CEP ÜNİVERSİTESİ

Bireysel Yatırım Araçları

MEHMET ÇAVAŞ

YENİYÜZYIL KİTAPLIĞI

İletişim Yayınları

CEP ÜNİVERSİTESİ

Bireysel Yatırım Araçları

MEHMET ÇAVAŞ

YENİ YÜZYIL KİTAPLIĞI

Emlak Bank'ın katkılarıyla
İletişim Yayınları

İçindekiler

I. BÖLÜM
Finansal Piyasaların Gelişimi ve Bazı Tanımlar.....5
- Uluslararası Finansal Piyasaların Gelişimi 5
- Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi 8
- Finansal Piyasalarla İlgili Bazı Kavramlar 12
- Yatırım ve Risk Kavramı.....16
II. BÖLÜM
Döviz ve Altın 20
- Döviz 21
- Altın.....29
III. BÖLÜM
Tasarruf Mevduatı, Repo ve VDMK 35
- Banka Mevduatı.....35
- Mevduat Sertifikası.....40
- Repo 41
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) 43
IV. BÖLÜM
Tahvil ve Bono Türleri 46
- Tahvil 46
- Gelir Ortaklığı Senedi 55
- Hazine Bonosu.....58

- Özel Sektör Bonoları 62
V. BÖLÜM
Menkul Kıymetler ve Borsa 65
- Hisse Senedi 66
- Menkul Kıymet Borsaları 71
- Borsaların Gelişimi 73
- IMKB'nin İşleyişi 79
- IMKB Endeksleri 83
- Borsada Hisse Bazında Hareketler ve Analiz Yöntemleri 88
- Borsa Yatırımcıları İçin Bazı Öneriler 95
VI. BÖLÜM
Yeni Yatırım Araçları ve Yatırım Kuruluşları 98
- Vadeli İşlem Piyasaları 98
- Forward Piyasalar 102
- Seçmeli İşlem Piyasaları 102
- Kollektif Yatırım Kuruluşları 106

BİRİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL PİYASALARIN GELİŞİMİ VE BAZI TANIMLAR

Yatırım hangi piyasada ve ne miktarda yapılırsa yapılsın taşıdığı riskler açısından ulusal ve uluslararası alanda meydana gelen ekonomik ve sosyal olaylardan soyutlanamaz ve çoğu zaman da dolaysız olarak etkilenir. Bu nedenle eldeki tasarrufları herhangi bir alanda değerlendirirken, piyasanın bütünü hakkında da mutlaka bilgi sahibi olmak gerekir. Bu bölümde finansal piyasaların uluslararası ve ulusal düzeydeki gelişmesi ile bu piyasalarda kullanılan çeşitli tanımlamaların üzerinde duracağız.

I- Uluslararası Finansal Piyasaların Gelişimi

II. Dünya Savaşından sonraki dönemde birçok alanda olduğu gibi finansal piyasalarda da oldukça hızlı değişiklik ve gelişmeler ortaya çıktı. Bu değişikliklerin temelinde 1960'lı yıllarda, gelişmiş sanayi ülkelerinde ve özellikle ABD de enflasyon oranının yükselmesi ile bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler yatmaktadır.

Bretton Woods anlaşmasıyla II. Dünya Savaşı sonrasında kabul edilmiş olan, döviz kurlarının ancak dar sınırlar içinde oynamasına izin veren sistemin 1970'li yıllarda terkedilerek yerine esnek kur sistemine geçilmesi de finansal piyasalarda önemli değişiklere yol açtı.

ABD'de 1960'lı yıllardan itibaren enflasyonun ve buna paralel olarak faiz oranlarının yükselmesi, bono ve tahvil gibi sabit getirili yatırım araçlarında zararların ortaya çıkmasına neden oldu ve bu piyasalarda faiz oranı riski oluştu. Bu ülkede üç aylık hazine bonolarının faiz

oranları 1950' li yıllarda yüzde 1 ile 3.5 arasında oynarken, 1970' lerde yüzde 4 ile 11.5, 1980' lerde ise yüzde 5 ile 15 arasında dalgalanmaktaydı. Faiz oranlarındaki bu dalgalanmalar ve faiz oranı riski sonucunda önemli sermaye kazanç ve kayıpları oluştu ve sabit getirili yatırımlarda bile getiriyle ilgili belirsizlikler ortaya çıktı.

Finansal aracı kurumlar (bankalar, yatırım fonları, sigorta şirketleri) bir yandan risklerini en aza indirmeye çalışırken, diğer yandan halka sundukları finansal ürünlerin satışlarının düştüğünü gözlemlediler. Fonların azalması ve dolayısıyla kârların düşmesine neden olan bu süreç sonucunda finansal aracılar, piyasaya sürebilecekleri yeni ürünleri araştırmaya başladılar.

1973 yılında ABD'de Chicago Ticaret Odası'na bağlı olarak kurulan opsiyon borsası böyle bir arayışın sonucudur. Opsiyon, belli bir fiyattan belli bir vadede herhangi bir finansal aracı satın alma ve satma konusunda iki yatırımcı arasında imzalanan sözleşmedir. Chicago opsiyon borsasının işlem hacmi büyük bir hızla arttı ve giderek yeni borsalar açıldı.

Yeni finansal araçların 1970'lerden itibaren hızla devreye girmesinin ardında yatan bir başka neden de 1973 yılından itibaren, Bretton Woods anlaşmasıyla kabul edilmiş olan, sabit ve altın/dolar esasına bağlı kur sistemine son verilip esnek kambiyo sistemine geçilmiş olmasıdır. IMF üyesi ülkeler arasında imzalanan 1976 Jamaika anlaşmasıyla yasallık kazanan bu yeni para sistemiyle, uluslararası ticarette döviz kuru riski arttı. Bu risklerden korunma amacı da opsiyon borsalarının hem işlem hacmi, hem de işlem gören araçların çeşitlemesi açısından gelişmesine önayak olmuştur. Amerika'dan sonra Japonya ve İngiltere'de opsiyon borsaları kurulmuştur.

Bilgisayar teknolojisinde ve dolayısıyla iletişim olanaklarında sağlanan çok büyük ilerlemeler sayesinde, farklı ülkelerdeki finansal piyasalar arasında hızlı ve sürekli bir ilişki kuruldu ve sermaye hareketleri gelişmiş

sanayi ülkeleri arasında daha yoğun olmak üzere giderek küreselleşti. Günümüzde para hareketleri 24 saat boyunca devam etmektedir. New York'taki bir dealer kendi borsası kapadıktan sonra isterse, o an açık olan Japonya, Avrupa ülkeleri ya da diğer borsalardan birinden, işlem fiyatlarını uluslararası finansal bilgi sağlayan herhangi bir yayın kuruluşunun ekranından izleyerek, talep ettiği bir yatırım aracını oldukça düşük işlem masrafı ödeyip satın alma olanağına sahiptir.

Sınırlar ötesi para hareketinin giderek daha kolay, çabuk ve ucuz yapılabilir olması sonucunda, değişik düzeylerde risk-kârlılık potansiyeli taşıyan ve oldukça farklı derinliklere sahip ulusal finans piyasalarından oluşan bir küresel finans pazarı, yasalar sermaye hareketlerine izin verdikçe, daha belirgin bir biçimde ortaya çıktı.

Gelişmiş sanayi ülkelerinde çeşitli finansal aracılar elinde toplanan fonlar ve sanayi yatırımına dönüşmeyen oldukça önemli miktarlardaki sermaye birikimi, bu küresel piyasada "sıcak para" adı altında hızlı turlar atmaya başladı.

Devreye girdiği ekonomilerde, özellikle de gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, kısa vadeli kaynak sorununda önemli rahatlamalar yaratan bu spekülatif sermayenin, çekim gücünü yaratan koşullar aleyhine döndüğünde hızla içinde bulunduğu ekonomiyi terketmesi, zaten yapısal sorunlar içinde olan ülkelerde, finansal krizlere varan sonuçlara yol açabiliyor.

1993 yılında Avrupa Birliği kur sisteminde ortaya çıkan krizde uluslararası spekülatörlerin açığa Sterlin satışlarıyla İngiltere Merkez Bankası'na kafa tutabilmeleri ve Sterlin'in devalüe edilmesi, spekülasyonun boyutları ve gücü konusunda örnek oldu. 1994 Türkiye ve 1994 sonlarında başlayan Meksika finansal krizlerinin derinleşmesinde bu tür uluslararası sermaye hareketlerinin rolünden sözedilebilir.

Verilere göre uluslararası borsalarda günlük olarak dönen para miktarı 1 trilyon Amerikan doları düzeyin-

de. Bu büyüklükteki bir kaynakta görülebilecek küçük bir sapmanın özellikle güçsüz ekonomileri allak bullak edebileceği açıktır.

İleri sanayi ülkelerindeki para ve sermaye piyasaları gelişmişliğin doğal sonucu olarak, iş hacminin derinliği, aracı kuruluşların çokluğu, finansal yatırım araçlarının çeşitliliği ve piyasayı düzenleyen hukuki altyapının yeterliliği ile denetim mekanizmalarının etkinliği açısından gelişmekte olan piyasalara göre oldukça farklı durumdadır. ABD Japonya ve İngiltere günümüzdeki en gelişmiş finansal piyasalara sahiptir.

Gelişmiş sermaye piyasalarında tasarruflar bireysel yatırımcılardan çok, finansal aracı konumunda olan kurumsal yatırımcılar tarafından yönlendirilir. Sigorta şirketleri, yatırım fonları, emekli sandıkları bu tür aracılardır. Ellerindeki fonları uzun vadelerle kullanırlar ve özellikle menkul kıymet borsalarının aşırı düştüğü veya yükseldiği durumlarda, tersine pozisyon alarak piyasayı istikrarsızlıktan korumayı amaçlarlar.

II- Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi

Türkiye'de sermaye piyasasının kuruluşu, Osmanlı döneminde, 19 yüzyılın ikinci yarısına denk gelir. Sanayi devrimi ve sömürgecilik yoluyla, büyük sermaye birikimlerine sahne olan Avrupa'da, halka açılan şirketlerin çıkarttıkları hisse senetleri ve tahviller, İstanbul'da yaşayan azınlık tüccarlardan da talep gördü. Ülkede kambiyo kontrolunun bulunmamasını ve kapitülasyonların sağladığı ayrıcalıkları kullanan bu insanlar ellerindeki sermayeyi yurt dışına çıkararak, Avrupa borsalarmdan tahvil ve hisse senedi aldılar. Sonradan bu işin kârlı olduğunu gören müslüman kesim, tanzimat hareketinin de etkisiyle konuya ilgi gösterdi. Bu kağıtların içerde el değiştirmeye başlaması ve Galata bankerlerinin önayak olmasıyla, ithal menkul kıymetlere dayanan bir piyasa ortaya çıktı.

Osmanlı Borsası - Kırım Savaşı'nın yolaçtığı bütçe açığını dengelemek için ilk kez 1854'de çıkarılan borçlanma tahvillerinin arkası gelince, bu piyasada iç borç tahvilleri de el değiştirmeye başladı. Osmanlı devleti sınırları içinde faaliyet gösteren, elektrik, gaz ve tramvay idaresi gibi yabancı şirketlerin de tahvil ve hisse senedi çıkarmaları sonucu doğan gereksinimle 1866 yılında İstanbul'da Dersaadet Tahvilat Borsası kuruldu.

Meşrutiyetin ilanına kadar borsaya sadece İstanbul, Selanik ve Beyrut'ta faaliyet gösteren yabancı şirketler kayıtlı iken, Meşrutiyet'ten itibaren madencilik, demiryolu, tramvay işletmeciliği gibi alanlarda çalışan imtiyazlı yerli şirketler de tahvil ve hisse senedi ihraç ettiler.

19. yüzyılın sonlarına doğru işlem hacmi açısından Avrupa'nın sayılı borsaları arasına giren Osmanlı Borsası, çeşitli dolandırıcılık ve hileli borsa oyunları nedeniyle güven kayıplarına uğradı. 1895'de borsanın dört ay boyunca kapalı kalmasına neden olan skandal buna iyi bir örnek oluşturur. Borsa kayıtlarına göre 1895'de İstanbul'dan bir banka müdürü Güney Afrika'ya gider. Bir süre sonra orada altın madeni bulduğunu telgrafla haber veren müdür, bu madeni işletmek için bir şirket kurulmasını tavsiye eder. Şirket kurulur ve hisseleri yüksek fiyattan kapışılır. Sonradan haberin asılsızlığı anlaşıldığında, bu hisseleri alanlar çok büyük zararlara uğrarlar ve borsa bankerlerinin yönetimi zorlayarak moratoryum ilan ettirmesi sonucunda borsa dört ay süreyle kapalı kalır.

1906 yılında borsaya yeni düzenlemeler getirildi ve adı Esham ve Tahvilat Borsası olarak değiştirildi. Ancak uzun yıllar süren savaşlar, azınlıkların ve levantenlerin göçü ve son olarak da İmparatorluğun yıkılması Osmanlı borsasının sonunu getirdi.

Cumhuriyet Dönemi - Cumhuriyet'in ilk yıllarında borsanın tekrar canlandırılmasına çalışıldı ve 1926 yılında İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası kuruldu. 1929'da çıkarılan bir yasayla yeniden düzenlenen ve

"İstanbul Menkul Kıymetler Borsası" (İMKB) adını alan bu borsa, Türk Lirasının konvertibilitesine dayanan ve çoğunlukla Avrupa borsalarına bağlı olarak yabancı menkul kıymetlerin el değiştirdiği bir yapıdaydı.

1936 yılında çıkarılan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ve ardından borsanın kapatılarak Ankara'ya taşınması (sonradan İstanbul'a geri getirildiyse de) İMKB'nin uzun bir süre devre dışı kalmasına ve Türkiye'de zaten çok küçük olan sermaye piyasasının tümüyle yok olmasına neden oldu.

Uzun yıllar sessizliğe gömülen sermaye piyasası 1960'larda yönetimlerce zorunlu tasarruf bonoları ve kısmen zorunlu hürriyet tahvillerinin piyasaya sürülmesiyle yeniden canlandı. Bu araçların zorunlu olması ve faiz oranlarının, çıkarıldıkları dönemdeki cari faiz oranlarının altında kalması, bir ikinci el piyasasının oluşmasına neden oldu. Paraya ihtiyacı olanlar bonoları düşük faizle elden çıkardılar, elindeki parayı değerlendirmek isteyenler ise aracılardan bonoları ancak yüksek piyasa faizleriyle bulabildiler.

1960'larla 1980'lerin başları arasında kalan yıllar, Türkiye'de sermaye piyasasının oldukça ağır da olsa gelişmeye çalıştığı, ancak bazı başarılı halka açılmaların, kötü niyetli uygulamaların dramatik sonuçları ve birçok kişiyi mağdur eden başarısız işçi şirketleri girişimleri tarafından gölgelendiği bir dönem oldu.

Bu döneme damgasını vuran en son olay da 1979-1982 yıllarında yaşanan ve pek çok insan açısından yıkımla sonuçlanan bankerler olayıdır. Bu olay devletin ekonominin genelini ve özellikle para piyasalarını tümüyle kontrol altında tutmaya çalıştığı dönemde ancak, değişen koşullar karşısında yeni politikaları devreye sokmak için çok beceriksiz ve ağır kalması sonucunda ortaya çıktı. Yıllık enflasyonun yüzde 60'lar civarında seyrettiği bir dönemde, devlet tahvili faiz oranları brüt yüzde 28'de tutuldu ve buna paralel olarak Merkez Bankası'nın sıkı denetiminde olan bankalara da yüzde 30'lar

civarında oynayan bir negatif faiz dikte edildi.

Bu arada yasal boşluktan yararlanan bankerler piyasayı bu denli kontrolu altında tutan devletin gözü önünde, bankaların neredeyse üç katı faiz deklare ettiler ve büyük miktarda fon topladılar. Çıkan kriz sonunda bu paranın çok küçük bir kısmı yatırımcısına geri döndü ve kimlerin cebinde kaldığının hesabı da hiç yapılmadı.

Son Gelişmeler - Türkiye'de gerçek bir sermaye piyasasının varlığından ancak 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunundan sonra sözedilebilir. Bu tarihten itibaren çeşitli alanlarda çıkarılan yasa ve yönetmeliklerle piyasanın boşlukları doldurulmaya çalışıldı ve gelişmeler desteklendi. Sermaye piyasası yasası ve diğerlerinin üzerinde ayrıntılı olarak durmak bu incelemenin amaçlarını aşar ancak, piyasaya yön veren önemli düzenlemeler ve bunların yolaçtığı gelişmeler üzerinde kısaca durabiliriz.

2.1.1983'de yürürlüğe giren "Vergi Usul Kanunu ile Değerli Kağıtlar Kanunu'nda değişiklik yapılması hakkındaki kanun" ile yeniden değerleme vergiden muaf tutularak şirketlerce uygulanabilir hale getirildi. Yeniden değerleme bir şirketin aktifinde bulunan bina, makina gibi duran varlıkların, enflasyon nedeniyle düşük kalmış olan defter değerinin tekrar piyasa değerine çıkarılmasıdır. Önceleri bu fark üzeriden vergi alındığından, şirketler bu yolu pek az kullanmaktaydı. Yasadan sonra yeniden değerleme yoluyla bedelsiz sermaye arttırımları, halka açık şirketlerce sık sık kullanıldı ve sonuçta hem özellikle borsanın ilk dönemlerinde ihtiyaç duyulan arz yaratıldı hem de yatırımcıların bedelsiz sermaye arttırımlarına çok ilgi göstermesi sonucu, bu şirketlerin hisse senetleri çok değerlendi.

18 Aralık 1985'de Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren yönetmelik sonucu, 1986 yılı başından itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) çalışmaya başladı.

Ağustos 1989'da Türk Parasının Kıymetini Koruma

Kanunu'nda yapılan değişiklikle yurt dışında yerleşiklerin portföy yatırımlarında bulunmalarına ve sermaye hareketlerine izin verildi ve bunun sonucunda yabancı yatırımcılar İMKB'nin yatırımcı profili içinde önemli yer tutmaya başladılar.

Türkiye'de sermaye piyasası özellikle 1990'lı yıllarda oldukça hızlı ve artan bir ivmeyle gelişti. Halkın ilgisi ve direk katılımı arttı, iş hacmi büyük ölçüde genişledi, aracılar çoğaldı ve yeni yeni yatırım araçları devreye girdi. İleriki bölümlerde son yıllardaki bu gelişmeyi ve yatırım araçlarını daha ayrıntılı inceleyeceğiz.

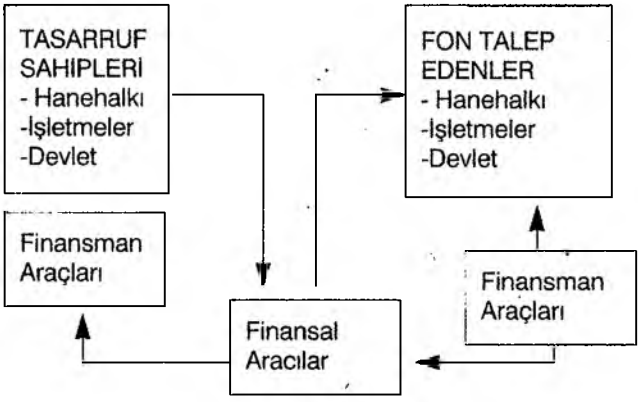
III. Finansal Piyasalarla İlgili Bazı Kavramlar

Bir ekonomide tasarruf eden birimler tarafından yaratılan fonların, tasarruf açığı ya da bir başka deyişle fon gereksinimi olan birimlere aktarılması, finansal piyasalar yoluyla gerçekleşir. Bu açıdan bakıldığında, finansal piyasaları ekonominin kan damarları olarak da görmek mümkündür.

Kusursuz işleyen bir dolaşım sisteminde her hücre ihtiyacı kadar gıda ve oksijene bu sistem yoluyla kavuşur. Ancak ekonominin bütünü içindeki uygulamada, özellikle bizimki gibi yapısal sorunları olan ekonomilerde durum oldukça farklıdır. Devlet bütçe açıkları nedeniyle finansal piyasaları büyük ölçüde denetimi altında tutar ve fon akışındaki dengeleri ciddi derecelerde bozar.

Finansal piyasalarda tasarruf sahipleri ile fon talep edenlerin, vade, risk ve kârlılık konularındaki tercihlerini bağdaştırarak, tasarrufların en etkin biçimde gereksinim duyulan alanlara yönelmesini sağlayan yapıya finansal aracılık, bu yapı içinde yeralan kuruluşlara da finansal aracılar denir.

Ekonomik birimler arasında oluşan genel fon transferleri şeması Şekil 1'den izlenebilir.



Şekil 1 : Ekonomide fon akışı

Devlet tarafından oluşturulan bir yasal çerçeve içinde işleyen bu sistemin kurallara uygun olarak çalışmasını denetlemek de yine devlet tarafından oluşturulan denetim organlarınca yapılır.

Şekil 1'de başlıklar halinde verilen çerçevelerin içini şöyle açabiliriz.

Finansal Aracılar:
- Bankalar
- Aracı kurumlar
- Menkul kıymet yatırım ortaklıkları
- Menkul kıymet yatırım fonları
- Menkul kıymetler borsası
- Sosyal güvenlik kuruluşları
- Sigorta şirketleri
- Kooperatifler
- Yatırım kulüpleri
- Genel finans ortaklıkları
- Risk sermayesi yatırım ortaklıkları
- Derecelendirme (rating) şirketleri
- Takas ve saklama şirketleri

- Portföy yönetim şirketleri
- Yatırım danışmanlığı şirketleri
- İpoteğe dayalı menkul kıymetler merkezi.

Finansman Araçları:

- Para (Nakit)
- Mevduat
- Banka parası
- Kredi
- Sosyal güvenlik fonları
- Kooperatif kaynakları
- Tahviller
- Hisse senetleri
- İpotekli borç senetleri
- Gelir ortaklığı senetleri
- Devlet iç borçlanma senetleri
- Varlığa dayalı menkul kıymetler
- Depo edilen menkul kıymet sertifikaları

Şekil 1'de tasarruf sahipleri arasında görülen devlet, Türkiye'de 1960'ların başından beri kronikleşen bütçe açıkları nedeniyle bu çerçevenin içinde pek yeralamamıştır. Tam tersine fon talep edenler arasında giderek artan büyük bir ağırlığı vardır. Fikir vermesi açısından ülkemiz finansal piyasalarında ihraç edilen toplam menkul kıymetler içinde devlet ve özel sektör payları Tablo 1'den izlenebilir.

Finansal Aracılar - Finansal aracıların birçok ortak yanları olmasına karşın aralarında bazı farklılıklar vardır. Aradaki farkları ortaya çıkaran noktalar bilançolardaki aktif kompozisyonunun yapısı ve toplanan fonların ağırlığıdır. En yaygın finansal aracı türü bankalardır.

Gelişmekte olan ülkelerde ekonominin finansmanında bankacılık sektörünün payı, gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksektir. 1989 verilerine göre ticari bankaların toplam finans sektörü içindeki payı ABD'de yüzde 27, Almanya'da yüzde 40, Japonya'da yüzde 45 civarlarındadır. Bu oran devlet müdahalesinin dozuna ve finansal araçların gelişmişliğine göre değişir.

Tablo 1
Kesimlere Göre İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Milyar TL)

	Kamu Kesimi	%	Özel Kesim	%	Toplam
1989	17017.9	88.1	2298.2	11.9	19316.1
1990	21501.1	84.4	3973.5	15.6	25474.6
1991	47932.6	89.1	5893.7	10.9	53826.3
1992	142448.0	86.6	22018.9	13.4	164.466.9
1993	334597.1	82.6	70695.3	17.4.	405292.4
1994*	277045.2	89.5	32498.7	10.5	309543.9

*Haziran sonu itibariyle

Finansal Araçlar - Finansal aracıların fon toplama işlemi sırasında kullandıkları ve bu işlemi hızlandırmak ve toplanan fonları artırmak amacıyla giderek çeşitlenen araçlara finansal araçlar denir. Bunları klasik anlamda borçlanma niteliğindeki araçlar ile ortaklık niteliğindeki araçlar olarak ikiye ayırmak mümkündür.

Borçlanma niteliğindeki araçlar belli bir vade ve faizle çıkarılır. Faiz ve anapara ödeme yöntemlerine, vadelerine çıkarılış biçimlerine ve çıkaran kuruma göre birbirlerinden ayrılırlar. Tasarruf mevduatı, devlet veya özel sektör tahvili, hazine bonosu, mevduat sertifikası, banka bonosu gibi çeşitleri vardır. Bu araçlar finansal aracı kurumlar, devlet veya özel sektör tarafından çıkarılabilir.

