newyorkborsasi)  
[www.ntv.com.tr](http://www.ntv.com.tr)  
[www.onedio.com](http://www.onedio.com)  
[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.spk.gov.tr/apps/mevzuat/](http://www.spk.gov.tr/apps/mevzuat/)

[www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=3&pid=1](http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=3&pid=1)

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

[www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr)

[www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