Ortaklık niteliği olan araçlar ise hisse senetleridir. Hisse sahibi olan kimse, senedi ihraç etmiş olan kuruluşa ortaktır. Sahibi olduğu hisse senedinin şirket sermayesindeki ortaklık payı oranında yönetime katılma ve dağıtılan kârdan pay alma hakkı vardır.

Ancak bu ikili tanımlamaya girmeyen ve son yıllarda finansal piyasalarda büyük değişikliklere neden olan yeni tür yatırım araçları hızla gelişmiştir. Genel bir tanımlamayla "türev ürünler" olarak adlandırılabilecek bu araçlar, iş hayatında ortaya çıkan ve fiyat, faiz ve kur

dalgalanmalarından doğan risklerin, ayrı bir ürün gibi alınıp satılabilmesinden doğmuştur. Futures, forward opsiyon ve bunların bol miktardaki kombinasyonundan oluşan bu ürünler Yeni Yatırım Araçları başlıklı bölümde konu edilmektedir.

Finansal Piyasaların Bölümlendirilmesi - Finansal piyasalar klasik olarak para ve sermaye piyasaları olarak iki ana bölüme ayrıştırılır. Finansal araçların vadelerine göre yapılan bu sınıflamaya göre "Para piyasası" vadesi en çok bir yıl olan araçların işlem gördüğü piyasadır. "Sermaye piyasası" ise bir yıldan uzun ve hatta hisse senedi gibi sonsuz vadeli araçların el değiştirdiği piyasadır.

Ancak finansal sistemin globalleşme yolunda olduğu, işlemlerin çok süratlendiği ve araçların çeşitlendiği günümüzün dinamik piyasalarında, bu ayrım pek fazla bir anlam taşımamaktadır.

Çok kullanılan başka bir sınıflama ise birincil ve ikincil piyasalardır. "Birincil piyasa" tahvil, hisse senedi gibi araçların, bizzat ihraç eden kurum veya aracılar kanalıyla ilk alıcılarına satıldığı bir anlamda toptancı piyasalardır. Birincil piyasa ihraçlarının belli süre kısıtlamaları vardır. "İkincil piyasa" ise birincil piyasadan elde edilmiş olan araçların, tekrar tekrar el değiştirdiği piyasalardır. Her tür borsa ikincil piyasadır. Doğal olarak bu iki piyasa, genel finansal sistemin gidişatına göre birbirine bağlı olarak gelişir.

IV. Yatırım ve Risk Kavramı

Çeşitli yatırım araçlarını inceleyeceğimiz ileriki bölümlere geçmeden önce risk konusu üzerinde durmakta yarar görüyoruz.

Risk geleceğe dair belirsizliğin sözkonusu olduğu durumda ortaya çıkar ve "istenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığı" olarak tanımlanabilir. Olasılıkların doğru tahmin edilebilmesi, riski de ölçülebilir hale getirir.

Yaşantımızın hemen her alanında çeşitli risklerle kar-

şılaşabiliriz. Finansal yatırımlardaki riskler iki ana grupta incelenir. Sistematik ve sistematik olmayan riskler.

Sistematik risk bir anlamda genel bir risktir ve tüm ekonomiyi ve dolayısıyla finansal piyasaları etkileyen faktörlerden kaynaklanır. Ülkenin ekonomik ve siyasi yaşamındaki çeşitli değişimler, bölgesel ve hatta küresel gelişmeler finansal piyasaları tümden etkiler.

Sistematik olmayan risk ise yalnızca yatırım yapılan kıymete ait özel risktir. Yatırım çeşitlemesine giderek (portföy oluşturarak) özel riskleri azaltmak mümkündür. Bu iki ana grup altında karşılaşılabilecek risk türlerini çeşitlendirebiliriz.

Enflasyon Riski - Paranın satın alma değerindeki düşüş menkul kıymet yatırımlarının verimliliğini etkiler. Uzun vadeli yatırımlarda bu risk daha önemli hale gelir. Tahvil, bono gibi sabit getirili yatırımlar vadeleri içindeki enflasyon artışlarından olumsuz etkilenirler. Hisse senetleri genelde enflasyon riskine karşı daha az duyarlıdırlar.

Faiz Oranı Riski - Bu risk enflasyon riskiyle doğru orantılıdır. Artan enflasyonla birlikte yükselen faiz oranları, eldeki tahvili değersizleştirebilir. Faiz oranlarının yükselmesi hisse senedi piyasasında olumsuz etki yapar.

Likidite Riski - Eldeki kıymetin istediği anda paraya çevrilememesinden doğabilecek risktir. Hem bono, hem de hisse senedi piyasaları için geçerlidir. İşlem hacmi açısından çok geniş olan ikincil piyasalarda bu tür bir risk sözkonusu değildir. Yeterli derinlikte olmayan piyasalara yatırım yaparken, nakde dönmenin gecikmesinden doğacak sorunlara hazırlıklı olmak gerekir.

Finansal Risk - Yatırım yapılan kıymeti ihraç eden işletmenin borç yükümlülüklerini yerine getirememesi sonucunda, tasfiyeye gitmesi veya iflas etmesi olasılıklarından doğan bir risktir. Bu riskten korunmak için yatırım yapılan şirketin gelişme potansiyeli taşıyan bir sektörde yeralması, satışlardaki istikrarlı artış, rekabet edebilme

gücü ve özellikle borç düzeyi gibi konulara özellikle dikkat etmek gerekir.

İşletme ve Endüstri Riski - Bu risk de yatırım yapılan işletme özelinden kaynaklanır. Ekonomik hayatta meydana gelen çeşitli değişimlerin bazı sektörleri olumsuz etkilemesi, şirket yönetimince yapılan çeşitli hatalar veya alınan yanlış kararlar, uzun süren grevler, kur dalgalanmaları gibi çeşitli etkenler bu riski doğurur.

Yatırım kararı vermeden önce bu tür riskler mümkün olduğu kadar detaylı biçimde saptanmalı ve mutlaka seçici davranılmalıdır. Finansal yatırımlar sırasında karşılaşılan riskler çeşitli istatistiksel yöntemler kullanılarak hesaplanmaya çalışılır. Bireysel yatırımcılar açısından kullanılması oldukça güç olan bu yöntemlerde asıl olarak "beklenen getiri oranı" adı verilen tahmin ve beklevişlere dayanır.

Finansal yatırımlarda karşılaşılan riskleri azaltmanın bir yolu yatırım yelpazesini genişletmek, bir başka deyişle portföy oluşturmaktır. Portföyün yapısı yatırımcının beklediği risk-kârlılık düzeyine göre belirlenmelidir. Yüksek getiri her zaman yüksek riski beraberinde taşır. Burada bir uçta sabit getirili devlet borçlanma araçları, diğer uçta hisse senetleri yeralır. Bu araçların portföy içindeki oranları genel ekonomik koşullara göre değiştirilebilir. Hisse senetleri içinde de farklı risk düzeylerine sahip olanlar vardır.

Portföy kavramı 1970'li yıllarda ortaya çıkan yatırım fonlarıyla birlikte oluşmuştur. O tarihlerden itibaren profesyonel portföy yönetimlerince kullanılmak üzere risk ölçümü, optimal portföy oluşturulması, risk-getiri ilişkisi gibi konularda birçok model geliştirilmiştir. Ayrıca bu kavramların her ülkede aynı biçimde kullanılması da pek yarar sağlamayabilir. Bizce hem kendisinin, hem de yaşadığı ülkenin koşullarını sağlıklı olarak değerlendirebilen her yatırımcı, kendisine uygun olan portföyü çeşitli matematiksel modeller arasında kaybolmadan da oluşturabilir. Ancak bu işi kendi başına yapmak isteme-

yenler için ileriki bölümlerde üzerinde durulan yatırım fonları iyi bir seçim olabilir.

İKİNCİ BÖLÜM
DÖVİZ VE ALTIN

Türkiye'de 1980'lerin ikinci yarısına dek tasarrufların, herhangibir işkoluna yatırım yapmanın dışında değerlendirilmesi sözkonusu olduğunda insanların aklına gayrimenkul, banka faizi, altın ve gözünü karartırsa da dövizden başka birşey gelmezdi. Zaten bunların dışında bir yatırım seçeneği de yoktu. Enflasyonun zaman zaman 30-40 puan altında kalan faizlerle paralar bankaya yatırılır ya da "karaborsa" olarak adlandırılan piyasadan büyük kur makaslarını göze alıp, yastık altına döviz atılırdı.

Bu genel yatırım tercihleri ve alışkanlıkları tablosunda yeni yatırım araçları açısından sıralamayı alt-üst edecek büyük değişikler olduğunu söylemek zor. Türkiye'nin hâlâ yastık altında saklanan büyük bir altın rezervi var. Döviz bulundurmanın serbestleştirilmesinden sonra döviz tevdiat hesaplarında önemli artışlar görüldü ve zaman zaman bu hesapların TL karşılığının bankalardaki toplam tasarruf mevduatını aştığı oldu. Gayrimenkul hâlâ en iyi getiriyi sağlayan uzun vadeli yatırım aracı olarak kabul görüyor.

Ancak bunların dışında finansal piyasaların bünyesine birçok yeni yatırım aracı katıldı ve bunlar kendi içlerinde önemli büyümeler kaydetti. Bu alanlara yatırım yapanlara aracı olmak ve danışmanlık hizmeti vermek konularında yeni meslekler ortaya çıktı. Bilgisayar hem haber akımında, hem de veri depolama ve değerlendirmesi konusunda olmazsa olmaz derecesinde kullanılmaya başlandı. Gazetelerin ekonomi sayfalarının kapsamı değişti ve her gazetede borsadan yatırım fonlarına günlük piyasa bilgilerini veren en az beş-altı çerçeve yeralmaya

başladı. Seçeneklerin artmasıyla birlikte bilgiye olan gereksinim de arttı, çünkü bilgisizce yapılan yatırımların büyük zararlara yolaçtığı görüldü.

İncelemede bundan sonra herkesçe bilinen en klasik araçlardan başlayıp, konunun uzmanı olmayan yatırımcıların yararlanabileceği ayrıntıları vererek, yatırım araçlarını sırayla gözden geçireceğiz.

I. Döviz

Türkiye'de yüksek enflasyonun kronik hale geldiği son 15-20 yıllık dönemde yabancı paralar, özellikle de Amerikan Doları ve Alman Markı, tasarruflar için her zaman güvenli bir liman olarak kabul edildi. Özellikle kambiyo sisteminin serbestleştirildiği 1989 yılıdan sonra yurtiçinde döviz kullanımı çok yaygınlaştı ve alım-satımlar, kira sözleşmeleri, fiyat listeleri döviz üzerinden yapılmaya başlandı. Dövizin kısa vadede ne kadar artacağı, yıl sonunu hangi rakamla kapatacağı gibi konular, politikacıdan, üst düzey bürokrattan, en sade vatandaşa kadar, değişik saiklerle de olsa herkesin yakın ilgi alanına girdi.

Türkiye sabit döviz kuru politikasını terketmiş, ancak gelişmiş sermaye ve döviz piyasaları olan ülkelerde uygulandığı kadar da esnek kur politikası uygulamayan bir ülkedir. Türkiye'de IMF sistemi içinde "petrol üretmeyen gelişmekte olan ülkeler" statüsüne uygun olarak, "gözetimli dalgalanma" olarak adlandırılan bir kur politikası yürütülmektedir. Gözetimin ve müdahalenin zamanlaması ve dozu Merkez Bankası'nca hükümetlerin ekonomi politikalarına paralel olarak, piyasanın içinde bulunduğu şartlara göre ayarlanmaktadır.

Kur Artışıyla İlgili İlkeler - Esnek kur sisteminde, bir ülkenin parasının değer paralar karşısındaki değeri ve döviz dengesi konusunda Chicago Üniversitesi'nden Michael Mussa tarafından saptanmış olan genel ilkeler halen geçerliliğini korumaktadır. Döviz kurlarının hare-

ketlerini incelemek ve tahminler oluşturabilmek açısından ilginç olduğu için olduğu gibi alıyoruz. Bu ilkelerin asıl olarak gelişmiş ülkelerde uygulanmakta olan yüksek esneklikteki kur sistemleri için saptandığını da hatırda tutalım.

1) Döviz kurundaki günlük ya da aylık bazda meydana gelen değişiklikler öngörülemez.

2) Döviz kurlarındaki aylık değişmelerin yüzde 90'dan fazlası öngörülememekte ancak yüzde 10'dan azı öngörülebilmektedir.

3) Spot döviz kurundaki cari değişmeler ani sıçrama gösterebilir.

4) Yüksek enflasyon yaşayan ülkelerin paraları değer kaybeder. Uzun dönemde iki ülkenin arasındaki döviz kuru değerindeki düşüş, ülkelerin enflasyon oranları arasındaki farka eşittir.

5) Daha uzun dönemde yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarına göre yüksekliği yabancı paranın beklenen değerlenme oranına eşittir. Ancak günlük bazda ilişki belirsizdir.

6) Döviz kurundaki aylık değişmelerle, aylık ticaret dengesi arasındaki ilişki zayıftır. Öte yandan uzun dönemde sürekli ticaret dengesi açığı olan ülkelerin parası değer kaybetme eğilimindedir. Buna karşılık uzun dönemde ticaret dengesi sürekli fazla veren ülkelerin parası değerlenir.

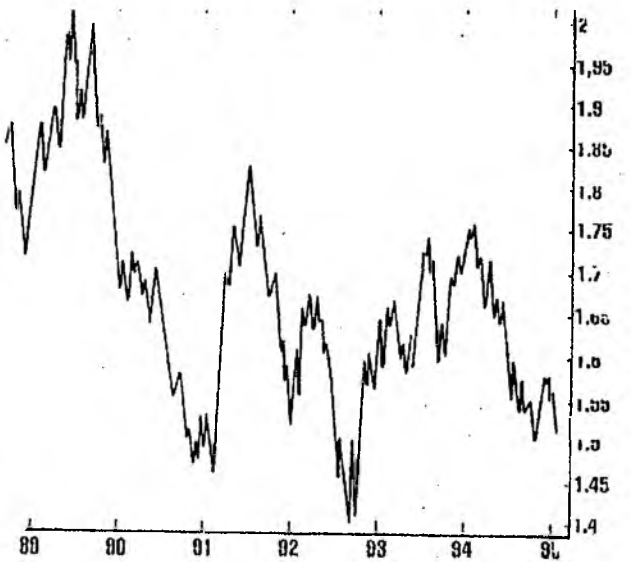
7) Para arzı hızla artan ülkelerin paraları, para arzı yavaş artan ülkelerinkine göre değer kaybeder. Para talebi hızla artan ülkelerin paraları ise, para talebi yavaş artan ülkelerinkine göre değer kazanır.

Buradan da görülebileceği gibi kapalı ekonomik sistemi olmayan bir ülkede yönetim piyasa müdahaleleri ile yapay olarak oluşturduğu bir döviz dengesini uzun vadeye taşıyamaz. Günümüzde bu vadenin uzatılması ülkeye giren uluslararası sermaye hareketleriyle (sıcak para) mümkün olmakta. Ancak Türkiye ve Meksika örneklerinde görüldüğü gibi eğer yapısal değişiklikler olmazsa

bu süreç hem aynı kaçınılmaz sona ulaşıyor, hem de ekonomideki yıkıcı etkisi uzunluğuyla doğru orantılı olarak büyüyor.

Bu noktadan hareketle döviz yatırımcısının ülkedeki cari kur ile reel kur arasındaki farka karşı hassas olması ve ödemeler dengesi açıklarını iyi takip etmesi gerekiyor. Döviz kuru-enflasyon farkını iyi izleyenler 1994 yılının yaz ayları yerine son iki aylık dönemde dövize yatırım yaparak spekülasyonun da etkisiyle iyi getiri elde ettiler.

Mussa' nın ilkeleri hangi döviz türüne yatırım yapılacağı konusunda da yönlendirici olabilir. Bunların yanısıra büyüme oranı, kamu açıkları gibi veriler de paranın gelecekteki değerini tahmin ederken gözönüne alınabilir. Ancak bütün bu verilere ulaşmanın ve bulunsa bile

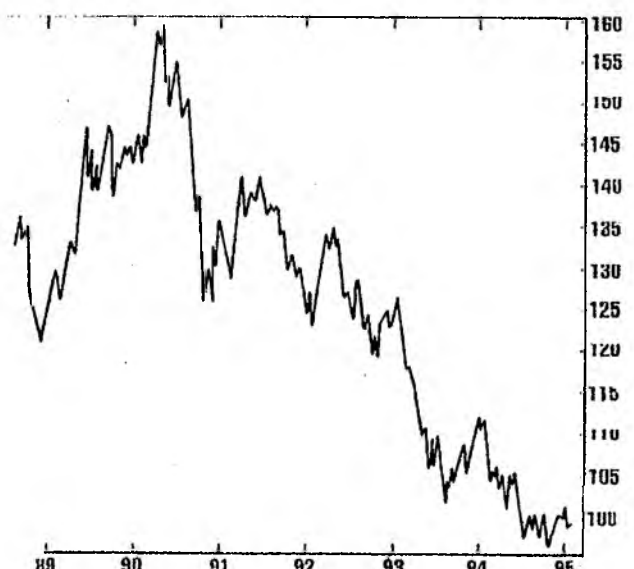


Grafik 1
ABD dolarının, Alman markı karşısındaki değeri

uzun vadeli olarak değerlendirmenin pek de kolay olmadığı açıktır.

Burada konunun uzmanı bir yatırım danışmanına başvurmak daha sağlıklı olabilir. 1 ve 2 nolu grafiklerde ABD dolarının Alman markı ve Japon yeni karşısında, zaman içindeki değişimi izlenebilir. Görüldüğü gibi dolar, mark karşısında belirli bir bant içinde dalgalanmış, yen karşısında ise 1990'dan itibaren sürekli değer kaybetmiştir.

Dövize yatırım yaparken dikkat edilmesi gereken bir başka konu da, bölgesel gerginlik, ülkeler arası siyasi kriz veya savaş tehlikesi gibi durumlarda, doların diğer dövizlerden daha hızlı değer kazandığıdır.



Grafik 2
ABD dolarının, Japon yeni karşısındaki değeri

Türkiye'de Kurların Dalgalanması - Yukarda değinme-

ye çalıştığımız genel yaklaşımların dışında bir de, Türkiye'deki finansal piyasaların kısa vadeli dinamiklerinin, döviz kurları üzerinde yarattığı çeşitli etkiler üzerinde durulabilir.

Son 10-15 yıldaki kur artışlarının yıl içindeki dalgalanmalarına bakıldığında, kriz dönemlerindeki istisnalar haricinde, yılın ilk ve son çeyreklerinde, yükselişlerin daha hızlı olduğu göze çarpıyor. Dış borç anapara veya faiz ödemelerinin her çeyreğin sonunda yapılıyor olması bu dönemlerde dövize olan talebi artırmakta, ancak yaz aylarında dışarıda çalışan işçilerin getirdikleri dövizler ve turizm gelirleri nedeniyle artan döviz arzı bu talebi karşılamaktadır.

Devlet yıllar içinde giderek artan ve büyük miktarlara ulaşmış olan kamu açıklarını finanse edebilmek için sürekli borçlanmakta ve gerek Hazine'nin çıkarttığı tahvil ve bonolar, gerekse Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleriyle piyasadan önemli miktarlarda fon toplamaktadır. Bu borçların geri ödeme günlerinde piyasada dolaşan para miktarı ani artışlar gösterir. Bu para hazine tarafından tekrar borçlanma yoluna gidilerek piyasadan çekilmezse kurlarda spekülatif yükselişlerin gerçekleşmesine yol açan altyapı hazır demektir.

Hazine'nin borçlanamamasının nedenlerinden biri faizleri piyasa beklentilerinin altında tutmaya çalışması, ikincisi ise geleceğe dönük belirsizliğin arttığı koşullarda devlete borç verenlerin (asıl olarak bankalar) kısa vadeli pozisyonlarda kalmayı tercih etmeleridir.

1994 Ocak ayında başlayan finansal krizin kontrol altına alınamamasının önemli nedenlerinden biri 1993 yılının son çeyreğinde hazinenin politik kararlar sonucu bono ihalelerinde faizleri sürekli aşağıya çekmeye uğranması ve istediği faizle borç bulamayınca ihaleleri ard arda iptal etmesi sonucunda dolaşımdaki paranın önemli miktarda artmış olmasıdır. Bir diğer neden ise, uluslararası risk sınıflandırma şirketlerinin Türkiye'nin kredi notunu düşürmeleri üzerine, uluslararası sermayenin ül-

keyi terkedeceğini düşünen (haklı bir düşünce) piyasanın TL'sı satıp döviz talep etmesidir. Sonuçta aniden oluşan belirsizlik ortamında devlet ancak günlük vadelerle para toplayabilmiştir.

Hazine bonolarıyla ilgili bölümde yeralan grafik 1991 yılından itibaren bonoların reel getirilerini göstermektedir. Burada gözönüne alınması gereken bir başka nokta da grafiğin başlangıcı olan 1991'den 1994 Ocak ayına kadar geçen dönemde TL'nin yabancı paralar karşısında sürekli yüksek değerli tutulmuş olmasıdır. Bu grafiğe "krize davet" adını vermek uygun olabilir.

Dövize Yatırımda Dikkat Edilmesi Gereken Konular - Sonuç olarak kısa vadeler döviz yatırımı yaparken dikkat edilmesi gereken başlıca konuları şöyle sıralanabilir.

- Hazine bonosu, devlet tahvili, gelir ortaklığı senetleri gibi kamu borçlanma araçlarının ihale ve geri ödeme takvimi.
- Hazine bonosu faizlerinin enflasyonla ilişkisi ve kamunun borçlanabilme yeteneği. İhalelerde satılan bono miktarları.
- Ekonomi yönetiminin faiz-develüasyon politikasında meydana gelen değişiklikler.
- Enflasyonun kısa süredeki hızlı artışına döviz kurlarının tepkisi.
- Merkez Bankası'nın döviz rezervindeki olumlu veya olumsuz yöndeki değişiklikler.
- Ekonominin istikrar düzeyi kamunun 6 ay ve 1 yıl gibi vadelerle rahatlıkla borçlanabilmesi istikrarın önemli göstergelerinden biridir.

Döviz Alım Satımı - Bankalar döviz sattıklarında, satış değeri üzerinden binde 1 oranında Kambiyo Vergisi öderler. Hükümetlerce çıkarılan genel disponibilite tebliğlerine uygun olarak da, açtıkları döviz tevdiat hesaplarının yönetmeliklerce belirlenen asgari bir oranını zorunlu olarak Merkez Bankası'na devrederler. Piyasa kontrolünü sağlamak amacıyla bu oran ekonomi yönetimi tarafından değiştirilebilir. Bu devir, Merkez Banka-

sı'nca günlük olarak "devir kuru" adı altında açıklanan kurlar üzerinden yapılır. Burada açıklanan alış fiyatları piyasanın altındadır.

Döviz alım satımına bankalar kendi işletme giderlerini de yansıttıklarından komisyon marjları geniştir ve dövizi serbest piyasadan daha ucuza alıp, daha pahalıya satarlar. Yatırımcı açısından güvendikleri ya da işlem hacmi yüksek olan döviz büfelerinden alış-veriş yapmak daha sağlıklı görünmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken konu, serbest piyasada döviz alış-satış fiyatları arasındaki farkların yükseldiği zaman, spekülatif hareketlerin de çok arttığı ve alınan dövizden zarar etme ihtimalinin yani riskin arttığıdır. 1994 Nisanında 38.000 liradan dolar alanlar, kurun aynı düzeye gelmesi için yaklaşık yedi ay beklediler ve önemli değer kayıplarına uğramış oldular.

Döviz Tevdiat Hesapları - Döviz eğer uzun vadeli yatırım amacıyla alınmışsa elde tutulan paranın enflasyonundan etkilenmemek için, bir döviz tevdiat hesabında tutulmalıdır. Aksi halde döviz kuru ile enflasyon oranı tam eşit olduğu durumda bile reel olarak zarar edilmiş olunacaktır.

1989 yılında yapılan bir dizi yasal değişiklik sonucunda Türkiye'de döviz işlemleri tamamen serbestleştirildi ve Türkiye'de bulunan tüm kişilerin, döviz tutabilmeleri ve bankalar ile yetkili aracılardan döviz alabilmelerine olanak tanındı. Bu tarihten sonra mevduat bankalarında açılan döviz hesaplarında büyük artışlar görüldü.

Aşağıda yıl sonları itibariyle bu hesapların miktarları verilmiştir.

Türkiye'de döviz tevdiat hesaplarında geçerli olan brüt dönem faizine uygulanan kesinti oranı yüzde 10.7'dir. Brüt faiz gelirinin önce yüzde 10'u gelir vergisi stopajı olarak kesilir, daha sonra bu kesilen miktar üzerinden yüzde 7 Savunma Sanayi Fonu'na aktarma yapılır.

Dövizin Getiri Hesapları - Brüt yıllık faizin netini bul-

Yıl	Döviz Tevdiat Hesabı (Milyar TL)
1989	13438.8
1990	21118.4
1991	50061.5
1992	104839.4
1993	191674.4

mak için sözkonusu rakamı 0.893 ile çarpmak gerekecektir. Örneğin yıllık yüzde 8 brüt faiz üzerinden bankaya bir yıl vadeli 1000 Alman Markı yatırılmışsa, bunun dönem sonu net faizi:

0.08 x 0.893= 0.0714 ya da yüzde 7.14 olacaktır.

Bu oranı 1000 marka uygularsak:

1000 x 0.0714 = 71.4 mark bulunur. Dönem sonunda yatırımcının 1071.4 markı olacaktır.

Aynı formül daha kısa vadeli hesaplara uygulanırsa, önce yıllık üzerinden açıklanan faiz oranını ilgili döneme uyarlamak gerekir. Örneğin aynı 1000 mark bu kez yüzde 6 brüt faiz üzerinden üç aylık vadeyle yatırılırsa;

Önce üç aylık faizi hesaplamak için yıllık yüzde 6 dörde bölünür ve yüzde 1.5 bulunur.

Sonra yine yukarıdaki gibi net faizi hesaplanır.

0.015 x 0.893 = 0.0134 ya da yüzde 1.34 olacaktır.

Bu oran 1000 marka uygulandığında 1000 x 0.0134 = 13.4 mark bulunur.

Bu durumda da üç aylık dönem sonunda yatırımcının 1013.4 markı olacaktır.

Vadeli olarak yatırılan bir dövizin, dönem sonunda enflasyona karşı ne durumda olduğu hesaplanmak istenirse şöyle bir yöntem izlenebilir.

Örneğin 12 ay önce 25.000 TL'den 2000 Amerikan doları alıp 50.000.000 TL ödendi ve yıllık net yüzde 5 faizle bankaya yatırıldı.

Dönem sonunda elde; 2000 x 0.05 = 100 dolar faiziyle birlikte 2100 dolar olacaktır. Piyasada o günkü dolar alış fiyatının 40.000 TL olduğunu farzedersek:

40000 x 2100 = 84000 TL var demektir. Aradaki farkı hesaplarsak.

84.000.000 - 50.000.000 = 34.000.000

34.000.000 : 50.000.000 = 0.68 bulunur.

Yani dolarını TL getirisi yüzde 68 olmuştur. Eğer o ay içinde ilan edilen son 12 aylık enflasyon rakamı yüzde 68'in altındaysa reel, üstündeyse negatif bir getiri elde edilmiş olur.

II. Altın

Çağlar boyunca zenginlik ve güç simgesi olan altın aynı zamanda en eski yatırım aracıdır. Dünyanın hemen heryerinde kolay bulunabilir ve istenildiği an rahatlıkla elden çıkarılabilir olması altının önemli avantajlarıdır.

Türk halkının tasarruf alışkanlıkları arasında da altının oldukça önemli bir yeri vardır. Tasarrufları enflasyon karşısında erimekten koruyacak değişik yatırım araçlarının bulunmadığı dönemlerde altın gayet rasyonel bir çözümdür. Türkiye'de altın bu özelliklerinin yanısıra, bir de gelecek güvencesi unsuru olarak kabul edilir.

Türkiye'de Altın Piyasası - Türkiye'de, çoğu bilezik gibi takılarla Cumhuriyet ve Reşat gibi liralardan oluşan 3500-4000 ton civarında altın tasarrufu olduğu tahmin edilmektedir ki, bu miktarın parasal karşılığı yaklaşık 60 milyar ABD doları düzeyindedir.

Yastık altında saklanan bu denli yüksek miktardaki tasarrufa ve buna bağlı olarak geniş bir iç ticaret hacmine karşın, Türkiye'de altın ticareti uzun yıllar geniş yasal kısıtlamalar altında tutuldu. Yüksek iç talep nedeniyle net bir altın ithalatçısı olan Türkiye'de sektörün gereksinimi, uzun yıllar yasadışı yollarla İran, Suriye ve Bulgaristan üzerinden yurda sokulan altınla karşılandı.

Cumhuriyet döneminde, 1960'ların başına kadar devlet politikasının temel hedefi Merkez Bankası'nın altın stokunu artırmak olmuş ve altın ticareti yönetimlerin il-

gi alanı dışında kalmıştır.

1960-1980 döneminde altın ticaretini sınırlamak hedeflendi ve altın kaçakçılığının önlenmesi amacıyla 1962 yılındaki bir bakanlar kurulu kararı ile Maliye Bakanlığı'na gerekli gördüğünde altın ticaretini yasaklayabilecek yetkiler verildi. Buna rağmen Türkiye'de altın kaçakçılığının örgütlenip neredeyse kurumsallaşması bu döneme rastlar.

Kaçak olarak yurda sokulan altın miktarının, yılda 80 ton civarında tahmin edildiği bu dönemde, döviz kurları sabit tutulduğundan, altın bir tür kur belirleme ve ödeme aracı haline geldi.

Tahtakale piyasası bu dönemde yükseldi ve uluslararası altın ve döviz fiyatlarının yansıdığı bu piyasada, önceden altın ticaretiyle uğraşanlar, yasadışı döviz ticaretine de başladılar.

1970'lerin sonuna doğru dövizin giderek daha zor bulunduğu ve Merkez Bankası'nın en azından üretimin sürdürebilmesi için gerekli olan hammadde ithalatını karşılayacak döviz transferlerini yapamadığı dönemde bu kaynak, Tahtakale piyasasından döviz ve çoğu zaman da altın olarak karşılandı. Bu nedenle sözkonusu dönemde, önemli miktarda altının da ithalat ödemesi olarak yurtdışına çıktığı tahmin ediliyor. Sonuç olarak yaklaşık 20 yıl içinde geniş bir yasak perdesinin arkasında, hem ithalat hem ihracat fonksiyonlarını yürüten oldukça aktif bir yasadışı altın piyasası ortaya çıktı.

Piyasanın yasadışı yöntemlerle çalışması nedeniyle altının maliyeti ve dolayısıyla yurt- içi fiyatı yüksek, alım-satım marjları açıktı. Ayrıca toptan piyasada altının döviz karşılığı işlem görmesi de döviz kurları üzerinde baskı yaratıyordu.

1980 sonrasında döviz kurlarının ve ticaretinin kademeli olarak serbestleştirilmesine paralel biçimde, altın ticareti de serbestleştirildi ve Türkiye'de altın piyasasının çehresi büyük değişikliklere uğradı.

Önce 1984 yılında Merkez Bankası'nın ithal edip yur-

tiçinde talep edenlere TL karşılığında satış yaptığı "Türk Lirası Karşılığı Altın Piyasası" kuruldu. Bu piyasa taşıdığı çeşitli yapısal hatalar nedeniyle başarılı olamamış ve Merkez Bankası'nca bırakılan boşluk altın tüccarları tarafından doldurularak yine büyük kazançlar elde edilmiştir.

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 sayılı kararın değiştirilmesinin ardından 1989'da "Döviz Karşılığı Altın Piyasası" kuruldu. Bu piyasa, Merkez Bankası'nın uluslararası piyasalardan standartlara uygun çubuk ve külçeleri konsinye alım yoluyla ithal edip, piyasada işlem yapmasına izin verilen aracı kurumlara döviz karşılığı satması yoluyla işlemektedir. Merkez Bankası'nın Ankara ve İstanbul'daki kambiyo şubelerinden fiziki teslim yapılmaktadır. Bu piyasadan alım yapan aracı kurumların altını halka TL üzerinden satma zorunluluğu getirilmiştir. Piyasanın üyeleri bankalar, özel finans kurumları ve gerekli izinleri alabilen "yetkili müesseseler"dir.

Altın piyasasını liberalleştirme çalışmalarının sonucunda oldukça olumlu gelişmeler görüldü. Altın ithalat ve ihracatı hızla gelişti ve Türkiye 1993 yılında, yarısına yakın bölümünü ihraç etitği 163 ton altın ithal etti. Altın ürünleri imalatında 1991'de Türkiye dünyanın yedinci ülkesi durumundaydı.

Altın Fiyatları - Liberalleşme sürecinin altın yatırımcısı nezdinde sağlandığı en önemli gelişme ise, altının uluslararası piyasalar ile Türkiye'deki fiyatları arasındaki farkın azalması ve iç piyasadaki alım satım marjının daralmasıdır. 1985 öncesi Zürih piyasası ile İstanbul arasında bir ons altın başına 7.65 dolar olan fiyat farkı, 1990 sonrasında 1.28 dolara düşmüştür. Aşağıdaki tabloda yıllar itibariyle Zürih ile İstanbul piyasaları arasındaki ons başına fiyat farkları ile, Türkiye içi piyasada altının alış satış fiyatları arasında farkların yüzde olarak ifadesi verilmiştir. Zürih makası, Zürih ile İstanbul altın fiyatları arasındaki farkın yüzde olarak ifadesidir.

Tablo 2
Altın Fiyat Makası Oranları

Yıl	Zürih Makası %	Yurtiçi Makası %
1985	1.83	0.29
1986	2.16	0.23
1987	1.47	0.35
1988	0.30	0.29
1989	0.23	0.21
1990	0.27	0.18
1991	0.68	0.18
1992	0.31	0.18

Kaynak : World Gold Council

Kuruluş çalışmaları son aşamaya gelmişken finansal kriz nedeniyle planlandığı gibi 1994 yılında faaliyete geçirilemeyen İstanbul Altın Borsası çalışmaya başladığında, altına yatırım yapmak isteyen tasarrufçular güvenilir bir standart garantisine kavuşmuş olacaklar ve fiyatın daha sağlıklı belirlendiği bir piyasada, daha düşük marjlarla alım satım yapabilecekler.

Bu borsanın çalışmasına paralel olarak yastık altında saklanan büyük miktardaki tasarrufun bir bölümünü ekonomiye kazandıracak olan altın mevduat hesabı, altına endeksli mevduat hesabı, vadeli ve türev piyasalar gibi yatırım enstümanların devreye sokulması, ekonomi yönetimince planlanmaktadır.

Dünyada altın fiyatlarının oluşması birçok etkene bağlıdır. Türkiye'deki fiyatlar dünya piyasalarıyla paralel olarak yürür. İç piyasada oluşabilecek ani talep değişiklikleri sonucunda, dünya altın piyasalarıyla aradaki fark geçici olarak açılsa bile, ithalat ve arbitraj olanakları nedeniyle marj tekrar eski seviyesine iner.

Türkiye'de altın fiyatları Amerikan doları bazında dünya fiyatlarını izler. Ancak TL'nin dolar karşısında sürekli değer kaybetmesi altının iç piyasada dolara paralel

bir seyir izlemesine neden olur. Dolayısıyla getirisi bir yerde Türkiye'deki develüasyon politikalarına bağlıdır.

Dünyada altın fiyatları üretim dalgalanmalarına, büyük miktarda altın stoku olan ülkelerin pozisyonlarına ve doların satınalma gücünün seyrine bağlıdır. Yıllık yaklaşık 1200 ton olan toplam dünya üretiminin yaklaşık 700 tonu Güney Afrika Cumhuriyeti, tahminen 300 tonu ise eski SSBC tarafından üretiliyor. Bu ülkelerin çeşitli iç sorunları nedeniyle altın ihracatlarını artırmaları altın fiyatlarını düşürür. Örneğin son yıllarda Rusya' nın giderek artan miktarlarda altın satması, fiyatları olumsuz etkilemiştir. Buna karşın büyük miktarlarda altın alan petrol üreticisi arap ülkelerinin alıma geçmesi, fiyatların dengelenmesine neden olur. Bölgesel huzursuzluk ve savaşlar da altın fiyatlarını yükseltir.

3 nolu grafikten izlenebileceği gibi 1989 yılı başında dünya borsalarında 420 dolar civarında işlem gören 1 ons altın 1990 yılını 375 dolardan kapatmış ve 1993 başlarında 330 dolara dek gerilemiştir. Aralardaki dalgalanmaları bir yana bırakıp dönemsel bir karşılaştırma yapılırsa altın, 1990-1994 arasındaki dört yıl içinde sadece sekiz dolar veya yüzde 2 oranında artmıştır.

Aynı süre içinde Türkiye'de 24 ayar külçe altının 1 gr fiyatı 35.563 TL'den 470.250 TL'ye çıktı. Bu artış ise doların 1990 Aralık sonu ile 1994 Aralık sonundaki fiyatları arasındaki farka eşittir. Bir başka deyişle bu dönemde altın ile doların TL cinsinden getirisi tamamen aynı olmuştur.

Tüm fiyat hareketleri gibi gelecekteki altın fiyatlarını da önceden kesin olarak bilmek mümkün değildir. Ancak genel olarak incelendiğinde, yaz ayları boyunca ve sonbahar başında artan talep nedeniyle fiyatların biraz daha hareketli olduğu görülür. Bu talep, yazın artan evlenme ve sünnetlerden, kırsal kesimin elde ettiği hasat paralarından ve altın ticaretinin önemli bir kaynağı olan dış turizm hareketlerinden kaynaklanır. Eğer yatırım amacıyla altın alınacaksa kış ayları, satılacaksa sonbahar

aylarının tercih edilmesi daha uygun olur.

Külçe altının alım satımı arasındaki fark diğer türlere göre daha düşüktür. Bunu Cumhuriyet ve Reşat altınları izler. Alt liralara kulp takıldığında, değerlerinde küçük bir miktar düşme olur. Yatırım açısından en uygun altın türü Cumhuriyet'tir. Büyük miktarlar içinse külçe altın daha uygundur. Külçe altın Döviz Karşılığı Altın Piyasasında işlem yapmaya yetkili aracılardan sağlanabilir.

Grafik 3
1 ons altının ABD Doları cinsinden uluslararası piyasalardaki haftalık kapanış fiyatları

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
TASARRUF MEVDUATI, REPO VE VDMK

Bu bölümde, finansal piyasalarda halen en etkili aracılar olan mevduat bankalarınca kullanılan finansal araçların üzerinde duracağız. Banka mevduatları genel olarak herkesin kullandığı ve kendine gerekli olduğu kadar bilgi sahibi olduğu, pratikte yararı olmayan bilgilerin de pek kimsenin ilgisini çekmediği bir konu. Bu noktayı gözönüne alarak konuyu fazla uzatmadık ve sadece birkaç önemli noktanın üzerinde durduk.

Gerçekte bir tür menkul kıymet olan ancak asıl olarak bankalarca kullanıldığı için bir tür banka mevduatı gibi algılanan varlığa dayalı menkul kıymetleri (VDMK) de bu bölümde inceleyeceğiz.

I. Banka Mevduatı

Banka tasarruf mevduatı finansal piyasada en çok kullanılan yatırım aracıdır. Dönem sonu faiz getirisi önceden belirlenmiş olduğundan getiri, riski yok denecek kadar azdır. Ancak mevduatın içerdiği farklı tür riskler vardır. Bunların üzerinde ilerde duracağız.

Türkiye'de devlet para piyasalarını kontrol altında tutarak ve tefeciliği önlemek amacıyla 1980 yılına dek faiz oranlarını denetim altında tutmuş ve sınırlamalar getirmiştir. 19. yüzyılın ortalarında çıkarılan Murabaha Nizamnamesi'ne (tefecilik yasası) göre her türlü adi ve ticari borca uygulanacak en yüksek faiz oranı yüzde 9'la sınırlandırıldı. Vade ne kadar uzun olursa olsun, faiz anaparayı geçemeyecekti ve birleşik faiz uygulaması yasaktı.

Cumhuriyet dönemi boyunca da kredi ve mevduat faiz oranları çıkarılan çeşitli yasalarla, günün genel koşullarına göre sınırlandırıldı. 1961'de faiz oranlarını saptamak

için yasa çıkartmaktan vazgeçildi ve faizleri değiştirmek için Bakanlar Kurulu'na öneriler hazırlamak üzere Banka Kredilerini Tanzim Komitesi kuruldu.

Ancak bütün bu dönem boyunca Türkiye'de sanayiye ucuz kredi sağlamak amacıyla düşük faiz politikası izlendi ve mevduata sürekli negatif faiz verildi. Enflasyonun düşük seyrettiği 1970'li yıllara kadar ki dönemde bu uygulama tasarrufçulardan belirgin bir tepki görmedi. Ancak 1971-1979 döneminde faizlerin enflasyondaki yüksek oranlı artışlara uydurulmaması sonucu, para bankacılık sisteminin dışına kaçtı ve bu süreç banker faciasıyla sonuçlandı.

Çıkarılan kararname ile 1 Temmuz 1980'den itibaren Türkiye'de serbest faiz uygulamasına geçildi ya da güdümlü faiz uygulaması terkedildi. Bu politika değişiklikleri sonucu sisteme giren parada önemli reel artışlar kaydedilmiştir. Ancak gerek politika belirleyicilerin müdahaleleri, gerekse büyük bankaların aralarında yaptıkları centilmenlik anlaşmaları nedeniyle, Türkiye'de serbest faiz uygulaması olduğunu söylemek biraz güçtür.

Mevduatın Riskleri - Banka mevduatının taşıdığı iki tür riskten sözedilebilir. Bunlar kalite ve enflasyon riskleridir.

Kalite riski, paranın yatırıldığı bankanın bir işletme olarak taşıdığı riskle doğru orantılıdır. Mevduata yüksek faiz vermek genelde bir bankanın daha riskli çalışmasına neden olur. 1994 krizi patlak verdikten sonra bahar aylarında ard arda üç bankanın faaliyetlerinin durdurulmasından sonra, banka mevduatının güvence sınırı 50 milyon TL'den 150 milyon TL'ye çıkarıldı ve ardından mevduat kaçışını engellemek amacıyla hesaplar tümüyle devlet güvencesine alındı. Kriz ortamı ortadan kalktığında bu uygulama da yürürlükten kaldırılacak ve tekrar kısmi güvence sistemine dönülecektir. Dolayısıyla bankaya para yatırırken, getiri oranıyla birlikte riskin de yükseldiğini hesaba katmak gerekir.

Enflasyon riski ise, dönem sonunda sağlanan getiriye rağmen, anaparanın enflasyon karşısında reel olarak azalması ihtimalinden doğan risktir. Türkiye gibi yüksek enflasyonlu ve istikrarsız ekonomilerde bu riskin daha

yüksek olduğu açıktır. Enflasyonun sonucu olarak ortaya çıkan bir başka risk te "faiz haddi riski"dir ve vade süresindeyken faiz oranlarının yükselme olasılığından doğar.

Vadeli mevduatların kullanımında bu risklere karşı bir ölçüde korunmanın yolu kısa vadeli mevduat türlerini tercih etmekten geçer. Özellikle enflasyonda yükseliş beklentisi olan dönemlerde daha kısa vadeleri kullanmak gerekir.

Ancak faizlerin yüksek olduğu bir dönemde enflasyonun düşeceği düşünülüyorsa, o zaman uzun vadeleri kullanmak daha yüksek getiri sağlayacaktır. Böyle bir noktada önemli sayılabilecek oranlarda reel getiri sağlamak olasıdır. Türkiye'deki enflasyonun yıl içindeki dalgalanmalarına bakarak kısa vadelerde reel getiri sağlamak mümkün olabilir. Örneğin yaz aylarında enflasyonun genel olarak düşük seyrettiği gözönüne alınıp, Haziran ayı başında 3 ay vadeli mevduat kullanılabilir. Ancak bu tür hesapların hiçbir zaman "kesin" sonuçlar vermediğini unutmamak gerekir.

Bu konuda bilinmesinde yarar olan bir konu da "valör"dür. Valör mevduat faizinin işlemeye başladığı günü belirleyen bir terimdir. Faiz valör üzerinden hesaplanır ve paranın bankada kaldığı net gün baz alınır.

Para bankaya cuma günü yatırılmışsa valör pazartesiden itibaren işlemeye başlar ve vadenin tamamlanmasından sonraki gün çekilebilir. 30 gün süren aylarda vade bitimi ayın 31'ine denk geliyorsa, hesap ayın 30'u üzerinden yapılır.

Mevduatın Kompozisyonu - Ticari bankalarda yatan mevduatın çeşitli tipleri vardır. Vadesiz mevduat, küçük cari hesaplar ile günlük hareketlerin fazla olduğu ancak müesseselerin üzerine kayıtlı olmayan ticari mevduattan oluşur. Ticari mevduat işletmelerin adına kayıtlı hesapların toplamıdır. Mevduat sertifikaları ise bir sonraki bölümde anlatılmaktadır.

Tablo 3'den izlenebileceği gibi bankalardaki toplam mevduatın yıllara göre yüzde 45-50 arasında değişen bir bölümü vadeli tasarruf mevduatından oluşur. Diğer hesap türleri içindeki vadeli hesaplar da dikkate alınırsa, oran yüzde 65'ler civarına çıkmaktadır. Toplam tasarruf

Tablo 3
Mevduat Bankalarındaki Mevduatın Kompozisyonu (Milyar TL)

	1989	1990	1991	1992	1993
Vadeli Tasarruf	19234.8	27078.1	49020.3	77249.4	102710.5
Vadesiz Tasarruf	3040.1	4463.8	6100.6	10296.4	16581.1
Mevduat Sertifikası	1873.1	2355.1	3304.8	3719.9	3015.3
Ticari Mevduat Top.	7680.9	11244.9	16390.1	26106.1	43407.8
Resmi Mevduat Top.	1856.2	3392.3	4490.4	7373.0	14613.6
Diğer Toplam	7240.4	11393.7	17533.5	30341.8	42288.7
Genel Toplam	40925.6	59927.9	96859.7	155086.6	228.617.0

mevduatının ise yüzde 85'den fazlası vadeli olarak bankalarda yatmaktadır.

Bankaların ilan ettikleri faiz oranları yıllık üzerinden ve brüttür. 1 yıldan daha kısa vadeler sözkonusu olduğunda ilan edilen faiz oranı, ilgili dönem yılın kaçta biriyse, ona bölünür. Brüt faiz üzerinden önce gelir vergisi stopajı, sonra da bu stopaj miktarı üzerinden Savunma Sanayi Destekleme Fonu kesintisi yapılır. Bu oranlarda yönetimler tarafından değiştirilebilmektedir. 1994 yılında faiz geliri üzerinden yüzde 5 gelir vergisi bunun yüzde 7'si kadar da fon kesilmekte, dolayısıyla toplam kesinti oranı yüzde 5.35 olarak uygulanmaktadır.

Bankaların vadeli mevduatlara verdikleri faiz oranları, vadeler kısaldıkça düşer. Örneğin bir yıl vadeli mevduatın faiz oranı yüzde 90'sa, altı ay için yüzde 85, üç ay için yüzde 82, aylık yüzde 70, haftalık yüzde 10 gibi olabilir. Bu kompozisyon her bankanın mevduat toplama yeteneğine göre değişiklik gösterir. 1994 yılında, çok kısalan vadeleri uzatabilmek amacıyla başlamış bir uygulama da, reel faiz uygulama garantisi olarak da bakılabilecek olan ve yanlız yıllık mevduat için kullanılan "TEFE +" uygulamasıdır. Bu uygulama yıllık valör içinde DİE tarafından açıklanan Toptan Eşya Fiyatları Endeksi'nin (TEFE) üzerine açıklanan sabit bir rakamın faiz olarak verilmesini bankanın garanti etmesinden ibarettir. Genellikle kamu bankaları ile az şubeli özel bankalarca kullanılan bu yöntem "TEFE + 10" biçiminde uygulanmakta-

dır. Tasarrufçu açısından buradaki dezavantaj "+ 10"un bir yüzde olmayıp, net sayı olması ve dolayısıyla enflasyon oranı yükseldikçe, ters orantılı olarak giderek önemini yitirmesidir. Örneğin TEFE'nin yüzde 60 olduğu durumda +10 puan, yüzde 16,67'lik bir reel getiri demek olurken, TEFE yüzde 130'a çıkarsa, reel getiri oranı yüzde 7,69'a düşmektedir.

Faiz Hesapları - Burada bir örnek üzerinden giderek vadeli mevduatlarda net dönem faizi, katlamalı faiz ve reel faiz hesaplarını yapalım. Örneğin 10.000.000 TL'yi yüzde 80 faiz üzerinden üç aylık mevduata yatırdığımızı, bu faiz oranının yıl boyunca değişmediğini ve bizim de dönem sonlarında hiç para çekmeden yıl sonuna dek üç aylık vadelerle devam ettiğimizi varsayalım. Önce yüzde 80 brüt faizin dönem faizini bulur.

0.80 : 4 = 0.2
sonra bu oranın netini hesaplarız
0.2 x 0.9465 * = 0.1893
* Yüzde 5.35 vergi kesintinin çarpanı

Bu oranı 1 ile toplayıp, yıl sonuna dek üç kez valör hesaplanacağı için, üç kez kendisiyle çarpıp sonra tekrar 1'i çıkardığımızda bileşik yıllık faizi bulmuş oluruz.

1+0.1893 = 1.1893
1.1893 x 1.1893 x 1.1893 x 1.1893 = 2.000
2 - 1 = 1

Bu arada yıl sonunda elde edilecek olan faiz yüzde 100'-dür.

Aynı dönem içinde enflasyon oranı yüzde 100'ün altındaysa, reel bir getiri, üstündeyse negatif getiri elde edilmiş olur. Bu getiri oransal olarak hesaplanmak istenirse, basit bir formülle sonuca ulaşmak mümkündür.

$$1 + r' = \frac{1 + r}{1 + e}$$

Burada r' reel getiri oranını, r elde edilen getiri oranını, e ise enflasyon oranını temsil eder. Yukarıdaki ör-

teki aynı dönem içinde enflasyonun yüzde 96 olduğunu varsaysak,

$$1 + r' = \frac{1 + 1}{1 + 0.96} = \frac{2}{1.96} = 1.02$$

$r = 1.02 - 1$

$r = .02$ bulunur.

Yani bir yıl sonunda yüzde 2 oranında bir reel getiri elde edilmiş olur.

Ancak bu bileşik faiz getirisinin kazanılması garanti değildir. Böyle bir hesap yoluyla, sadece koşullar sabit kalırsa, o an için hangi vadenin daha kazançlı olduğu bulunur. İleriki dönemde faizlerin artması üç aylık getirinin yükselmesine, düşmesi ise yıllık getirinin yüksek kalmasına neden olacaktır. Bu nedenle vade seçiminde enflasyon trendi ile ülkenin içinde bulunduğu siyasi ve ekonomik koşulları etraflıca gözden geçirmek gerekir.

II. Mevduat Sertifikası

Mevduat sertifikası bankalar tarafından kısa vadeli olarak (en çok bir yıl) ihraç edilen, yasaya göre menkul kıymet sayılamayan bir değerli evrak türüdür. Bankalar belirli bir vadeyle yatan para karşılığında mudiye, paranın tutarı, vade ve faizini gösteren hamiline yazılı mevduat sertifikası verirler.

1980 Temmuz'unda bankalara faiz serbestisi getirilmesiyle birlikte, mevduat sertifikası çıkarma izni de verildi. Halk arasında "sırdaş hesap" olarak da bilinen bu uygulamanın amacı, hamiline yazılı karşılıklar vererek sistem dışındaki paraya bir "denetimsizlik garantisi" sağlamak, böylece bu kaynağı bankacılık sistemine dahil etmektir.

Mevduat sertifikası uygulaması ilk yıllarda büyük ilgi gördü ve 1982 yılında toplam tasarruf mevduatının yüzde 19.8'ine, vadeli tasarruf mevduatının ise yüzde 25.3'üne ulaştı. 1987'den itibaren toplam tasarruf mevduatı içindeki payı yüzde 10'un altına düşen mevduat sertifikaları, 1989 Ağustos'unda konvertibiliteye geçil-

mesi, döviz tevdiat hesapları ve para transferlerinin serbest bırakılmasının da etkisiyle, önemini giderek yitirdi. Tablo 3'ten de izlenebileceği gibi, 1993 sonu itibariyle mevduat sertifikazının toplam tasarruf mevduatı içindeki payı, yüzde 2.5 düzeyine gerilemiştir.

Mevduat sertifikaları Türkiye'de sadece bir tür vadeli mevduat olarak uygulanırken, diğer ülkelerde bunlar ciro edilebilmekte ve oldukça yaygın bir biçimde ikincil piyasalarda işlem görmektedir. ABD'de mevduat sertifikalarının alınıp satıldığı çok sayıda piyasa vardır.

Türkiye'deki uygulamada mevduat sertifikası gelirleri tasarruf mevduatına uygulanan sisteme paralel olarak vergilendirilir. Vergi oranı değişikliğe uğrayabilir. Hamiline yazılı sertifika yasaya göre tasarruf mevduatı dışında bir tür sayıldığından, mevduat sigorta fonunun şemsiyesi altında değildir.

Mevduat sertifikaları bir milyon TL'den başlayan değişik büyüklüklerdeki küpürler halinde ve 30, 91, 182 ve 365 günlük vadelerle düzenlenir. Bu vadeler dışına çıkılamaz. Sertifikanın faiz oranı banka tarafından bu vadelere uygulanan tasarruf mevduatı faiz oranıdır. Vade bitiminden önce ödeme yapılmaz ve vade bittiği zaman, banka tarafından kendiliğinden yenilenmez. Hamiline yazılı olması nedeniyle, anapara ve faiz sertifikayı ibraz edene ödenir. Zamanında tahsil edilmeyen sertifikalar için, bankadan aradan geçen sürenin faizi talep edilemez.

III. Repo

Repo, sabit getirili menkul kıymetlerin alıcı ve satıcı arasında belirlenen bir süre içinde geri almak taahhüdüyle satılması işlemine denir. İngilizce "repurchase agreements" -geri satın alma- kelimesinin kısaltılmış halidir. Aynı tür menkul kıymetlerin geri satmak taahhüdüyle alınmasına da ters repo denir. Repo asıl olarak devlet tahvili ya da hazine bonosu gibi kamu borçlanma araçlarının vadesi dolmadan paraya çevrilmesi işlemidir.

Kısa vadeli karakteri olan repo ülkemizde, 1980'lerin ikinci yarısında yabancı bankaların öncülüğünde kulla-

nılmaya başlandı. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 1992 yılında çıkardığı bir tebliğle repo ve ters repo işlemlerini düzenledi. Buna göre bu işlemleri yapacak kuruluşları SPK'dan izin almaları gerekir. 1993 yılında İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde "Repo-Ters Repo Pazarı" açıldı. Bu pazarın 1994 yılı toplam işlem hacmi yaklaşık 757 trilyon TL olmuştur.

Repo işlemleri son yıllarda çok yaygınlaştı ve özellikle ellerinde kısa vadeli fon bulunan işletmelerin önemli miktarlarda faaliyet dışı gelir elde etmelerini sağladı. Halen bankalar ve yetkili aracı kurumlar tarafından yürütülen repo işlemleri, genellikle 200 milyon liranın altındaki meblağlara uygulanmıyor.

Reponun İşleyişi - Repo işlemi yapıldığında, satış yapanın normalde bonoları müşteriye teslim etmesi gerekir, ancak hazine ihalelerde bono basımını yetiştiremediği ve genelde bono yerine makbuz verdiği için, repo yapılırken üzerinde menkul kıymetin tanımı, satış tutarı ve nominal değeri belirtilen bir satış formu doldurulуyor.

Bu işlemlerin denetimi bir dönem SPK tarafından yeterince yapılmadığı için, açığa repo ya da karşılıksız repo işlemleri oldukça yaygınlaştı. Bu işlemler 1994 yılında bazı banka ve borsa aracı kurumlarında görülen çöküşlerde önemli rol oynadı. Repo yetkisi olan aracılar repo ve tahvil işlemlerini haftalık raporlar halinde SPK'ya bildirmek zorundalar.

Repo ve ters repo, Merkez Bankası tarafından da dolaşımdaki para miktarını azaltmak veya çoğaltmak amacıyla kullanılmaktadır. "Açık Piyasa İşlemleri" olarak adlandırılan bu işlemler yoluyla Merkez Bankası, piyasadaki parayı emmek istediğinde portföyünde bulunan büyük çoğunlukla hazine, az da olsa özel sektöre ait bono ve tahvilleri kullanarak repo, likiditeyi arttırmak istediğinde ise ters repo yapar.

Bankalar ve repo yapma yetkisi olan diğer aracılar, sağladıkları fonu Merkez Bankası'nın gözetimindeki bankalar arası para piyasasında (interbank) ters repo işlemi yaparak daha yüksek faizle değerlendirme olanağına sahiptir.

Repo işlemi yapan kişisel yatırımcıların elde ettikleri

faiz gelirleri vergiden muaftır. Kriz öncesi bir ara repo gelirlerine yüzde 5 stopaj kondu, ancak krizin patlak vermesiyle karar geri çekildi.

Repo türleri içinde en çok kullanılanı "gecelik" (overnight) repodur. Bu faizlerin tüketici yönü, yani tasarrufçulara uygulanan oran, interbank piyasasına göre belirlenir ve bu piyasanın çok durgun seyrettiği günler dışında, hemen hergün değişik oranlar ortaya çıkar. Aracılar her sabah interbank piyasasından gelen verilere göre repo işlemlerini düzenler ve genellikle saat 14:00'ten itibaren repo yapmazlar.

Piyasanın likit, paranın bol olduğu dönemlerde gecelik faizler düşük seyreder. Tersi durumlarda, örneğin büyük miktarlı hazine ihalelerinin ödeme günlerinde ya da Merkez Bankası'nın döviz satarak veya repo yoluyla piyasadan para çektiği durumlarda, para talebi nedeniyle gecelik faizler tırmanışa geçer.

Repoda faiz oranı hesaplanırken, verilen faizi gecelik için 365'e, haftalık için 52'ye bölmek yeterli olacaktır. Repo yaparken unutulmaması gereken bir konu da, ortada sadece makbuzların dönmesi nedeniyle bu işlemin büyük ölçüde güvene dayalı olduğudur. İşlem yapılacak olan kurumu seçerken en hassas olunması gereken noktanın bu olduğu kanısındayız.

IV. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)

1992 yılının Temmuz ayında bir düzenlemeyle yürürlüğe giren varlığa dayalı menkul kıymetler büyük ilgiyle karşılandı ve kısa zamanda piyasanın aranılan yatırım araçlarından biri oldu. Yeni bir tür "menkul kıymetleştirme" uygulaması olan VDMK'ya kadar, menkul kıymetler ortaklık bilançolarının pasifine bağlı olarak çıkarılırken, VDMK bilançoların aktifinde yeralan kalemlere bağlı olarak düzenlendi. Bu uygulama ile, birden çok borçludan kaynaklanan, belirli ödeme planları olan belgelenmiş alacaklar ile şirketlerin duran varlıkları karşılığında, menkul kıymet çıkararak piyasaya arz etmelerine izin verildi.

Düzenlemeye göre alacaklar VDMK ihraç edenlerin

kendi ticari faaliyetlerinden doğmuş olabilir veya bunları ilgili tebliğ hükümleri çerçevesinde başka bir firmadan devir alınabilirler. Tebliğe göre, VDMK'yı bankalar, anonim ortaklıklar, finansal kiralama kuruluşları, genel finans ortaklıkları veya KİT'ler ihraç edebilir. Banka dışındaki ihraççılardan banka garantisi istenir. Başka firmaların alacaklarını ise ancak bankalar ve genel finans ortaklıkları devir alabilirler. Burada devredilen alacaklar karşılığında bir devir sözleşmesi yapılır ve devredilen borçların ödenmemesi durumuna karşı garanti alınır.

Varlığa dayalı menkul kıymet kapsamına giren alacak türleri :

- Bankaların gerçek kişilere açmış oldukları tüketici ve konut kredileri ile Ziraat Bankası'nın açtığı tarım kredileri,
- Finansal kiralama işlemlerinden doğan alacaklar,
- Bankalar dışında mal ve hizmet üretiminde bulunan anonim ortaklıklar ile KİT'lerin senede bağlı alacaklarıdır.

Alacaklar karşılığında SPK'dan izin alınarak ve alacakların en fazla yüzde 90'ı oranında VDMK ihraç edilebilir. İhraççılar VDMK'ya tekabül eden alacakları ayrı bir hesapta tutarlar ve ödemeler konusunda SPK'ya her ay rapor gönderirler.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı yoluyla toplanan fonlardan Merkez Bankası'na zorunlu karşılık yatırmaması nedeniyle bankalar, mevduata göre ucuza gelen bu enstrümanı çok sevdiler. VDMK ihraçları 1992 yılının Ağustos'undan itibaren başlamış olmasına karşın, 1993 yılı boyunca ihraç edilen özel ve kamu sektörleri menkul değerler toplamı (Tahvil ve bonolar dahil) içinde yüzde 13'lük bir paya sahipti. Tablo 4'ten de izlenebileceği gibi, toplam VDMK ihracının 52,756 trilyon TL olduğu 1993 yılının Aralık ayı sonunda, bankalardaki vadeli ve vadesiz tasarruf mevduatı toplamı 126 trilyon TL idi.

1994 krizi ile birlikte yönetim neredeyse tasarruf mevduatına alternatif olan böyle bir kaynağın kontrolü dışında kullanılmasını sakıncalı buldu ve bankalara varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında yüzde 22 disponibilite zorunluluğu getirdi. Bu karar ihraçlar üzerinde doğal

Tablo 4
Yıllara Göre İhraç Edilen VDMK

Yıl	Miktar (Milyar TL)	Oran* (%)
1991	0.0	0.0
1992	14.480,6	8.8
1993	52.756,4	13.0
1994**	20.106,7	6.5

Kaynak : DPT
* Yıl içinde ihraç edilen toplam menkul kıymetlere oranı
** Haziran sonu itibariyle

olarak olumsuz etki yaptı. 1994 yılının ilk altı ayı itibariyle ihraç edilen toplam VDMK miktarı 23 trilyon TL civarında kalmıştır.

Satış Biçimi - VDMK'lar iskonto hesabına göre veya dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak ihraç edilebilir ve ikincil piyasada alım satımları yapılabilir.

VDMK bütün bankalar tarafından satılmaz. İhraç eden kuruluş gazete ilanları yoluyla kamuoyunu haberdar eder. Henüz vadesi dolmamış olanları bankalardan bulmak mümkün olabilir. Önerilen vade ve faiz uygun görülürse, makbuz karşılığı işlem yapılabilir. Burada makbuz yerine menkul kıymetin kendisi de talep edilebilir, ancak VDMK'lar hamili emrine yazılı oldukları için taşınması riskli kağıtlardandır. Teslim makbuzunun üzerindeki bilgilerin eksiksiz olmasına dikkat etmek yeterli olacaktır.

VDMK üzerindeki tertip sayısı menkul kıymetin kaçıncı kez ihraç edildiğini gösterir. Her tertip, alacakların belirli bir tahsilat planına göre düzenlendiği için, alacaklar tümüyle tahsil edildiğinde VDMK vadesi sona ermiş olur. 1. seri VDMK'ın vadesinin bir ay, 9. seri ise dokuz ay sonra dolacağını ifade eder.

VDMK'lar istenildiği an elden çıkarılabilir. Ancak yeni sattıkları kağıdı ilk bir veya iki hafta için geri almayan kurumlarla karşılaşılabilir. VDMK'ların hergün yeni bir geri satın alma fiyatı vardır. Bu fiyatlar ilgili bankadan öğrenilebilir. Vadesinden önce satılan VDMK'nın banka mevduatı gibi kayba uğraması söz konusu değildir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
TAHVİL VE BONO TÜRLERİ

Bu bölümde Türkiye'de ikincil piyasasının gelişmemiş olması nedeniyle yatırımcılar tarafından pek yakından tanınmayan devlet tahvillerinin üzerinde duracağız. Bir tür tahvil sayılabilecek Gelir Ortaklığı Senetleri ile hazine ve özel sektör bonoları da incelenecek konuların arasında yer alıyor.

I. Tahvil

Tahvil, kamu kuruluşları veya anonim şirketlerin halka borçlanmak yoluyla topladıkları fonlar karşılığında seri halde çıkarttıkları eşit değerde ve aynı ibareli, yasalarca belirtilmiş koşullara uygun olarak düzenlenmiş olan borç senetleridir. Tahvil ihraçları Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Merkez Bankası Kanunu ile bunlara bağlı tebliğler ve Bakanlar Kurulu kararlarıyla düzenlenmiştir.

Devlet ve özel kesim tarafından çıkartılan tahviller uzun vadeli yatırım araçlarıdır. Ancak Türkiye'de enflasyon ortamı nedeniyle tahvil piyasası daha çok orta vadeli olarak çalışır. Özel sektör tahvillerinin ağırlıklı vadesi yaklaşık iki yıldır.

Belediyeler ve çeşitli kamu kuruluşlarının çıkardıkları tahviller de devlet tahvili statüsündedir. Cumhuriyet döneminde devletin tahvil ihracı 1960'daki hürriyet tahvilleriyle başladı. Özel sektör ihraçları da 1970'li yıllarda başladı ve giderek önemli bir pazar haline geldi. 1981 yılında 16 milyar TL olan toplam tahvil ihracı 1987'de 317.5 milyar TL'ye çıktı. Yıllar itibariyle verilen özel sektör tahvilleri ihraç izinleri Tablo 5'teki gibidir.

Tablo 5'ten de izlenebileceği gibi 1990 yılından itibaren özel sektör tahvillerinin piyasa içindeki ağırlığı gide-

Tablo 5
Yıllara Göre Özel Sektör Tahvil İhracı

Yıl	Miktar (Milyar TL)	Pay (%)*
1988	210.9	2.1
1989	604.5	3.1
1990	762.3	3.0
1991	813.4	1.5
1992	796.9	0.5
1993	715.2	0.2
1994**	129.8	0.0

Kaynak: DPT
* Yıl içinde ihraç edilen toplam menkul kıymetlere oranı
** Haziran sonu itibariyle

rek azalmaktadır. Bunun nedenlerinden biri alternatif araçların ortaya çıkması, diğeri ise enflasyon nedeniyle, uzun vadelerden kaçıştır.

Tahvil piyasasında devletin varlığı olanca ağırlığı ile sürmektedir. Devletin iç borçlanmasında hazine bonolarıyla birlikte en çok kullandığı araç olan tahvillerin yıllara göre ihracı tablo 6'da verilmiştir. Tahvil ihracının oransal olarak azaldığı yıllarda hazine bonosu ihraçları

Tablo 6
Yıllara Göre Devlet Tahvili İhracı

Yıl	Miktar (Milyar TL)	Pay (%)*
1989	8983.6	46.5
1990	12458.4	48.9
1991	12291.9	22.8
1992	61845.4	37.6
1993	150090.2	37.0
1994**	67500.0	21.8

Kaynak: DPT
* Yıl içinde ihraç edilen toplam menkul kıymetlere oranı
** Haziran sonu itibariyle

artmaktadır. 1994 son 10 yılın en düşük tahvil ihracının gerçekleştiği yıldır.

Tahvil ve Bono Piyasası - Tahvil ve bonoların yatırımcılar arasında daha yaygın olarak kullanılan bir yatırım aracı haline gelmesi amacıyla 1991 yılında düzenli bir ikincil piyasa olan IMKB Tahvil ve Bono Piyasası kuruldu. Böylece tahvil ve bonoları istenildiği zaman güvenilir bir fiyatla nakde dönüştürmek mümkün hale geldi.

Merkez Bankası, bono üyesi bankalar ve gerekli izinleri almış olan borsa kurumlarının işlem yapma yetkisi olan bu piyasada, devlet tahvili, gelir ortaklığı senedi, hazine bonosu ve özel sektör tahvillerinin alım satımı yapılır. Repo ve ters-repo pazarı da bu piyasanın bünyesindedir. Bankalar ve yatırım fonları bu piyasada ağırlıklı işlem yapan kuruluşlardır.

İşgünleri boyunca saat 10:00-17:00 arasında çalışan her piyasa, aracıların Menkul Kıymet ve Para Piyasaları Müdürlüğü'nü telefonla arayarak emirlerini bildirmeleri yoluyla çalışır. Aracılardan gelen emirler eksperler tarafından elektronik ortama aktarılır ve en iyi alış satış emirleri bilgisayar tarafından saptanarak, işlem sonuçlandırılır. Gerçekleşen emirler hemen akabinde Reuters, Veritel, Telerate ve BDP gibi bilgi dağıtım ekranları yoluyla üyelere iletilir.

Bu piyasa daha çok repo işlemleri amacıyla kullanılmaktadır. 1994 yılında repo-ters repo pazarının toplam işlem hacmi 756 trilyon 683 milyar TL, kamu menkul değerleri pazarının toplam işlem hacmi 269 trilyon 940 milyar TL, özel sektör menkul kıymetlerininki ise 52 milyar TL olmuştur.

Yasal Çerçeve - Tahvillerle ilgili yasal düzenlemelerde bir birlik söz konusu değildir. Değişik yasa ve tebliğler çerçevesinde düzenlenen tahvil piyasasında, satış şartlarını Merkez Bankası belirler ancak ihraç izinlerini SPK verir. Halka arz edilmeyen tahviller için de SPK onayı gereklidir. Kamu kuruluşları tahvil çıkarırken izin almayıp sadece SPK'ya bilgi verir.

Türkiye'de tahvil yatırımcısını koruyan herhangi bir yasal güvence yoktur. Ticaret kanununda tahvil ticari senet sayılmasına karşın, İcra ve İflas kanununda adi borç

senedi sayılmakta ve anapara veya faiz ödemesi yapılmayan tahvile karşı icra yoluna gidildiğinde tahvil, çek, senet ve poliçelerin gerisinde kalmaktadır.

Satış Yöntemleri - Tahviller 1982'deki geçici bir uygulama dışında hamiline yazılı olarak ihraç edilir. Vadeleri bir yıldan az, yedi yıldan çok olamaz. Son satış günü vade başlangıcıdır. izin verilen satış süresi en fazla üç aydır. Satış süresi içinde satılamayan tahviller noter huzurunda iptal edilir ve satılamayanların iptal işlemi yapılmadan yeni tahvil ihraç edilemez.

Şirketlerin ihraç edebilecekleri tahvil sınırı, bilanço durumları kıstas alınarak yasalarca belirlenmiştir. Halka satılan tahviller en geç 30 gün içinde borsaya kote ettirilir.

Tahvillerin faiz oranı, bankalarca bir yıl vadeli tasarruf mevduatına uygulanan oranın yüzde 20'den daha üstünde olmayacak şekilde, ihraç eden şirket tarafından belirlenir. Faiz ödemeleri bir yıl, altı ay veya üç aylık kuponlara bağlı olarak yapılabilir. Ödeme planı tahvil ihracı ile ilgili olarak hazırlanan izahname veya açıklamalar bölümünde de ayrıca gösterilir. Anapara vade bitiminde bir defada ödenir. Uzun vadeli tahvillerde eşit taksitlerle, noter huzurunda kura çekerek geri ödeme de yapılabilir ancak, bu uygulama sorunlara neden olur.

Şirket tahvillerinin faizi genelde devlet tahvillerine oranla daha yüksektir. Buna karşılık devlet tahvilleri devletin güvencesini taşır ve zaman zaman değiştirilmesine karşın çoğunlukla vergiden muaftır.

Tahvil ihracı ve buna bağlı sirküler, yüksek tirajlı gazeteler aracılığıyla halka duyurulur. Şirketler finansal aracıları kullanabilecekleri gibi, doğrudan kendileri de halka arz yapabilirler.

Taşıdıkları özellikler nedeniyle birbirlerinden ayrılan çeşitli türde tahviller vardır. Bunları yatırımcıya bilgi vermek amacıyla genel başlıklar altında toplayabiliriz.

Düz Tahvil: Faiz ve anapara geri ödemesi konusunda ihraç eden kuruluş tarafından herhangi bir teminatın verilemediği tahvil türüdür. Yatırımcı belirtilen tarihlerde faizi, vade sonunda ise anaparayı alır. Doğal olarak en riskli tahvil türüdür. Bu tip bir tahvil seçilecekse getiri

oranının da risk ölçüsünde yüksek olmasına dikkat edilmelidir.

Teminatlı Tahvil: İhraç eden kuruluşun tahvil karşılığında gayrimenkulleri ve sabit varlıklarını teminat olarak gösterdiği türdür. Tahvili çıkaranın tasfiyeye gitmesi durumunda, elinde bu tahvili olanlara ipotekli mallarda öncelik sağlanır.

Garantili Tahvil: Çıkarılan tahvillerin bir bankanın ya da ihraççı kuruluşun bağlı olduğu holdingin garantisi altına alındığı türdür. Türkiye'de yaygın olarak kullanılan yöntemdir. Burada garanti hem anapara hem de faizleri kapsar. Garantinin birden çok firma tarafından verildiği de olur.

Her kuruluşun verdiği garantinin değeri ayrı düzeyde değildir. En etkilisi birinci sınıf banka garantisidir. Burada sözkonusu garantinin ne düzeyde risk içerdiği ve bu risklerin sıralaması (rating) ayrı bir ihtisas işidir. Bu işi 1994 yılında Türk halkının yakından tanıdığı gibi ülkeler düzeyinde yapan kuruluşlar, aynı zamanda ulusal piyasalara da hizmet verirler ve şirketlerin çıkardığı tahvilleri, varsa garantörleri de gözönüne alarak risk puanlama sistemi içinde belirli bir yere oturturlar.

Şirket tahvillerinin satılma şansı ve faiz oranı açısından bu sınıflamadaki puanının büyük önemi vardır. Bizdeki finansal piyasada yaygın olarak kabul gören böyle bir rating sistemi henüz gelişmemiştir. Bu doğal olarak piyasadaki fonların çok büyük ölçüde devlet tarafından emilmesi sonucu, böyle bir sisteme ihtiyaç duyulmamasından kaynaklanmaktadır.

Değişken Faizli Tahviller: 1970'li yıllarda hızlanan enflasyon karşı yatırımcıları korumak ve yeni tahvil ihraçlarına talep yaratabilmek amacıyla uluslararası piyasalarda uygulanmaya başlanmış olan bir sistemdir. Bu tür tahvillerde faiz oranları, tüketici fiyat endeksi veya hazine bonosu faizleri gibi bir kıstas saptanarak buna göre değiştirilir. Sonuçta yatırımcı enflasyon riskine karşı korunmuş olur. Bazı uygulamalarda yatırımcı isterse altı aylık dönemlerin sonunda elindeki tahvili paraya çevirebilir. Dolayısıyla tahvil kısa vadeli bir araç haline dönüştürülmüş olur.

Bu uygulama Merkez Bankası'nın tebliği ile 1981 yılında ülkemizde de yürürlüğe girdi. Buna göre fazi oranı ilk yıldan sonraki dönem sonlarında, bir yıl vadeli mevduata en yüksek faizi veren beş bankanın ortalamasına göre belirlenir. Oran bu ortalamanın yüzde 20'nin altında veya üstünde olabilir. Faizler ise altı ay veya bir yıllık dönemler halinde ödenebilir.

Endeksli Tahviller: Değişken faizli tahvilin bir türüdür. bu tip tahvillerde anapara, ihraç tercihiyle ödeme tarihi arasında altın veya belirli bir kurun artışı gözönüne alınarak tahvil sahibine ödenir. 1988'de çıkarılmış olan PTT tahvilleri bu türdendir.

Kuponsuz Tahviller: Bunlar büyük iskontolarla ve kuponsuz olarak satılır. Kuponsuz tahviller 1920'lerde sanayileşmiş ülkelerde ihraç edilmeye başlandı. Getirisi sabit olduğundan enflasyonun düştüğü dönemlerde alınırsa yüksek getiri sağlarlar. Birçok ülkede bunların getirisi menkul değerler getirisi olarak kabul edilerek vergi dışı tutulmaktadır.

Geri Çağrılabilir Tahviller: İhraç eden kuruluşun finansal durumunda hızlı bir düzelme ya da faizlerde değişiklik olması sonucu, satıştan belli bir süre sonra tahvili geri çağırdığı sistemdir. Tahvilin açıklama bölümüne böyle bir madde konması halinde ve ihraççının istemi üzerine yürürlüğe giren bu uygulamada yatırımcının tahvili geri götürmesi de isteğine bağlıdır. Burada geri çağırma nedeniyle ve olayı çekici kılmak için yatırımcılara "geri çağırma primi" adı altında ek bir bedel ödenir. Açıklama bölümünde bu primi hesaplama şekli de belirtilir. Batı ülkelerinde yaygın olarak kullanılan bu tür tahviller henüz bizim mevzuatta yer almamaktadır.

Primli ve Başabaş Tahviller: Tahvil üzerindeki nominal değerle satılırsa başabaş, daha aşağı bir bedelle ihraç edilirse primli adını alır. Bu prim tahvilin satış şansını arttırmak veya satış süresini kısaltmak için verilebilir. Tahvillerin ihraç süreleri uzun olduğundan ilk alanların değer kayıplarını önlemek amacıyla nominal fiyattan iskonto uygulanır. İskonto oranı sınırı yasayla belirlenmiştir ve yüzde 5'i geçemez.

Sermaye Piyasası Kurulu ve diğer düzenleyici organlar

tarafından yapılan düzenlemeler sonucunda gelişmiş piyasalarda yaygın örneklerine rastlanan, nitelik olarak farklı bazı tahvil türlerinin ülkemizde de kullanılması mümkün oldu. Bunlar, kâra iştirakli tahviller, hisse senediyle değiştirilebilir tahviller ve bir tür devlet tahvili olarak kabul edilebilecek değişik bir uygulama olan gelir ortaklığı senetleridir. Yaygın uygulama nedeniyle gelir ortaklığı senetlerini ayrı bir başlık altında izleyeceğiz.

Kâra İştirakli Tahvil: Yatırımcısına faize ek olarak kârdan pay alma hakkı tanıyan bu tahvil türünün yasal çerçevesi 1983 yılında yayınlanan bir SPK tebliği ile çizilmiştir.

Bu tahvillerde ödenecek kâr payının yüzdesi, ödeme şekli ve zamanı tahvilin açıklamalar bölümünde ayrıntılı biçimde gösterilmelidir. Burada ödenecek olan kâr payı, şirketin vergi öncesi kârı üzerinden ödenir. Ödeme yapılırken geçmiş dönemin zararları gözönüne alınmaz ve kârla kapanmayan bir sene için ödeme yapılmaz.

Bu tahvilde birkaç tür ödeme biçimi vardır. Belirli bir faiz ve buna ek olarak kâr payı ödenebilir. Tahvilin üzerindeki nominal faiz, kâr payı ile karşılaştırılır ve hangisi fazlaysa o ödenir veya yanlızca kâr payı ödemesi yapılır faiz ödenmez. Seçilecek ödeme yöntemi ile ilgili oranların belirleme yetkisi SPK'dadır.

Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahvil: Yatırımcısına tahvilini, önceden belirlenmiş zaman ve koşullarla hisse senediyle değiştirilebilme olanağı sağlayan bir tahvil türüdür. Daha çok yeni kurulan anonim şirketlerin sermaye piyasasına girmesini kolaylaştırmayı amaçlayan, ancak yatırımcının da mağdur olmamasını gözeten, tahvil-hisse senedi arası bir araçtır. Uzun vadeli yatırımların daha ağırlıklı olduğu gelişmiş ülke piyasalarında oldukça yaygın kullanılan bir araçtır. İhraç sırasında tahvilin açıklama bölümünde vade, değiştirme değeri, ortaklığın hakları gibi konuların belirtilmiş olması gerekmektedir. Ülkemizdeki mevzuata göre bu tip tahvillerin hisse senedi ile değiştirilmesi iki yıldan önce yapılamaz.

Ülkemizde gerek tahvil piyasasında devletin büyük ağırlığı gerekse yasal düzenlemelerin boşluklar taşıması nedeniyle, yatırımcıların şirketler karşısında kendilerini

yeteri kadar güvencede hissedememeleri sonucunda, tahvil piyasasına olan ilgi zayıf kalmış ve aslında piyasadaki taraflar açısından ilginç ve getirisi yüksek olabilecek enstrümanlar gelişmemiştir. Bu nedenle yukarıda açıklanan iki tahvil türünün uygulaması da bugüne kadar son derece kısıtlı kalmıştır.

Tahvillerin Değerle İlgili Tanımları - Diğer menkul kıymetlerde olduğu gibi tahvillerin de üç tür değeri vardır. Bunlar nominal değer, ihraç değeri ve piyasa değeridir.

Nominal değer tahvilin üzerinde yazılı olan, sabit ve değişmez bir değerdir. Resmi kayıtlarda kullanılan ve vade sonunda yatırımcının eline geçecek olan değerdir.

İhraç Değeri, primli olarak ihraç edilen veya ilk satış günlerinde vade farkı ödenmesinden doğan bedeldir. Bu değer satışı süresi sonuna doğru nominal değere giderek yaklaşır ve son gün nominal değerle aynı olur.

Piyasa değeri ise tahvilin ikincil piyasada işlem gördüğü değerdir. Tahvilin nominal faiz oranı piyasa faiz oranının altındaysa tahvil "iskontolu", üstündeyse "primli" olarak adlandırılır.

Yüksek ve istikrarsız enflasyon dönemlerinde taşıdıkları negatif faiz nedeniyle, tahvillerin ikincil piyasadaki fiyatları, işlemiş faizle beraber taşıdıkları fiyatın altında kalır ve yatırımcısını zarara uğratır. Bu durum spekülasyonlara yol açar. Normal piyasa koşullarında daha yüksek garantiye sahip tahviller, ikincil piyasada primli fiyatlardan işlem görürler.

Tahvilleri Değerleme Yöntemi - Tahvilin ihracından sonra belirli bir gün içindeki piyasa değerinin bulunması için, dönemsel faiz getirisi ile, vade sonunda elde edilecek anaparanın değerinin hesaplanması gerekir. Sabit faizli tahvillerde stopajı dikkate almadan yapılacak hesaplama için aşağıdaki formül kullanılmaktadır.

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

bu formüldeki semboller:

F: Tahvilin faiz geliri ya da bir kupon karşılığı alınan TL
S: Vade tarihinde ödenecek anapara veya nominal bedeli
k: Değerlemenin yapıldığı anda geçerli olan piyasa faiz oranı.
Bu oran genellikle kupon faizinden farklıdır.
n: Vade.
p: Tahvilin piyasa fiyatı

Biraz karışık görünen bu formül bir örnekle daha kolay anlaşılabilir; ABC şirketine ait 1000 TL nominal değerli üç yıl vadeli, yıllık faiz ödemeli ve yüzde 50 faizli tahvillerin, piyasa faizleri yüzde 60 olduğu zamanınki değeri hesaplanırsa

$$P = \sum_{t=1}^{3} \frac{500^*}{(1+0.60)t} + \frac{1000}{(1+0.60)3}$$

(*) 1000 TL nominal değerli tahvilin yüzde 50 üzerinden yıllık kupon ödemesi 500 TL'dır.

Bu eşitliği açarsak:

$$p = \frac{500}{(1.6)1} + \frac{500}{(1.6)2} + \frac{500}{(1.6)3} + \frac{1000}{(1.6)3}$$

$$p = \frac{500}{1.6} + \frac{500}{2.56} + \frac{500}{4.096} + \frac{1000}{4.096}$$

P= 874 TL

Piyasa faizi tahvil faizin üzerinde olduğu için tahvil iskontolu bir fiyat olan 874 TL değerindedir. Bu fiyatın üzerinde verenler, piyasa faizinin daha altındaki bir oranı kabul etmiş olurlar.

Tahvil Veriminin Hesaplanması - Bir tahvil cari pazar fi-

yatından alınıp vade sonuna dek elde tutulduğunda sağlanacak getiri oranını hesaplamak için, yukarıda verilen formülü "k" ya göre çözmek gerekir. Ancak pratik olması nedeniyle yaygın olarak kullanılan bir başka formül daha var. Bu formül paranın zaman değerini dikkate almaz ve ortalama verimi verir.

$$i = \frac{F + \frac{(s-p)}{i=n}}{\frac{(s-p)}{2}}$$

Burada:
i= Tahvil verimi
F= Yıllık faiz geliri
s= Tahvilin nominal değeri
p= Tahvilin pazar fiyatı
n= Vade

Bir örnek yaparsak, piyasa şu anda 650 TL'den satılmakta olan 1000 TL nominal değerli 10 yıl vadeli tahvillerin faiz oranı yüzde 40'dır. Bu tahvillerin alınması durumunda sağlanacak olan ortalama verim nedir?

$$\frac{400 + \frac{(1000-650)}{10}}{\frac{(1000+650)}{2}} = \frac{435}{825} = \text{yüzde 52.7'dir.}$$

Bu arada faizi net kabul ediyoruz. Eğer bu faiz üzerinden vergi kesintisi yapılıyorsa kesinti çarpanı kullanmak gerekir. Örneğin kesinti toplamı yüzde 10.7 ise "400 x 0.893" işlemi bizi sonuca görürür.

II. Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS)

Bu uygulama 1984 yılında Boğaziçi Köprüsü senetlerinin satışıyla başladı. O günlerde kamuoyunda yoğun tartışmalara neden olan ve halk arasında köprü-baraj senedi olarak bilinen bu yatırım aracı oldukça yüksek talep görmüştür.

Gelir Ortaklığı Senedi, piyasada bir tür menkul değer olarak kabul görmesine karşın, Sermaye Piyasası Kanununda yeralmaz ve bu uygulama 1984'de çıkarılan "Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun"a dayanır. GOS'lar Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından ihraç edilir.

Gelir ortaklığı senetleri kamuya ait köprü, baraj, elektrik santralı, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri, sivil amaçlı deniz ve hava lojmanları gibi altyapı tesislerinin gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan değerli kağıtlardır.

Senetlerin çıkarılma amacı o dönemki yönetim tarafından "istikrarlı ve güvenilir gelir sağlamak yoluyla tasarrufları teşvik etmek ve sağlanacak ek finansman kaynakları ile kamu yatırımcılarını hızlandırmak" şeklinde saptanmıştı. Senetlerin satışından elde edilen kaynak Merkez Bankası nezdinde kurulan Kamu Ortaklığı Fonu'nda toplanır ve Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı Fonu'nun kararı ile yazıda belirtilen kamu yatırımcılarına aktarılır.

GOS'ların Özellikleri - Bir tür "gelir tahvili" olarak kabul gören gelir ortaklığı senetlerinin özellikleri şöyle sıralanabilir:

- Senet sahibi ilgili altyapı tesisinin mülkiyetine değil, sadece iade süresindeki kârına ortaktır. Buna karşılık belirli bir gelir taahhüdü de yoktur.
- Senetler hamiline yazılı olarak çıkartılır.
- Diğer tahvil türlerinde olduğu gibi uzun vadeler kullanılır. Genellikle üç veya beş yıl vadeler uygulanmaktadır. Satışa bankalar aracılık eder.
- Kâr payları dönemsel olarak, genellikle de altı ayda bir kupon karşılığı olarak ödenir. Ödemeler satan banka tarafından yapılır.
- Senetler vade sonu beklemeden istenildiği an bankadan paraya çevrilebilir. Anaparanın üzerine alınacak

olan, satış gününe kadar işlemiş gelir Kamu Ortaklığı İdaresi'nin tahmini gelir hesaplarına göre hazırladığı, üç aylık süreleri kapsayan, günlük gelir cetveline göre hesaplanır.

- Dövize endeksli senetlerin anaparası, ödeme gününde Merkez Bankası'nca açıklanmış olan kurlar üzerinden yapılır.
- İlk yıllarda tümüyle vergi dışı tutulan, sonradan kademeli bir vergi uygulanan gelir ortaklığı senetlerinin getirisi, son dönemde yüzde 10 gelir vergisi stopajı ve yüzde 0.7 fon olmak üzere toplam yüzde 10.7 vergi kesintisine tabidir.
- Senetler teminat olarak kullanılabilir.

İlk çıkarıldığı yıllarda özellikle faize karşı kesimlerden yoğun ilgi gören GOS'lar, ilerki yıllarda peşpeşe yüksek kâr payları ödenmesi, sağlanan vergi avantajları ve dövize endeksli türünün çıkarılmasıyla, kurumsal yatırımcılar ve işletmeler de dahil olmak üzere her tür yatırımcıdan yoğun ilgi gördü ve genellikle satışa çıkarıldığı gün tükendi.

Gelir ortaklığı senetlerinin İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde de alım satımı yapılabilmektedir.

Tablo 7
Yıllara Göre İhraç Edilen GOS'lar

Yıl	Miktar (Milyar TL)	Oran (%)*
1989	400.0	2.0
1990	600.0	2.4
1991	1363.4	2.5
1992	4676.5	2.8
1993	5356.0	1.3
1994**	7599.2	2.5

Kaynak: DPT
* Yıl içinde ihraç edilen toplam menkul kıymetlere oranı
** Haziran sonu itibariyle

Tablo 7'den de izlenebileceği gibi bu senetlerin ihracı zaman içinde fazla arttırılmamış ve piyasada yıl içinde ihraç edilen toplam menkul değerler arasında GOS'ların payı, son beş yıllık dönemde (1993 hariç) yüzde 2.5 civa-

rında seyretmiştir.

III. Hazine Bonosu

Hazine bonosu da tahvil gibi, devletin bütçe açıklarını finanse etmek için bütçe kanunlarına dayanarak piyasaya sürdüğü iç borçlanma aracıdır. Hazine bonosu tahvilden daha kısa vadelidir. Piyasadaki uygulamada hazine bonoları üç ile dokuz ay arası vadelerle ihraç edilir. Bonolar son yıllarda en yaygın ve gözde yatırım araçlarından biri haline geldi.

Devlet tarafından yıllar itibariyle ihraç edilen tahvil ve hazine bonolarının miktarları ile bunların ağırlıklı vadelerinin karşılaştırılması, ekonominin genel gidişi, istikrar düzeyi ve enflasyonun piyasaların davranışını nasıl etkilediğini bir ölçüde yansıtması bakımından ilginçtir. Enflasyonun yüksek, ekonomik ve politik istikrarın düşük olduğu dönemlerde devlet borçlanma gereksinimini ancak kısa vadeli araçlarla ve yüksek faizle karşılayabilir. Bu süreç kalın çizgilerle de olsa tablo 8'den izlenebilir.

Tablo 8
Yıllara Göre İhraç Edilen Hazine Bonoları

Yıl	Miktar (Milyar TL)	Oran (%)*
1989	7634.3	39.5
1990	8442.7	33.1
1991	34277.3	63.7
1992	75926.1	46.2
1993	179150.9	44.2
1994**	201946.0	65.2

Kaynak: DPT

* Yıl içinde ihraç edilen toplam menkul kıymetlere oranı

** Haziran sonu itibariyle

Satış Yöntemi - Hazine bonoları ihale yoluyla ve iskontolu olarak satılır. Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı (şimdilerde yalnızca Hazine Müsteşarlığı) tarafından açılan ihaleler önceden duyurulur ve gerçek kişi ve kuruluşlar,

günün koşullarına göre saptanan en az miktarın üstünde kalmak kaydıyla, almak istedikleri miktar ve talep ettikleri faiz oranını elektronik ortam yoluyla bildirirler. Hazine gün içinde gelen talepleri değerlendirir ve uygun bulduğu faiz oranlarını kabul ederek ihaleyi tamamlar. İhaleler genellikle öğleden sonra saatlerinde tamamlanır.

Yatırımcılar bireysel olarak da Merkez Bankası yoluyla ihaleye katılabilir. Ancak talep edilen bono miktarının yüzde 1'ini teminat olarak önceden yatırmak gerekir. Böylece banka ve aracı kurumlardan alınan ikinci el kağıdın faiz farkı yatırımcıya kalabilir. Ancak ihalede gerçekleşen ortalama faizin çok altında kalmamak için para piyasalarını oldukça yakından izliyor olmak gerekir. Son zamanlarda hazine sık sık halka direkt bono satışları da yapmaktadır. Bu satışlardan bono almak istenirse, ihale ilanında belirtilen bankaların şubelerine başvurmak gerekir. Bu satışlarda uygulanan en az miktar oldukça düşüktür.

Hazine bonoları üzerlerindeki nominal değer üzerinden uygulanan faiz oranına göre iskontolu olarak satılır ve gerçek kişiler (bireysel yatırımcılar) için herhangi bir vergi kesintisi içermezler. Tüzel kişiler ise hazine bonosu faizleri üzerinden yüzde 10 oranında kurumlar vergisine tabidir. Son yıllarda arka arkaya açılan ihalelerin yarattığı zaman sıkışıklığı nedeniyle Hazine sattığı bonoların fiziki teslimini yapmamakta bunun yerine makbuz vermektedir. Önemli miktarda kağıt tasarrufu da sağlayan bu uygulama nedeniyle, yatırımcının gerçek hazine bonosu görme imkanı pek yoktur.

Bonolar vade bitiminden önce elden çıkartmak istendiğinde IMKB Tahvil ve Bono Piyasasında işlem yapmaya yetkili bir aracı kurum veya banka yoluyla bu işlem gerçekleştirilebilir. Bu durumda fiyat, sözkonusu zaman dilimindeki faiz oranlarına göre oluşur. Faizlerin yükseldiği bir dönemde bononun fiyatı düşer ve faiz farkı açılırsa eldeki anapara bile aşılabilir. Böyle durumlarda çok zorda kalmadıkça vade sonunu beklemek önemli kayıpları azaltır.

İskontolu Değeri Hesaplama - Hazine Bonosu satışla-

rında iskonto edilmesi fiyat veya iskonto çarpanı yerine, faiz oranı deklare edilmektedir.

Bu nedenle açıklanmış bir faiz oranı üzerinden, iskonto oranını hesaplamak ya da belirli bir nominal değerdeki bono için ne kadar ödeme yapılacağını bulmak için aşağıdaki formül kullanılır:

$$p = \frac{1000}{1 + \frac{i(g)}{365}}$$

Burada,
p= Hazine bonosu alış fiyatı
i= Yıllık baz üzerinden deklare edilen faiz oranı
g= Vade bitimine kadar olan gün sayısıdır.

Örneğin, 5 milyon TL nominal değerli, 3 ay (91 gün) vadeli, yüzde 85 faizle satın alınan bonoya kaç lira ödemek gerekir?

p= 5.000.000 / 1 + 0.85(91/365)
p= 5.000.000 / 1.212 = 4 125 412 TL.

Bu durumda yatırımcı 5 milyon lira nominal değerli hazine bonosu almak için 4.125.412 lira ödemek durumundadır.

Hazine Bonolarının Getirisi - 1994 yılında patlak veren finansal krizin oldukça şiddetli ve yıkıcı olmasının önemli nedenlerinden biri olarak kabul edilen, 1993 yılı sonundaki istisnai dönem bir kenara bırakılırsa, 4. grafikten de izlenebileceği gibi hazine bonolarının reel getirisi genel olarak pozitiftir. Grafikte yer almayan 1995 başındaki dönem de büyük olasılıkla pozitif reel faizle kapanacaktır.

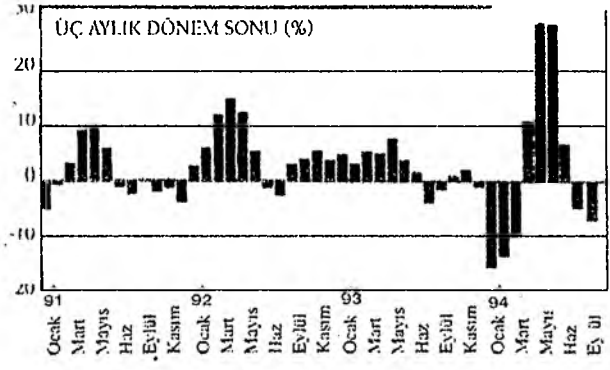
Bu grafikte yatırımcı açısından dikkat edilmesi gereken nokta, yıl içinde en yüksek reel getiriyi sağlayan 3 aylık bonoların Mart, Nisan, Mayıs aylarında satılanlar olduğudur. Haziran/Eylül arasında ise genellikle başabaş kalınmış ya da çok küçük de olsa negatif gelir elde edilmiştir.

Başka bir nokta da, devletin giderek artan borçlanma

gereksinimi nedeniyle 3 aylık bono faizlerinin, eş dönemli tasarruf mevduatı faizlerine göre oldukça yüksek olmasıdır. 1995 Ocak ayında açılan 3 aylık bono ihalelerinde faizler 110'lar civarındayken, 3 aylık mevduata verilen "brüt" faizler (üstelik faizler serbest bırakıldıktan sonra) büyük bankalarda yüzde 80-85, küçüklerde yüzde 90-100 arasında oynamaktaydı.

Enflasyonun oldukça yüksek seyredip, büyüme hızının düştüğü ve dolayısıyla yatırımların azaldığı dönemlerde, bankalar mevduat yoluyla topladıkları fonları hem talep azaldığından, hem de risk arttığından, kredi açmak yerine devlete borç vererek kullanmaye tercih ederler. Dolayısıyla mevduat faizleriyle hazine bonosu faizleri arasındaki fark pek kapanmaz.

Bu gibi nedenlerle Türkiye'de hazine bonosu veya devlet tahvili gibi kamu borçlanma araçlarının en büyük alıcısı bankalardır. Devletin borçlanma gereği azalıp, enflasyon aşağı çekilmedikçe ve buna bağlı olarak halkın tasarruflarında artışlar olmadıkça, Türkiye'deki finansal piyasaların bu tek boyutlu niteliğinin sürmesi kaçınılmaz görünmektedir.



Grafik 4
Hazine bonosunun reel getirisi

IV. Özel Sektör Bonoları

1981 yılında yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu ile buna bağlı ek ve tebliğler yoluyla yapılan düzenlemeler sonucunda, yatırım ve kalkınma bankaları (mevduat toplamayan bankalar) ile anonim şirketlerin, ihtiyaç duyduklarında bono ihraç ederek, aracısız fon toplamalarına olanak sağlandı. Mevzuat açısından 3 tip bono vardır. Bunlar, banka bonoları, banka garantili bonolar ve finansman bonolarıdır.

Banka Bonoları ve Garantili Banka Bonoları – Bu bonolar Sermaye Piyasası Kurulu izniyle ihraç edilirler, ancak ilanla halka satılmaktan çok, büyük miktarlar halinde toplu olarak belli yerlere plase edilirler. Bu bonolar menkul kıymet değil "kıymetli evrak" sayılırlar. Mevzuat gereği hamili emrine dönüştürülebilir. Ödeme, vade bitiminde ihraç eden banka şubelerince yapılır.

Bonolarda kupür büyüklüğü en az 1 milyon TL'dir ve iskonto esasına göre satıldıkları için üzerlerinde kupon taşımazlar. Piyasadaki bilinen borç senedi görünümündedirler.

Bonoların ikincil piyasada alınıp satılmaları serbesttir. Vade bitiminden önce ihraç eden banka veya başka bir aracı kuruma sözkonusu günkü fiyatın hesaplanmasından sonra satılabilirler.

Bonoların faiz geliri üzerinden gelir vergisi ve Savunma Sanayi Desteklеme Fonu'na kesinti yapılır. Ancak kesintiler iskonto işlemi sırasında yapıldığından bononun üzerinde yazılı değer tasarrufçuya net olarak ödenir.

Banka garantili bonoların farkı, bunların yatırım ve kalkınma bankalarının kredi açtıkları anonim şirketlerden karşılık olarak aldıkları borç senetlerinin, banka garantisi altında ve SPK izniyle satılmasından kaynaklanır.

Banka bonolarının satışı yapıldığı tarihte vade bitimine en az 90, en çok 360 gün, diğerlerinde ise en az 90 en çok 720 gün olabilir.

Bu iki bono tipi arasında bir de, iskontó oranları konusunda fark vardır. Bu bonolara tahvillerde olduğu gibi bir faiz bandı uygulanır ve bu bandın üst sınırı banka bonolarında satış tarihindeki 1 yıl vadeli mevduat faiz ora-

nının yüzde 20 fazlası ile sınırlıdır. Banka garantili bonolarda ise bu oran 360 gün vadeye kadar ayni, 360 günden daha uzun vadede ise yüzde 30'dur. Ancak faiz oranlarının serbest bırakıldığı dönemlerde bu sınırlar da kaldırılır.

Kalkınma ve yatırım bankaları ihraç ettikleri banka garantili bonoların mali yükümlülüklerine kefil olmuş sayılırlar.

Finansman Bonoları - Finansman bonoları, şirketlerin kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla arz ettikleri yasalarca menkul kıymet statüsüne alınmış enstrümanlardır. Finansman bonolarının ihraç koşulları Sermaye Piyasası Kurulu' nun Temmuz 1992'de çıkardığı bir tebliğ ile yeniden düzenlenmiştir. Bono ihraç etmek isteyen şirket SPK' ya başvurur. Kurul tebliğin getirdiği kıstaslar ve limitler çerçevesinde, sözkonusu şirketin, bono ihraç edip edemeyeceğine, edecekse ne miktarda satış yapabileceğine karar verir. Halka açık olsun veya olmasın kuruldan izin alan anonim ortaklıklar bono ihraç edebilir.

Finansman bonoları halka arz veya blok satış yoluyla ihraç edilebilir. Halka arz edilecekse sirkülerin büyük gazetelerde yayınlanması gerekir. Satış süresi gazete ilanlarının çıkmasıyla başlar ve bono vadesinin en çok 1/4'ü kadar bir zaman diliminde sürdürebilir. Satılamayan bonolar noter önünde iptal edilmeden şirket yeni ihraç yapamaz.

Bono Tipleri - Bonoların vadeleri en az 30, en çok 360 gün olabilir ve 30'un katları şeklinde değişebilir. Taşıdıkları teminatlara göre A, B, C, E, F tiplerine ayrılır. D tipi için tebliğde düzenleme yapılmamıştır.

- A Tipi: Hiçbir garanti kaydı taşımaz.
- B Tipi: İhraç edene taahhüt edilmiş olan bir banka kredisi ile desteklenmiştir.
- C Tipi: Banka garantisi taşır.
- E Tipi: Hazine garantisi taşır.
- F Tipi: Başka bir anonim ortaklığın, müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla garantisini taşır.

İskontolu Değerin Hesaplanması - Finansman bonoları ikincil piyasada işlem görebilir. Bonolar iskontolu olarak

ihraç edilir ve üzerlerinde yazılı olan değer anapara ve faizi içerir. İskonto oranı ihraç eden şirket tarafından ve vadeye göre belirlenir. Günlük satış fiyatı aşağıdaki formüle göre hesaplanır.

$$\text{Satış Fiyatı} = \frac{\text{Nominal Değer}}{\frac{(a)\,(1+r)}{b}}$$

a= Vade sonuna kadar kalan gün sayısı
b= İhraç sırasındaki gün sayısı
r= İskonto oranı.

Burada nominal değer bononun üzerinde yazan değerdir ve bononun ihraç tarihinde, haliyle a/b= 1'dir.

Tablo 9
Yıllara Göre Banka ve Finansman Bonoları İhracı
(Milyar TL)

	1989	%*	1990	%	1991	%	1992	%	1993	%	1994**	%
Banka Bn.	98.0	0.5	330.0	1.3	726.0	1.3	770.0	0.5	2387.5	0.6	724.6	0.2
Finans Bn.	465.4	2.4	215.1	0.8	667.3	1.2	1006.6	0.6	1205.5	0.3	31.5	0.0

* Yıl içinde ihraç edilen toplam menkul kıymetlere oranı
** Haziran sonu itibariyle

Finansman bonoları mevduat faizlerine göre daha yüksek getiri sağlamalarına karşın gerek sistemin tasarrufçulara iyi anlatılmaması, gerekse bono ihracının şirketler açısından çok fazla formalite içermesi bu piyasanın gelişmesini engellemiştir. Burada önemli bir etken de hazine bonolarının Türkiye'de güven açısından çok daha fazla rağbet görmesidir. Tablo 9'da yıllara göre banka ve hazine bonosu ihraçları izlenebilir. 1994 yılı verilerinin haziran sonu itibariyle olmasına karşın, kriz sırasında özel sektör bonoları arzındaki dramatik düşüşü ortaya koyması bakımından ilginçtir.

BEŞİNCİ BÖLÜM
MENKUL KIYMETLER VE BORSA

Borsa ile ilgili ayrıntılara girmeden önce menkul kıymet kavramı üzerinde durmanın faydalı olacağı kanısındayız. Geniş bir tanımlamayla menkul kıymetler, kamu tüzel kişileri ya da anonim şirketler tarafından alacak veya ortaklık haklarını temsil etmek üzere nakit veya ayın karşılığında, belli şekil şartlarına haiz olarak standart meblağ veya standart tipte çok sayıda ve orta, uzun veya sonsuz vadeli olarak seri halinde ihraç edilen, devamlılık arz eden, dönemsel gelir sağlayan ve piyasada tedavül eden, hukuken kıymetli evrak hükmünde belgelerdir.

Menkul kıymet tanımı yasal düzenlemelerle çerçevelenmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu'nca çıkarılan bir tebliğle menkul kıymetler sayılan ve sayılmayan kıymetli evraklar tespit edilmiş ve menkul kıymet sayılmamakla birlikte yasalarca bu biçimde kabul gören ve çek, senet gibi diğer kıymetli evraktan ayrılan bir kıymetli evrak kavramı yaratılmıştır. Bu tebliğde yapılan sınıflama şöyledir.

Menkul kıymetler:

- Hisse Senetleri ve geçici makbuzları
- Tahvil
- İntifa Senedi
- Kâr ve zarar ortaklığı belgeleri
- Hazine bonoları, devlet ve diğer kamu tüzel kişilerinin tahvil ve bonoları
- Tertip halinde çıkarılan ve iki yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri
- Menkul kıymet statüsünde olan özel kıymetli evrak
- Faiz Kuponu, temettü kuponu,
- İki yıldan az süreli ve tertip halinde çıkarılan ipotekli borç ve irat senetleri.

- Yatırım fonu katılma belgeleri
- Maliklerince düzenlenen opsiyon senetleri
- Mevduat sertifikaları.

Bu genel çerçeve içinde menkul kıymetler sağladıkları getiri açısından, "sabit getirili" ve "değişken getirili" olarak ayrılabilir.

I. Hisse Senedi

Yukarıda çizilen genel çerçeveye göre değişken getirili bir menkul kıymet türü olan hisse senedi, bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit paylarından biridir ve sahibine ortaklık hakkı tanır. Vadesi şirketin varlığıyla sınırlı olan hisse senedi, şirket sermayesi içinde temsil ettiği orana göre sahibine yasalarla tanımlanmış olan şu hakları verir:

- Şirketin yıllık kârı üzerinden dağıtıldığı ölçüde pay alma hakkı.
- Şirket yönetimine katılımı ve oy kullanma hakkı.
- Rühçan hakkı
- Tasfiyeden pay alma hakkı
- Şirketin faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı.

Kâr Payı Alma Hakkı - Hisse Senedi sahiplerinin en önemli haklarından biridir. Halka açık şirketlerce dağıtılacak olan kâr payı (temettü) oranlarının alt ve üst sınırları yasalarca belirlenmiştir. Vergi sonrası kâr üzerinden dağıtılacak olan oran, şirketin yönetim kurulunca belirlenir ve ortaklık genel kurulu tarafından onaylandıktan sonra kesinleşmiş olur.

Genel kurulca kabul edilen temettünün dağıtım tarihi ve yeri şirket tarafından ilan edilir. Hisse senetleri üzerindeki yıllara göre bölünmüş olan pay alma kuponları karşılığında yatırımcılar bu haklarını kullanır.

Temettü oranları yüzde olarak ilan edilir ve nominal değer üzerinden ödenir. Örneğin yüzde 80 oranındaki bir temettü dağıtımında, yatırımcının eline her bir hisse için 800 TL geçer. Temettü dağıtımından sonra hisse senetlerinin fiyatı değişir. Bu konuyu sermaye arttırımları bölümünde ayrıntılı olarak inceleyeceğiz.

Şirketin Yönetimine Katılma ve Oy Kullanma Hakkı -

Halka açık şirketlerde her hisse sahibine en az bir oy kullanma hakkı verir. Ancak şirketlerin ana sözleşmelerinde yapılan düzenlemeler sonucu, hisselerin temsil ettikleri oy oranlarında farklılıklar olabilir.

Şirketlerin genel kurullarının yapılacağı tarih ve mekanlar belli bir süre öncesinden halka duyurulur. Hisse sahipleri, ellerindeki hisse miktarlarını ilanda belirtilen yere ibraz ettikten sonra genel kurula katılırlar. Oy hakkı bir temsilciye de devredilebilir.

Halka açık şirketlerin genel kurullarında eldeki hisse senetlerinin oranına bağlı olarak yönetim kurulunun oluşumunda şirket ana sözleşmesinde, sermaye arttırım, kâr dağıtımı, tahvil çıkartılması, şirketin birleşmesi veya tasfiyesi gibi birçok konuda söz sahibi olmak mümkündür.

Türkiye'de halka açık şirketlerin çoğunluk sermayeleri, halen şirketin ilk sahiplerinin elindedir. Sermayenin tabana yayıldığı ve halka açıklık oranlarının yüksek olduğu gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında, yüzde 10'un altındaki hisse paylarıyla yönetimin elde tutulduğu sıkça görülmektedir.

Borsa yoluyla hisse senedi toplayarak, şirket yönetimini ele geçirme uygulamaları son yıllarda Türkiye'de de görülmektedir.

Rüçhan Hakkı - Bu hak şirketin sermaye arttırımı sözkonusu olduğunda gündeme gelir ve arttırılan sermayeden eldeki hisseler oranında yeni hisse alma hakkı olarak tanımlanır. Yeni hisseler ortaklara çoğunlukla "nominal değer" üzerinden satılır. Bazen nominal değerin üzerinde primli fiyat olarak adlandırılan bir fiyattan da satıldığı olur.

Ortaklar rüçhan haklarını kullanarak şirket sermayesi içinde sahip oldukları payı korumuş olurlar. Rüçhan hakkı isteğe bağlı olarak kullanılır.Sermaye arttırım duyurusu sırasında ilan edilen başlangıç ve bitiş tarihleri vardır. Bu tarihten sonra rüçhan hakkını kullanmak mümkün değildir. Sermaye arttırımlarında kullanılmayan rüçhan hakları daha sonra birincil piyasada satışa sunulur.

Tasfiyeden Pay Alma Hakkı - Bu hak hisse senedi sahi-

bine, şirketin iflası veya tasfiyesi durumunda, tüm borçlar ödendikten ve tasfiye masrafları çıktıktan sonra, geriye kalan malvarlığından hissesi oranında pay alma hakkı olarak tanımlanabilir. Ancak iflas süreci çok uzun karışık ve kötü niyete açık olduğundan bu hakkın pratikte pek bir anlamı olduğu söylenemez.

Hisse Senedi Türleri - Hisse Senetleri sermayeyi temsil ve kâra katılma açılarından çeşitli türlerde çıkarılabilir.

a) Adi ve Öncelikli Hisse Senetleri: Şirketin çıkarmış olduğu normal türde senetlere adi hisse senedi denir. Ana sözleşme ile belirlenmek koşuluyla bazı hisse senetlerine, kâr payı alma, sermaye arttırımına katılma oy kullanma ve tasfiyede öncelik gibi birtakım haklarda ayrıcalık tanınabilir. Şirketin yönetimini elde tutmaya yönelik bu uygulamaya da öncelikli hisse senetleri denir.

b) Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri: Hisse senetlerinin hangi oranlarda hamiline ve nama yazılı olacağı, halka açık şirketlerin ana sözleşmelerinde belirtilir. Hamiline yazılı hisseler elden ele teslimle devrederken, nama yazılı olanlar, şirketin pay defterine kayıt edilirler. Nama yazılı hisse senetlerinde sahibinin adı, soyadı ve adresi bulunur.

Nama yazılı hisseler kaybedildiğinde sahibinin hakları devam eder. Ancak sermayenin tabana yayılması, devir kolaylığı ve gizlilik gibi nedenlerle hamiline yazılı senetler daha fazla kabul görmektedir.

c) Kurucu ve İntifa Senetleri: Kurucu hisse senetleri şirketin kuruluş çalışmalarına katılmış olanlara ana sözleşme gereği verilebilir. Bu senetler sermaye payını temsil etmez ve yönetime katılma hakkı taşımaz. Sadece kâr payı alma hakkı verir ve daima nama yazılıdır. İntifa senetleri ise yönetim kurulu kararıyla alacak veya çeşitli hizmetler karşılığında kuruluştan sonra dağıtılabilir. Bunlar da sermaye payını temsil etmez, sadece temettü hakları vardır.

Hisse Senediyle İlgili Bazı Kavramlar - Hisse senedi yatırımcıların sık karşılaştıkları ve temel analiz de denen şirketlerin ekonomik analizini yaparken de kullanılan bazı tanımlamaların üstünde durmakta yarar olabilir:

-Nominal Değer: Hisse senedinin üzerinde yazılı olan

fiyattır. Bu fiyat şirketin sermayesini, dolaşımdaki hisse senedi miktarını, piyasa değerini belirlerken ve muhasebe işlemlerini yapmak amacıyla kullanılır. En düşük nominal değer 500 TL'dir. Daha yüksek olan fiyatlar 500'ün katları şeklinde olmak zorundadır. İMKB'de işlem gören hisselerin çoğu 1000 TL nominal değerdedir. 100 000 TL nominal değerli hisse senetleri de vardır.

-İhraç Değeri: Bir şirketin halka açılması sırasında birincil piyasada işlem gördüğü fiyattır. Bu fiyat nominal değerin üzerinde primli bir fiyattır ve şirket tarafından belirlenir.

-Piyasa Değeri: Hisse senedinin borsada işlem gören fiyatıdır. Bu fiyat arz ve talep koşullarına göre her an değişikliğe uğrayabilir. Piyasa değeri nominal değerin altına da inebilir.

-Defter Değeri: Bir şirketin bilançosundaki özsermaye toplamının, şirketin çıkartmış olduğu hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Özsermaye toplamı ödenmiş sermaye, emisyon primi, yeniden değerleme fonu, yedekler ve geçmiş yıllar zararlarından arındırılmış net kâr rakamının toplanmasıyla elde edilir.

-Tasfiye Değeri: Şirketin tasfiyeye gitmesi durumunda varlıkların satışından gelecek miktardan, faaliyetle ilgili tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunan değerdir.

-Kayıtlı Sermaye: Kayıtlı sermaye sistemine geçmiş olan halka açık şirketlerin genel kurul kararı ve SPK onayı ile yeni hisse senedi çıkararak sermayeyi bedelli veya bedelsiz olarak arttırabileceği sınır değerdir.

-Ödenmiş Sermaye: Çıkarılmış olan hisse senetleri karşılığında yapılan ödemelerin toplamından oluşan sermaye miktarıdır. Şirketlerin bedelli sermaye arttırımında kullanılmayan rüçhan hakları daha sonra birincil piyasada da satılamazsa, bu satılamayan miktar ilan edilen ödenmiş sermayeden düşürülür ve yeni bir sermaye miktarı oluşturulur.

Kayıtlı sermaye sisteminde, genel kurul tarafından saptanan kayıtlı sermaye sınırı içinde sermaye arttırımına gitmek yönetim kurulu kararına bırakılır.

Sermaye arttırımında bedeller taksitler halinde öde-

nirse, her ödemeye "apel" adı verilir.

Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmesi - Yanlızca anonim şirketler hisselerini halka arz edebilirler. Halka açılacak bir şirketin Sermaye Piyasası Kanunu tarafından belirlenmiş olan önkoşulları yerine getirmesi ve Sermaye Piyasası Kurulu'ndan gerekli izinleri alması gerekir. Halka açılmış şirketler ortaklarına karşı yükümlülüklerinde hem Türk Ticaret Kanunu'na, hem de Sermaye Piyasası Kanunu ile Kurul'un denetimine tabidirler.

Hisse senetlerini halka arz eden kuruluş, satışın verilen süre içinde tamamlanmasının ardından, hisseleri borsaya kote ettirir. İMKB'deki yetkili mercilerin izninden sonra hisseler borsada işlem görmeye başlar.

İlk kez hisse senedi ihracına giden şirketler hisselerin yerli veya yabancı yatırımcılara pazarlama ve satışı aşamalarında borsa aracı kurumlarını kullanırlar. Bazı halka açılmalarda, aracılar satılamayan hisseleri kendilerinin alacağına dair taahhüt verirler. Buna taahhütle satış (underwriting) denir.

Son dönemde halka açılmalar daha çok, ilan edilen bir hisse fiyatından daha düşük olmamak kaydıyla, yatırımcılardan miktar ve fiyat talepleri toplama yoluyla gerçekleştirilmektedir. Burada oluşan ortalama fiyat daha sonra hissenin borsadaki başlangıç fiyatı olmaktadır.

Halka açılan bir şirketin hisselerine talip olmadan önce yatırımcıların, şirketin yalnızca son yıl içindeki değil, uzun dönemli performansını gözönüne almaları ve birtakım finansal analizleri (ilerki bölümlerde bunlara değineceğiz) ve oranları kullanarak şirketi sektörüyle ve borsa geneliyle karşılaştırmaları gerekir. Borsanın genel trendinin de, ihraç edilen hisselerin gelecekteki fiyat hareketleri açısından belirleyici önemi vardır.

Borsada işlem görmeye başladıktan kısa süre sonra çıkış değerinin çok üzerindeki fiyatlara işlem gören hisseler olduğu gibi, uzun süre çıkış fiyatının altında kalanların sayısı da az değildir.

Hisse Senedinin Borsa Kotundan Çıkarılması - Borsa yönetmeliğinin ilgili maddelerine göre, borsa kotunda yeralan bir ortaklık aleyhine yapılan icra takibinin karşılıksız kalması halinde, borsa kotasyon komitesinin görüşü

alındıktan sonra, borsa yönetim kurulunca alınan kararla geçici olarak kot dışına alınabilir. Bu karar daha sonraki gelişmelere göre sürekli hale getirilebilir. Bu durum, doğal olarak yatırımcılar açısından büyük kayıplar anlamına gelir. Şirketin tahtası en iyi ihtimalle tekrar açılsa bile, aradan geçen süre ve daha sonra fiyatın seyri yatırımcıları maddi ve manevi zararlara uğratmaya yeter. Bu gibi nedenlerle hisse senedi alırken, mutlaka iyi araştırma yapmak gerekir.

Hisse Senedi Yatırımlarında Vergilendirme - Hisse senedinden elde edilebilecek iki değişik gelir türü olan temettü geliri ile elde tutma dönemine bağlı olan değer artışı geliri kişisel yatırımcılar açısından tümüyle vergi dışı bırakılmıştır.

Ancak temettü ödemelerinde yüzde 20 oranında stopaj ödemekte, bu da hisse hamiline yansımaktadır. Ancak bu kesinti temettü dağıtımın öncesi yapıldığından yatırımcılar bu vergiyi hissetmemektedir.

II. Menkul Kıymet Borsaları

Borsalar nitelikleri ve işlevleri açısından üzerlerinde en çok tartışılan ve oldukça zıt fikirlerin üremesine neden olan finansal kurumlardır. Bu durum sadece ülkemiz için değil, bir asırdan uzun zamandır menkul kıymetler borsası olan ülkeler için bile geçerlidir. Borsayı kimileri nedeni belirsiz ve pek anlamı olmayan fiyat hareketlerinin peşinde koşturan kumarbazların mekanı olarak görürken, diğerleri borsayı ekonominin vazgeçilmez bir parçası olarak görür ve borsa yatırımcısının bir kumarbaza göre çok daha fazla dünyaya ve yaşanan gündeme dönük olması gerektiğini, bu açıdan daha çok bir tüccar olarak algılanması gerektiğini ileri sürer.

Bizim burada böyle bir tartışmayı derinleştirmeye niyetimiz yok, ancak menkul kıymet borsalarının varlığı ekonomiye somut birtakım yararlar sağlar. Bunların üzerinde kısaca durabiliriz:

-Ekonomiye Kaynak Yaratma: Finansal piyasalar içinde fon açığı olan ve dolayısıyla kaynak talep eden kuruluşlar, bu taleplerini finansal aracılar yoluyla sağlarlar (Bkz.

Bölüm I). Ancak enflasyon, faiz oranlarındaki değişmeler gibi bazı risklerle karşı karşıya olan kısa vadeli borçlanma biçimi, aracılık komisyonlarının da eklenmesiyle pahalı hale gelir. Şirketlerin tahvil gibi uzun ve hisse senedi gibi sonsuz vadeli ve iyi kullanıldığı zaman, kısa vadeli banka kredilerine göre çok daha ucuza malolan fon toplama araçlarına ihtiyaçları vardır. Tasarrufların dolaysız olarak üretime yönlenmesini sağlayan bu araçların, halk ya da tasarrufçular nezdinde talep görmesi için, her anlamda sağlıklı işleyen ikinci el ya da ikincil piyasaların yani borsaların varlığı şarttır.

-Likidite Sağlama: Bir borsanın yukarıdaki işlevini yerine getirebilmesi için likit olması, bir menkul kıymeti arz ya da talep eden kişi ya da kurumun ihtiyacına hızla cevap verebilmesi gerekir. İşlem yapmanın ucuz ve kolay olduğu ve eldeki menkul kıymeti istendiği zaman paraya çevrilebileceğinin güvencesini yaratmış borsalar, ekonomideki sağlıklı fon akımına katkıda bulunurlar. Borsalarda sürekli pozisyon tutarak derinliği arttıran spekülatörlerin faydası burada ortaya çıkar.

-Güvence Sağlama: Borsalar menkul kıymetlerin alıcı ve satıcı açısından güven duyulan bir ortamda el değiştirmesine, dolayısıyla menkul kıymetlerin toplam içinde daha sık kullanılır olmasına katkıda bulunur. Borsalar ve takas merkezleri sayesinde alıcılar sahteciliğe karşı, satıcılar ise alacak hakları konusunda güvenceye kavuşurlar.

Ülkemizde, birçok alanda olduğu gibi borsa konusunda da, yasaların işlemesini denetlemekle yükümlü sistem gerektiği gibi çalıştırılmadığı için, sermaye piyasasının sabıka kaydı oldukça kabarıktır. Borsaların çalışma kurallarının çok kesin biçiminde denetlenmesi ve yatırımcının buna duyduğu güven sermaye piyasalarının gelişmesindeki vazgeçilmez unsurlardan biridir.

-Ekonomik Birimlerin El Değiştirmesini Kolaylaştırma: Hisseleri borsada işlem gören bir şirket darboğaza girdiğinde doğru bilgi aktarma zorunluluğu nedeniyle bu durum aleniyet kazanır ve şirketin hisse fiyatları düşer. Şirkete ilgi gösteren sermaye grupları bu durumda harekete geçer ve borsadan alım yoluyla hisseleri toplayarak yönetimi ele geçirir. Bu durumda bir yandan zordaki bir şir-

ketin tümüyle devre dışı kalmadan el değiştirmesiyle ekonomide kaynak israfı önlenmiş olur, diğer yandan da hisse toplanması fiyatların aşırı düşmesine engel olduğu için yatırımcıların zararları sınırlı kalır.

III. Borsaların Gelişimi

Borsaların atası çeşitli mal ve kıymetli madenin el değiştirdiği pazarlardır. Yeniçağ'da denizaşırı yolculukların gerçekleşmesi ve Avrupa'nın Uzakdoğu ile ticaretini arttırıp koloniler kurmaya başlamasıyla, bu ticaretin dağıtım merkezleri olan belirli liman kentleri, dönemlerine oranla oldukça hızlı bir ekonomik hareketliliğe sahne oldu.

Bu canlı ticaret hayatının ve sermaye birikiminin bir sonucu olarak ortaya çıkan borç senetleri, kredi belgeleri ve poliçeler gibi çeşitli finansal araçların el değiştirmeye başlamasıyla emtia piyasasının yanısıra, finansal piyasaların ilk çekirdekleri oluşmaya başladı. Belirli kuralları olan ilk borsa, böyle bir süreç içinde 1487'de Anvers kentinde kuruldu. Bunu Avrupa'nın diğer önemli ticaret merkezlerinde kurulan borsalar izledi.

Menkul kıymet borsalarının asıl gelişmesi batı ülkelerinde sömürgelerden elde edilen büyük sermayenin teknolojik gelişmelerin de etkisiyle yatırıma dönüşmesi ve büyük anonim şirketlerin ortaya çıkmasından sonra 19. yüzyılda gerçekleşti.

Günümüzde New York, Tokyo ve Londra borsaları işlem hacmi bakımından çok gelişmiştir ve süper borsalar olarak adlandırılır. 1980'lerin sonunda bu üç borsanın işlem hacmi dünya borsalarının toplam işlem hacminin yüzde 60'ı civarındadır.

ABD'deki diğer borsalar, Avrupa ve Uzak Doğu borsaları da gelişmiş borsalar arasında sayılır. Chicago, Pasifik, Hong Kong, Frankfurt ve Amsterdam borsaları bu sınıfa örnek olarak verilebilir.

Son yıllarda gelişmekte olan ülke borsalarında da önemli gelişme ve büyümeler gözlenmektedir. Pasifik bölgesi, Latin Amerika, Doğu Avrupa ve Orta Doğu bölgelerindeki Taiwan, Singapur, Sydney, Rio de Janeiro,

Mexico City, Budapeşte, Tel Aviv, Kuveyt gibi borsalar bunlara örnek olabilir. Bu borsalar gelişmiş ülke fonlarından giderek büyüyen oranlarda pay kapmaktadırlar.

Gelişmekte olan ülke borsalarına kayıtlı şirket sayısı 1992'de 14060 iken, 1993'de 14742'ye çıkmıştır. Yine bu borsalar kapsamındaki şirketlerin dünya borsalarındaki şirketlerin toplam piyasa değerleri içindeki payı 1992'de yüzde 8 iken, 1993'te yüzde 12'ye yükselmiştir. Dünya borsalarının toplam piyasa değeri 1993 yılı itibariyle 16 trilyon dolar civarındadır.

Türkiye'de Borsanın Gelişmesi - Osmanlı döneminde kurulan borsa ve Cumhuriyet dönemindeki gelişmeler I. bölümdeki finansal piyasaların gelişimi içinde ele alınmıştır. Bu bölümde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, "IMKB" nin yeniden faaliyete geçtiği 1986 yılından sonraki gelişmeler üzerinde duracağız. Bu dönem boyunca yıllar itibariyle anonim ortaklıklar tarafından ihraç edilen hisse senedi miktarları fikir vermesi açısından tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10
Hisse Senedi İhraçları

Yıl	Miktar (Milyar TL)	Oran (%)*
1986	102.0	2.9
1987	187.2	2.6
1988	364.5	3.6
1989	966.8	5.0
1990	1807.0	7.1
1991	3607.0	6.7
1992	4812.8	2.9
1993	8275.8	2.0
1994**	10123.1	3.3

Kaynak: DPT
* İhraç edilen toplam menkul kıymetlere oranı
** Haziran sonu itibariyle

Borsa endeksinin 373 puandan 2217 puana çıktığı 1989 yılından sonra, toplamda hisse senetlerine olan ilgi arttı ve ardından gelen 2 yıl boyunca, halka açılmalarda

da önemli artışlar görüldü.

IMKB 2 Ocak 1986'da Cağaloğlu'ndaki bir binanın küçük bir işlem salonunda çalışmaya başladı. İşlem gören hisse sayısı oldukça az, katılım kısıtlı, işlem hacmi de çok düşüktü. Farklı bir sistem olan "yazılı emir-toplu açılış fiyatı" uygulanmaktaydı.

Bu sistemde aracı kuruluşlar müşteri alım-satım emirlerini kağıtlara yazarak, borsa eksperlerine verir, eksperler "açılış seansı" olarak adlandırılan bir süre içinde bu emirleri, önce hisseye sonra da fiyatlara göre tasnif edip, alış ve satış açısından en ağırlıklı yani en çok emrin bulunduğu fiyatı "açılış fiyatı" olarak ilan ederler. Daha sonra bu emirler, brokerler yerine, yine eksperler tarafından gerçekleştirilir. Emirlerin gerçekleştirilmesinde zaman önceliği yerine kardeş payı sistemi kullanılır ve gerçekleşme oranına göre, işlemler emirler arasında belli bir oranla paylaştırılır.

İşlem tahtalarına yer verilmeyen bu sistem hem çok fazla kırtasiye nedeniyle ağır işlediğinden, hem de tahta sistemindeki aleniyet ilkesini taşımadığından bir çok sakıncalara yolaçtı ve İMKB'nin Tophane'deki binasına taşındığı 16.11.1987'den itibaren terkedildi.

Bu sistemde her şirketin hisse senedi için ayrılmış olan duvara asılı panolarda, işlemleri borsa eksperleri yerine üyelerin kendileri gerçekleştirir. Bir tarafı alış bir tarafı satış işlemlerine ayrılan panolarda işlemler emirlerin üstünün çizilmesi şeklinde gerçekleştirir. Zaman önceliği geçerlidir. Aynı fiyatla emirlerden ilkönce yazılanına öncelik verilerek işlem yapılır.

Son Dönemdeki Gelişmeler - Borsanın işlem hacminin giderek artması sonucunda bu sistem de yetersiz kalmış ve yüksek işlem hacmi olan hisselerin panoları önünde uzayan işlem kuyruklarında brokerlerin on dakikalarca bekledikleri olmuştur.

Bu sorunu ortadan kaldırmak ve işlemleri en kısa süreye indirmek amacıyla İMKB'de aşama aşama elektronik sistem devreye sokulmuş ve pano sistemi terkedilerek 1995'in başında tümüyle elektronik sisteme geçilmiştir.

Gelişmiş borsalarla aynı özelliklere sahip bu çalışma

Tablo 11
İMKB İşlem Hacmi

	Toplam		Günlük Ortalama	
Yıl	Milyar TL	Milyon ABD $	Milyar TL	Milyon ABD $
1986	9	13	0.03	0.05
1987	105	118	0.42	0.47
1988	149	115	0.59	0.45
1989	1736	773	6.81	3.03
1990	15313	5854	61.99	23.70
1991	35487	8502	143.67	34.42
1992	56339	8567	224.46	34.13
1993	255222	21770	1037.49	88.50
1994	650864	23203	2572.59	91.71

Kaynak: İMKB

sistemi sayesinde İMKB çok daha yüksek işlem hacimlerini kucaklayacak düzeye gelmiştir. Borsanın bugünkü çalışma sistemi üzerinde ilerde daha ayrıntılı olarak duracağız.

Borsaların gelişmişlik düzeyini belirlerken kullanılan en önemli kriterlerden biri, piyasanın derinliği ya da işlem hacmidir. İMKB'nin işlem hacmi olarak 9 yıl içinde gösterdiği performans oldukça etkileyicidir. Dokuz yıl boyunca yaşanan küçüklü büyüklü krizlere rağmen, tablo 11'den izlenebileceği gibi hem yıllık, hem de günlük ortalama işlem hacimleri sürekli artmıştır. Dolar bazındaki artış enflasyon etkisini önemli oranda yokettiğinden daha net bir fikir verebilir.

1986 yılında borsada işlem gören hisse senedi sayısı 41 iken, 1994 sonu itibariyle 181'e ulaştı. Bu arada toplam 23 şirket de borsa kotu dışına çıkarıldı. Gerek borsada işlem gören şirketlerin çoğalması, gerekse sermaye arttırımları sonucu dolaşıma yeni hisselerin çıkarılmasıyla artan işlem hacmine paralel olarak, İMKB bünyesinde el değiştiren hisse sayılarında da büyük artışlar oldu. (Tablo 12)

Elektronik sistemin getirdiği kolaylıklar ve 1995 yılı içinde İMKB'nin yeni binasına taşınmasıyla birlikte bu sayıların çok daha yukarılara çıkacağı açıktır.

Tablo 12
IMKB'de El Değiştiren Hisse Miktarı
(Milyon Adet)

Yıl	Toplam	Günlük Ortalama
1986	3	0.01
1987	15	0.06
1988	32	0.12
1989	238	0.93
1990	1537	6.22
1991	4531	18.34
1992	10285	40.98
1993	35249	143.29
1994	100062	395.50

Kaynak: IMKB

Borsa Bünyesindeki Değişik Pazarlar ve İşlemler - 1994 yılından itibaren IMKB'nin yapısı ve işleyişinde ard arda önemli değişiklikler yapılmaya başlandı. Elektronik sisteme geçiş, çift seans uygulaması, farklı pazarların kurulması gibi konularda yapılan yeniliklerle, IMKB'yi bölgesel anlamda bir uluslararası pazar haline getirmek amaçlanmaktadır.

IMKB bünyesinde birbirinden farklı hisse senedi pazarları çalışmaktadır. Bunlar Ulusal Pazar, Uluslararası Pazar, Bölgesel Pazarlar, Toptan Satışlar Pazarı ile A Tipi Yatırım Fonları Pazarıdır.

-Ulusal Pazar: Borsa kotuna dahil edilmiş olan şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardır. Burada dikkat edilmesi gereken bir konu, hisselerini borsaya kote ettirmiş olan her şirketin borsada işlem görmediğidir. Yukarıda değindiğimiz gibi 1994 sonunda borsa ikincil piyasasında 181 hisse işlem görürken, hisse senetleri borsa kotunda bulunan 1204 adet şirket vardır.

-Uluslararası Pazar: Kurulun çalışmaları sürmekte olan bu pazarda, eski doğu bloku ülkeleri, Türk Cumhuriyetleri ve Orta Doğu devletlerine ait şirketlerin hisse senetleri işlem görecektir.

-Bölgesel Pazarlar: 1994 yılı sonunda Borsa Genelgesi ile kurulmuş olan bu pazarda ulusal pazar kotu dışında kalan şirket hisseleri işlem görmektedir. İlk etapta bor-

sada işlem hacmi çok düşük olan hisselerden oluşturulan bu pazarın Anadolu'ya dönük çalışması ve değişik bölgelerdeki şirketlerin katılımıyla, sermaye piyasasının yayılmasına katkıda bulunması amaçlanmaktadır.

Giriş izinleri ile çalışma esaslarının Borsa'nın yetkili organlarınca düzenlendiği bu pazarın seansı her gün 16.45-17.00 saatleri arasındadır.

-Toptan Satış Pazarı: Büyük miktarlardaki şirket hisselerinin el değiştirme işlemlerinin, şeffaflık ilkeleri içinde, organize bir pazarda yapılması amacıyla kurulmuştur.

Asgari işlem miktarının nominal 1 milyar TL (1 milyon hisse ya da 1000 lot) olduğu bu pazar, özelleştirme uygulamaları sırasında blok satışlara ve resmi yoldan yapılmak istenen hisse devirlerine hizmet verecektir.

-A Tipi Yatırım Fonu Pazarı: Piyasada işlem gören A tipi yatırım fonu katılma belgelerinin, oluşacak fiyatlara göre alınıp satıldığı pazarlardır. Hisse senetleri piyasası ile aynı saatlerde işleme açık olan bu pazarda, uygulanan marjlar da hisse senetleri gibidir.

Yeni kurulmuş olmaları nedeniyle işlem hacimleri çok dar olan bu pazarların etkinlikleri arttıkça, sermaye piyasası hem daha geniş ve farklı yatırım felsefelerine sahip bir yatırımcı yelpazesine kavuşmuş olacak, hem de sunulan seçeneklerin çeşitliliği ve katılımcı sayıları nedeniyle finansal piyasalarda bugüne göre daha önemli yerler tutacaktır.

Özellikli İşlemler - Borsada ancak ayrı saatler içinde yapılabilen ve normal hisse alışverişinden çeşitli bakımlardan ayrılan işlemlerdir. Özellikli işlemler Blok Satışlar, Resmi Müzayedeler ve Birincil Piyasa İşlemleri olarak sınıflandırılmıştır. Bu işlemler Borsa'nın çalıştığı günlerde 9.30-9.45 saatleri arasında yapılır.

-Blok Satışlar: Bir şirketin çıkarılmış veya ödenmiş sermayesinin en az yüzde 10'unun borsada satılmak istenmesi durumunda blok satış yöntemi kullanılır. Bu şahıslarla ilgili bilgiler ve satış koşulları önceden Borsa Bülteni'nde ilan edilir. Blok satış için düzenlenecek seans sayısı Borsa Başkanı' nca belirlenir.

-Resmi Müzayedeler: Mahkemelerin icra dairelerinin ve diğer resmi dairelerin borsada yapılmasını istedikleri

menkul kıymet satış işlemleridir. Burada sözkonusu olan kıymetlerin nitelikleri, satış tarihi ve hangi aracı üye yoluyla satılacağı da Borsa Bülteni yoluyla önceden duyurulur.

-Birincil Piyasa İşlemleri: Borsa kanalıyla halka arz edilecek hisse senetleri ile Borsa'da işlem görmekte olan şirketlerin sermaye arttırımlarında kullanılmayan rüçhan haklarının satışı için yapılan işlemlerdir. Bu işlemler asıl olarak kullanılmayan rüçhan hakları satışında kullanılmaktadır. Henüz IMKB birincil piyasasını kullanarak hisselerini halka arz eden şirket olmamıştır.

IV. IMKB'nin İşleyişi

İMKB, üyelerden elektronik ortam yoluyla iletilen alım-satım emirlerinin zaman önceliği ilkesine göre karşılaştığı ve çok fiyat-sürekli müzayede yöntemiyle gerçekleştirildiği bir borsadır. Haftanın 5 günü çalışan Borsa'nın seansları ve bu seansların tahsis edildiği pazar ve işlemler şöyledir:

09.30-09.45	Özellikli İşlemler -Blok Satışlar -Resmi Müzayedeler -Birincil Piyasa
10.00-12.00 1. seans	
14.00-16.00 2. seans	Ulusal Pazar - İkincil piyasa - Küsürat işlemler - Rüçhan hakkı kupon pazarı - Fon pazarı
16.45-17.00	Bölgesel Pazarlar - İkincil piyasa - Küsürat işlemler - Rüçhan hakkı kupon pazarı

Biz burada yatırımcıları şimdilik en çok ilgilendiren Ulusal Pazar'ın üzerinde duracağız:

Hisse Senedi Alım-Satım İşlemleri -

Aracı Kurumlar: Borsada işlemler çeşitli bankaların da aralarında olduğu aracı kurumlar yoluyla yapılır. 1994 sonu itibariyle 111'i menkul kıymet şirketleri, 64'ü banka olmak üzere 175 aracı kurumun faaliyet belgesi vardır.

Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca aracı kurumlar yaptıkları işlemler ve mali durumları açısından Kurul tarafından sürekli olarak denetlenir. Ancak Türkiye'deki neredeyse tüm denetleme mekanizmalarında olduğu gibi ağır aksak ve yetersiz çalışan bu sistem nedeniyle 1994 krizinde gerek kötü yönetim gerekse kötü niyet nedeniyle mali olarak zayıflayan aracı kurumlara zamanında müdahale edilmemiş ve aynı yıl içinde birçok aracı kurumun faaliyetine son verilince, çok sayıda yatırımcı büyük kayıplara uğramıştır.

Bu nedenle, hisse senedine yatırım yapmayı düşünenlerin, öncelikle güven duyacakları bir aracı kurum seçmeleri şarttır. Bu noktada "en büyük en güvenlidir" yaklaşımından da uzak durup, mümkün olduğunca iyi araştırma yapmak gerekir çünkü 1994'de batan aracı kurumlardan ikisi, borsanın en fazla işlem hacmine sahip, önde gelen kuruluşları arasındaydılar.

Komisyon: Herhangi bir aracı kurumla iş yapabilmek için, belli bir sözleşme imzalamak ve bir müşteri numarası almak gerekir. Aracı kurumlar hisse senedi alım-satımlarında, toplam tutar üzerinden müşterilerinden "kurtaj" adı altında bir komisyon alırlar. Bu komisyon miktarı yasal olarak yüzde 1'i geçemez. Komisyon oranı genellikle işlem miktarına ve müşteriyle olan ilişkiye göre belirlenir ve binde 5 civarında uygulanır.

Kurumla müşteri arasında bir güven ortamı sağlanana dek, piyasadaki genel uygulamaya göre, müşterinin hesabında verilen alım emri kadar para veya satım emri kadar hisse senedi olması gerekir. Ancak karşılıklı güvenin oluştuğu durumlarda, emre karşılık gelen değer, müşteriden takas süresi içinde istenebilir.

Takas İşlemleri: Takas süresi borsa aracılarının gerçekleşen işlemleri sonucu borçlu duruma düştükleri hisse senedi veya nakiti, borsa takas merkezine yatırmaları gereken süredir. İMKB'de uygulanan takas süresi 2 gündür. Aracı kurumlar yatırımcılardan belli bir gün içinde-

ki işlem nedeniyle doğan borçlarını 2 gün sonra saat 12.00'ye kadar ödemelerini talep ederler. Nakit ödemeler aracı kurum merkezine veya İş Bankası Borsa şubesindeki ilgili hesaba havale yoluyla yapılabilir.

Borsa'da işlem yapan taraflar (aracı kurumlar) bu işlemler sonunda doğan borç ve alacaklar nedeniyle birbirlerine karşı değil, takas merkezine karşı sorumludurlar. Taahhütünü zamanında yerine getirmeyen aracı kurum "temerrüde" düşmüş sayılır. Temerrüd süresince aracı kuruma, miktarı yasal düzenlemelerle belirlenmiş olan yüksek faizler uygulanır. Temerrüde düşmenin tekrar etmesi durumunda, borsa idaresi faiz dışında, giderek artan para ve disiplin cezalarını uygulamaya koyar ve sonunda aracı kurumun yetki belgesinin iptali için SPK'ya başvurur.

Saklama Hizmetleri: İMKB'nin ilk yıllarında borsa bünyesinde hisse senetlerini saklamaya yönelik olarak kurulmuş bir yapı yoktu. Her aracı kurum müşterilerin ve varsa kendi hisse senetlerinden oluşan portföyünü kendisi saklar ve takas işlemleri hergün takas merkezinde fiziki teslim yoluyla yapılırdı. Büyük miktarlardaki hisse senetleri bavullar içinde oradan oraya taşınırdı. Bu süre içinde birçok sahtecilik olayları ortaya çıktı ve yine birçok yatırımcı zarara uğradı.

Daha sonra İMKB bünyesinde çok ortaklı bir şirket olarak kurulan İMKB Takas ve Saklama AŞ, takas işlemlerinin yanısıra, aracı kurumlar adına açılan hesaplarda hisse senetlerini saklama hizmeti de vermeye başladı. Saklama merkezi ayrıca isteyen üyelerine belirli ücretler karşılığı, hisse senetlerinin yenileriyle değiştirilmesi, rüçhan haklarının kullanılması, bedelsiz hisse alım haklarının kullanılması ve temettü tahsilatı gibi hizmetleri de vermektedir.

Hisse senetlerinin elden ele dolaşmasını engellemekle piyasadaki önemli bir açığı doldurmuş olan saklama merkezi çalışma sistemi nedeniyle başka bir konuda yetersiz kalmıştır. Aracı kurum bazında saklama yapılan merkezde, belli bir üyenin hesabında saklanan hisse senetlerinin ne kadarının müşterilere, ne kadarının aracıya ait olduğu bilinmemektedir. Bu boşluğu kullanan kötü

niyetli bazı aracı kurumlar, gerçekte kendilerinin olmayan ancak kendi hesaplarında görülen müşterilere ait hisse senetlerini SPK'nın denetleme zaafından da yararlanarak sattılar ve sonunda mali anlamda içi boşaltılmış olan kurumlar denetime alınıp faaliyetleri durdurulduğunda, fatura yine yatırımcılara kesildi ve bir kez daha güven bunalımı yaşandı.

Bu tür olayların tekrarlanmasını engellemek amacıyla borsa bünyesinde "müşteri bazında saklama" sistemi kurmak için çalışmalar başlatıldı. Her müşterinin hesabındaki hisse senedi miktarını, bankaların otomatik para çekme makinaları yoluyla istediği zaman öğrenebilmesi ilkesine dayanan bu kontrol sistemi, yatırımcılar açısından önemli bir güven boşluğunu dolduracaktır. Sistemin deneme çalışmaları 1995'in ilk aylarında başlatılmıştır.

Borsada Müşteri Emirleri ve İşlemlerin Gerçekleşmesi: İMKB'de işlemler "lot" bazında yapılmaktadır. 1 lot herhangi bir hissenin 1000 adedini ifade eder. Örneğin piyasa işlem fiyatı 2000 TL olan bir hissenin 1 lotunun parasal karşılığı 2 milyon TL'dır. 1 lotun altındaki miktarlarla yapılan alım satımlar "küsürat işlemleri" olarak adlandırılır ve karışıklığa neden olmamak için, 1 lotun altında işlem emri verildiğinde, küsürat olduğu mutlaka belirtilir.

Emir Çeşitleri: Alış ve satış emirleri "aktif" ve "pasif" olarak 2 biçimde işleme konabilir. Bir hisseyi en iyi satıcıdan (en düşük fiyatlı satıcı) doğrudan almaya "aktif alım" veya en iyi alıcıya (en yüksek fiyatlı alıcı) doğrudan satmaya "aktif satış" denir. En iyi alıcının fiyatını beğenmeyip, satış emrini daha yüksek satış kademelerine yazmaya "pasif satış", en iyi satıcının fiyatını beğenmeyip daha düşük kademelere alış emri yazmaya ise "pasif alış" denir.

Önceden verilmiş olan pasif alım emirlerinin daha yukarıdaki kademelere doğru, pasif satışların ise daha aşağıdaki kademelere doğru çekilmesine "emir iyileştirme" denir.

Elektronik sistemde, emrin verildiği günkü tavan-taban fiyat marjları içinde kalmak koşuluyla 1 günden 15 güne (işgünü) dek geçerli olan pasif emirler verilebilir. Verilen emirde hiçbirşey belirtilmezse bu yanlızca veril-

diği borsa seansı içinde geçerlidir. Elektronik sistemin sağladığı bu olanak, borsada ileriyi görebilen yatırımcılar açısından bir avantajdır.

Bir defada büyük miktarlar halinde yazılan emirlere "özel emir" denir. Bir borsa emrinin özel emir statüsüne girmesi için, Borsa yönetim kurulunca belirlenen limitin üzerinde olması gerekir. Özel emirlerin üst limiti ise, listenin ait olduğu şirketin ödenmiş sermayesinin yüzde 10'u ile sınırlıdır.

Yatırımcı tarafından aracı kuruma verilen müşteri emrinde işlem yapılması istenen hisse senedinin adı, lot adedi, emir türü, emir süresi ve fiyatı açık olarak belirtilmelidir.

Fiyat Marjları ve Kademeleri: Borsa'da bir seans içinde bir hissenin fiyatı, bir önceki seans sonunda hesaplanan ağırlıklı ortalamasının en çok yüzde 10 altında veya üstünde olabilir. Ağırlıklı ortalamalar hisse bazında elektronik sistem tarafından her işlem sonrasında otomatik olarak hesaplanır.

Fiyat kademeleri her hisse senedi fiyatının bir defada gerçekleştirebileceği en küçük adımı ifade eder. Fiyat kademeleri hissenin baz fiyatına göre belirlenir ve her hisse için standart olarak uygulanır. Bu kademeleri değiştirmek borsa yönetiminin insiyatifindedir. Borsa'da fiyatlar aşağıdaki kademelere göre hareket eder.

-	1000 TL'ye kadar	10 TL ve katları
-	1001 - 2500 TL arası	25 TL "
-	2501 - 5000 TL "	50 TL "
-	5001 - 10000 TL "	100 TL "
-	10001 - 20000 TL "	250 TL "
-	20001 - 50000 TL "	500 TL "
-	50001 - 100000 TL "	1000 TL "
-	100001 - 500000 TL "	5000 TL "
-	500001 - 1000000 TL "	10000 TL "
-	1000000 TL ve üstü	50000 TL "

V. İMKB Endeksleri

Endeksler, birbirinden farklı ve hareketli değişkenlerin yeraldığı bir ortamda, genel hareketin yönü ve mikta-

rını saptamak amacıyla, birçok veriyi aynı anda dikkate alarak çeşitli yöntemlerle hesaplanan sayılardır. Endekslerin, kapsadıkları piyasayı ya da olayı temsil edebilme gücüne sahip olmaları gerekir ve en önemli yararları süreklilik arz etmeleri nedeniyle zaman içinde karşılaştırma yapma olanağı sağlamalarıdır. Çeşitli fiyatlar, üretim, istihdam, geçinme ve borsalar gibi konularda hesaplanan endeksler, sosyal ve ekonomik süreçlerin göstergeleridirler.

Borsa endeksleri 19. yüzyıldan beri kullanılmaktadır ve üç ana yöntemle hesaplanır. İMKB endeksi, kapsamına giren şirketlerin halka açık kısımlarının toplam piyasa değerlerindeki değişmelere dayanan bir hesaplama yöntemiyle oluşturulur. Borsa seansları süresince, çok kısa aralıklarla, bilgisayar tarafından otomatik olarak hesaplanır.

İMKB'de 6 ayrı endeks hesaplanmaktadır. Bileşik, Mali ve Sanayi Endeksler, kapanış fiyatları (son işlem fiyatları) ve ağırlıklı ortalama fiyatlara göre ayrı ayrı hesaplanır. Bunların arasında en eskisi, baz değeri Ocak 1986 = 100 olan, kapanış fiyatlarına göre bileşik endekstir. Bu endeks Ekim 1987'ye dek haftalık, 26 Ekim 1987'den sonra ise günlük değerler gözönüne alınarak hesaplanmaktadır. Tablo 13'de ay sonları itibariyle, endeksteki gelişmeler izlenebilir.

Tablo 13
TL Bazında Bileşik Endeks (Aysonu Kapanış Değerleri)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Ocak	100	216	857	379	3641	4213	4926	4383	20104
Şubat	119	260	721	487	3516	5102	3664	5923	15003
Mart	115	245	635	465	3294	4519	4076	5864	14087
Nisan	112	269	553	533	3308	3554	3686	7807	15096
Mayıs	115	394	553	653	3852	3626	3297	8375	14749
Haziran	115	446	468	795	4132	3587	4407	10778	19766
Temmuz	121	1012	492	701	5384	3041	4264	10077	21752
Ağustos	138	1149	428	875	4939	3301	4157	12357	25282
Eylül	146	1029	455	1475	5085	2937	3976	15079	26825
Ekim	150	786	404	1664	4570	2746	3642	14500	24889
Kasım	160	890	405	1507	3256	4058	3786	18977	28181
Aralık	170	673	373	2217	3255	4369	4004	20682	27257

Ocak 1986 = 100
Kaynak : İMKB

Borsa yönetimi, 1995 yılı için sanayi endeks kapsamındaki 78, mali endeks kapsamındaki 22 şirketi bileşik endeks hesaplamasında baz olarak almıştır. Bu 100 şirketin dışında kalan hisselerin fiyat hareketleri endeksi etkilememektedir. Ağırlıklı ortalamalara göre bileşik endeks ile yukarıda adı geçen mali ve sanayi endekslerin kapanışlara ve ağırlıklı ortalamalara göre hesap edilmesine Ocak 1991'den itibaren başlanmıştır.

İMKB Endeksinin Seyri ve Ana Hareketleri - Borsa endeksleri diğer tüm endeksler gibi kapsadıkları alanın göstergeleridir. Ancak fiyat artışları ya da istihdam gibi, belirli ekonomik koşullara göre değişime uğrayan ve net sonuçlar ifade eden endekslerden farklı olarak borsa endeksi, ekonomi ve siyaset alanlarında yaşanan çok çeşitli değişikliklerden etkilenebilmektedir. Borsanın ekonominin hemen her sektöründen önde gelen kuruluşları barındırması dolayısıyla endeks, faizlerin veya döviz kurlarının yükselmesinden, kamunun borçlanabilmesine, teşvik politikasından özelleştirmeye kadar hemen her boyuttaki ekonomik gelişmeye göre değişikliğe uğrar.

Bunun yanısıra kapsadığı şirketlerle doğrudan hiçbir bağlantısı olmamasına karşın, siyasi huzursuzluklar, terör olayları, devletlerarası ilişkiler ya da sadece insanların ülkenin geleceğine dair genel beklentileri de borsa endeksini etkiler. Bu nedenle borsa endekslerine bir tür ekonomik ve sosyal barometre olarak da bakılır.

Borsa endeksleri dış koşullardan bağımsız olarak borsanın kendi iç dinamikleri nedeniyle de yön değiştirir. Ekonomik ve siyasi alanda her şey yolunda giderken endeksin birden bire tepetaklak olması ya da her şey kötü giderken hızla yükselmeye başlaması mümkündür. Genel bir anlatımla fiyatların çok fazla yükselmesi veya düşmesinden doğan aşırı arz talep dengesizliklerinin neden olduğu bu dönüşler, fiyat hareketlerini inceleyen "Teknik Analiz" yöntemleriyle önceden tahmin edilmeye çalışılır.

Yukarıda sıralanan nedenlerle düz bir çizgi üzerinde hareket ederek sürekli yükselen ya da sürekli düşen borsa endeksine rastlanmaz. Yukarı veya aşağı sürekli hareket halinde olan endeksin, ancak kısa, orta ve uzun vade-

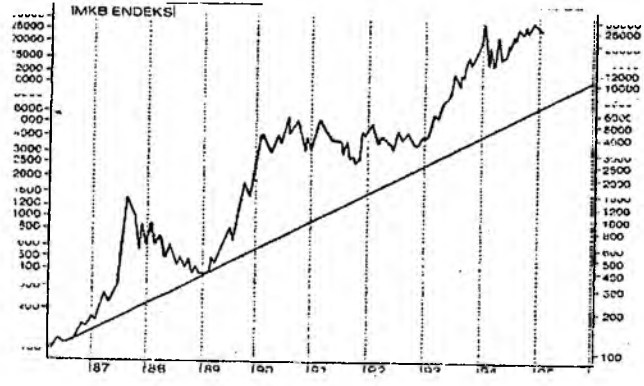
lerle yükseliş veya düşüş trendlerinden sözedilebilir. Uzun dönemi kapsayan bir borsa endeksine bakıldığında, genel bir uzun vadeli trend içinde, farklı yönlere hareket eden, orta ve kısa vadeli trendler ile bunların kırılma ve dönüş noktaları izlenebilir.

5 nolu grafik, İMKB endeksinin Borsa'nın kurulduğu Ocak 1986'dan, 1995 yılı başlarına kadar olan hareketini haftalık kapanışlarla gösteriyor. İzlenebileceği gibi endeks uzun vadeli yükseliş trendini (mega trend) sürdürüyor. Bu trend içindeki ana yükseliş ve düşüş hareketlerini incelemek ilginç olabilir.

Kurulduğu 1986 yılında yüzde 31 civarında bir kazanç sağlayan İMKB, 1987'de yatırımcıların giderek artan ilgisiyle karşılaştı ve Tablo 10'dan da izlenebileceği gibi, piyasaya arz edilen hisse senedi miktarı kısıtlı kalınca, özellikle 270 puanla girdiği Mayıs ayından itibaren müthiş bir çıkış yaşadı ve Ağustos ayında 1200 puanı geçti.

Bu ilk çıkış, kamu ortaklığının iştiraklerini satacağı söylentileri, referadum ve erken seçim nedeniyle, yerini yaklaşık 1,5 yıl süren derin bir çöküşe bıraktı.

İkinci ve daha büyük bir çıkış 1989 başlarında başladı ve bu da yaklaşık 1,5 yıl sürdü. 1988 yılında siyasi otoritenin döviz kurları artışını enflasyonun altında, faizleri ise

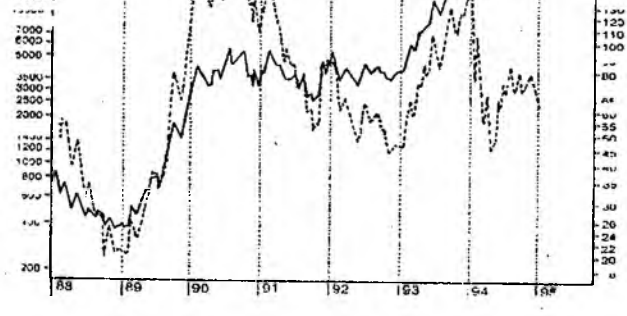


Grafik 5
IMKB endeksi

yüksekte tutmaya karar vermesinin ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından ülkeye gelen yabancı sermaye, işlem hacmi uluslararası portföylerin ölçeğine göre çok dar olan İMKB'yi ateşledi. İç talebin de önemli etkisinin olduğu bu çıkış sonunda İMKB endeksi, 1989 yılında dolar bazında yüzde 467 oranında bir kazanç sağlayarak dünyanın en çok kazandıran borsası ünvanını aldı.

1990 başında Çukurova Elektrik hisselerinde büyük miktarlara ulaşan sahtecilik sonunda çok sayıda yatırımcının zarar görmesi borsayı tökezletti. Ancak artarak gelen yabancı yatırımcıların da etkisiyle, 1990 Ağustosunda 5800 puana ulaşan endekse çelmeyi körfez krizi taktı ve bu çıkış yerini 2 yıldan uzun süren, düşüşlerin daha fazla olduğu çalkantılı bir döneme bıraktı. Endeks 1990 Ağustosundaki seviyesini, ancak 1993 Şubat'ında yakalabildi. 1992 yılında İMKB dolar bazında yüzde 45 oranında kaybettirdi ve bu kez dünya sıralamasında sonuncu oldu.

Endeks üçüncü ana yükselişine Tansu Çiller'in başbakan olmasıyla oluşan geleceğe güven ortamıyla başladı. Faizlerin düşürülmesi, dövizdeki beklentisizlik, ekonomik canlanma, Türki Cumhuriyetleriyle ilişkilerde ileriye dönük olumlu beklentilerin oluşması, hisse senetli yatırım fonlarının teşvik edilmesi gibi nedenler borsayı ateş-



Grafik 6
TL ve ABD doları olarak İMKB endeksi.

ledi. Yabancı yatırımcıların tekrar alımlara başlaması ve hisse senedi kredilerinin açılması, endeksi Ocak ayında 28884 puana kadar taşıdı. İMKB 1993 yılında dolar bazında yüzde 205 kazandırarak, dünya sıralamasında 2. sıraya oturdu.

Ardından 1994 başlarında gelen finansal krizle, bu kez düşüş rekoru kırıldı. Mart ayında endeks 13 bin puan seviyelerine dek indi. 1994 yılı içinde istikrar tedbirleri ve yüksek faizler nedeniyle bir oranda toparlanmasına karşın, İMKB endeksi dolar bazında yaklaşık yüzde 48 oranında değer yitirdi ve bu kez yine dünya sıralamasının dibinde yeraldı.

Dokuz yıllık tarihinin beş yılında müthiş kazandıran dört yılında ise rekor kayıplara yolaçan İMKB endeksi bize göre jeopolitik konumu, siyasal çalkantıları, tutarsız ve kısır politik kararlar ile ekonomik alandaki düzensizlikleri barındıran Türkiye'yi gayet iyi yansıtıyor. Bir anlamda endekslik görevini başarıyla yürütüyor.

VI. Borsada Hisse Bazında Hareketler ve Analiz Yöntemleri

Borsa endeksi ortalama bir değer gösterir. Bu ortalamayı çok yakından izleyen hisseler kadar, endeksin iniş ya da çıkışlarını aynı oranda izlemeyen hatta pek sık olmasa da buna ters hareket eden hisse senetleri olabilir. Hisse senedine yatırım yapmadan önce, yukarıdaki genel olarak bahsedilen kriterleri gözönüne alıp endeksin yönü konusunda bir karar verdikten sonra, hangi hisseye yatırım yapılacağı konusunda, biraz daha farklı kriterlere gözatmak gerekir. Burada önemli olan nokta, hisse senedinin ancak doğru zamanda alınırsa para kazandıracağıdır.

Borsanın genel gidişinin etkisini bir tarafa bırakırsak genel olarak, uzun vadede bir hissenin borsada göstereceği performansı etkileyen en önemli etken, şirketin göstereceği performansla doğru orantılıdır. Borsada bu kuralın spekülatif hareketlerle sık sık bozulduğu olur. Ancak spekülatif hareketleri önceden kestirmek mümkün değildir. Zaten borsada spekülatif bir hareket yaratabil-

mek için, parasal olarak oldukça yüksek miktarlara ulaşan portföylere sahip olmak gerekir. Yatırımcıların da bu tip spekülatif hareketlerden para kazandığı olur. Ancak oldukça hızlı hareket edebilmek ve alış satış zamanlamasını çok iyi yapmak gerekir. Aksi taktirde zarar kaçınılmazdır.

Orta ve uzun vadeli yatırımların, borsada spekülatif ve çok kısa vadeli yatırımlara göre kazanma şansı daha yüksektir. Bu tür yatırımların hangi hisseye yapılacağına karar verirken kullanılan iki ayrı analiz yöntemi vardır. "Temel Analiz" ve "Teknik Analiz" adi verilen bu yöntemlerin her birinin fanatikleri olduğu gibi, iki yöntemi birarada kullanan veya yatırımın vadesine göre yöntem seçen yatırımcı veya portföy yöneticileri vardır. Bu analizleri kısaca tanıtmanın faydalı olacağına inanıyoruz.

Temel Analiz: Temel analiz bir şirketin mali tablolarını (bilanço ve gelir tablosu), yönetim yapısını, yöneticilerini, geçmiş dönem performansını, içinde bulunduğu sektörü ve pazar koşullarını inceleyerek, gelecekteki kârlılık durumunu tahmin etmek üzerine kurulmuş olan bir inceleme yöntemidir.

Temel analiz yönteminde bilanço verileri ve bazı mali oranlar kullanılarak, şirketin "gerçek değeri" hesaplanır ve borsada işlem görmekte olan piyasa değeriyle karşılaştırılıp alım satım kararları verilir. Piyasada kullanılan en "temel" temel analiz yöntemi şirketlerin dönemsel bilançolarındaki net kâr hanesine bakmaktır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta tek bir dönemdeki net kâr rakamı yerine, şirketin üç dört yıllık dönem içindeki kârlılık performansına bakmaktır.

Önceki yıllarda borsadaki şirketler ara dönem bilançolarından sorumlu değillerdi ve bu bilançolarda çıkan rakamlar yıl sonlarında önemli değişikliklere uğrayabiliyordu. Dolayısıyla spekülasyona fazla açık bir ortam vardı. Sonraları başlatılan uygulamayla şirketler 3, 6 ve 9 aylık bilançolarını bağımsız denetimden geçirmek zorunda kaldılar. SPK tarafından çıkarılan bir tebliğle şirketlerin açıkladıkları mali tablolar da standart hale getirilince borsada gerçek verilere dayanan temel analizler yapılabilir oldu.

Temel analizde kullanılan değerlendirme oranlarından bazılarının nasıl hesaplandığı ve ne amaçla kullanılabileceğini aşağıda veriyoruz. Bu oranların şirket bazında hesaplanmış halini yazılı basında her hafta kolaylıkla bulunabilir. Bu oranları kullanırken, şirketleri mutlaka önce içinde yeraldığı sektör, sonra borsa geneliyle karşılaştırarak değerlendirmek gerekir.

- *Fiyat-Kazanç Oranı:* Bir hisse senedinin fiyatının, belirli bir dönem sonunda hisse başına düşen kazancın kaç katı olduğu gösterir.

$$F/K = \frac{\text{Hisse Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kâr}}$$

Hisse başına düşen kâr ise, şirketin belirli bir dönem sorundaki kârının, ödenmiş sermayesine (kayıtlı sermaye sistemindeki şirketler için) göre hesaplanan hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Hisselerin nominal değeri 1000 TL olan şirketlerin sermayeleri 1000'e bölünürse hisse senedi sayısı bulunur.

$$\text{Hisse Başına Kâr} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Ortalama Hisse Sayısı}}$$

Bu formül pratik ve her ana uygulanabilir bir hale getirilirse;

$$F/K = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Net Dönem Kârı}}$$

biçimine girer. Fiyat-Kazanç oranını günlük, haftalık aylık gibi değişik periyotlarla hesaplamak mümkündür.

Fiyat-Kazanç oranını ve beklenen kârı kullanarak bir hissenin piyasa değerinin yüksek ya da düşük olduğu hesaplanabilir. Örneğin CC şirketinin bulunduğu sektör itibariyle uygun fiyat kazanç oranı 10, hisse başına beklenen kazancı 450 TL ise, bu şirketin gerçek fiyatının 4500 TL olacağı sonucuna varılır. Hesaplanan günkü işlem fiyatıyla yapılan karşılaştırma sonucu, hissenin alım veya

satımına karar verilebilir.

Fiyat kazanç oranı hisse senedi yatırımında kullanılan en önemli oranlardan biridir. Bu oranın çok yükseldiği dönemlerde, borsadan uzak durmakta fayda vardır. Tablo 14'de İMKB ortalama fiyat kazanç oranları ay sonları itibariyle verilmiştir.

Tablo 14
İMKB Fiyat-Kazanç Oranı Ortalaması

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Ocak	2.7	4.4	9.6	2.4	18.1	15.1	13.0	7.4	17.0
Şubat	3.3	5.7	8.3	3.0	17.4	17.7	9.0	10.3	12.6
Mart	2.9	5.1	7.3	2.9	16.5	15.5	10.8	10.0	11.2
Nisan	2.8	5.3	6.5	3.4	17.1	13.4	9.7	14.6	11.7
Mayıs	3.2	7.8	6.5	4.3	19.7	13.0	8.7	14.8	11.7
Haziran	3.2	21.4	6.2	4.6	30.7	11.4	11.1	11.5	17.7
Ağustos	4.1	24.4	5.9	5.6	29.9	11.9	14.1	14.1	21.7
Eylül	4.2	21.8	5.5	9.6	31.0	11.0	11.0	17.9	22.3
Ekim	4.3	16.3	5.3	11.1	28.9	10.5	11.2	17.6	22.4
Kasım	4.7	21.3	5.3	10.4	22.8	15.1	10.5	22.3	25.9
Aralık	5.1	15.9	5.0	15.7	24.0	15.9	11.4	25.7	24.8

Kaynak : İMKB

- *Cari Oran:* Dönen varlıkların kısa vadeli borçları karşılama gücünü gösteren bu oranın sektörlere göre değişmesine rağmen, sağlam bir mali yapıyı yansıtması için yıllar itibariyle büyümesi gerekir. 1'in altındaki cari oranlara sahip hisselere ihtiyatlı yaklaşmak gerekir.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönem Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

- *Stok Devir Hızı:* Stokların yıl içinde kaç kez satışlara döndürülebildiğini gösterir. Oranın yüksek olması şirketin az stok tutarak çok satış yaptığını, dolayısıyla potansiyel kârlılığının yüksek olduğunu gösterir.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{(Dönem Başı Stok + Dönem Sonu Stok)/2}}$$

- *Borçlanma Oranı:* Şirketin işletme ve yatırımlarında kulandığı borcun, özvarlıklarıyla olan ilişkisini gösterir. Özellikle faizlerin yüksek olduğu dönemlerde bu oranın yüksek olması, şirketin finansman giderlerini arttırarak, kârlılığın büyük ölçüde düşmesine neden olur. Dikkat edilmesi gereken bir orandır.

$$\text{Borçlanma Oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Özvarlık}}$$

- *Aktif Kârlılığı Oranı:* İşletmenin kaynaklarının ne ölçüde kârlı kullanıldığını gösterir. Oranın büyük olması tercih edilir.

$$\text{AKO} = \frac{\text{Faaliyet Kârı + Finansman Giderleri}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

- *Özvarlık Kârlılığı:* Bu oranda işletmenin kârlılık düzeyini gösterir. Sık kullanılan bir orandır. Ancak borçlanma oranıyla birlikte kullanılmalıdır. Borçlanma oranının düşük, özvarlık kârlılığının yüksek olduğu durum çok iyidir.

$$\text{Özvarlık Kârlılığı} = \frac{\text{Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Toplam Özvarlık}}$$

- *Borçlanma Maliyeti:* Bu oran büyükse şirket pahalı bir kaynaktan borçlanmakta, küçükse tersi bir durumdadır. Bu oranın aktif kârlılığı oranından büyük olması istenmeyen bir durumdur.

$$\text{Borçlanma Maliyeti} = \frac{\text{Finansal Giderler Toplamı}}{\text{Toplam Borçlar}}$$

- *Faiz Kazanma Oranı:* Firmanın faiz ve vergi ödemelerinden önceki kârının, bilanço dönemindeki finansal giderlerden ne kadar fazla olduğunu gösteren bu oran ne derece yüksekse, yatırımcı açısından risk o derece düşer.

- *Piyasa Değeri/Defter Değeri:* Bu oran hisse senedi fiya-

tının, şirketin özvarlıklarının ne derece üzerine çıktığını bir anlamda ne ölçüde pahalılandığını gösterir. Fiyat kazanç oranı gibi, bu oranın da çok yükseldiği dönemlerde alım pozisyonunda olmamak tercih edilir.

$$PD/DD = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Toplam Özvarlık}}$$

Teknik Analiz - Teknik analiz fiyatların geçmiş dönemdeki hareketlerinin incelenmesi yoluyla, fiyatların gelecek dönemlerde nasıl bir yol izleyeceğine dair tahminlerde bulunmayı amaçlayan, matematik temelli, istatistiksel bir yöntemdir. Teknik analizciler piyasadaki eğilimlerin ve arz talep dengelerinin de teknik analizde içerilmekte olduğunu kabul ederler.

Teknik analizde piyasadan elde edilen en yüksek, en düşük ve kapanış fiyatları, ağırlıklı ortalamalar, işlem adedi veya hacmi, belli bir zaman aralığında fiyatların değişme hızı gibi veriler, değişik zaman dilimleri kullanmak suretiyle ve belirli matematiksel formüllerle, birbirlerine ve bu bölünmelerden elde edilen oranlara bölünerek, çeşitli göstergeler elde edilir. Bu göstergeler fiyat grafiklerindeki hareketleri yorumlama teknikleriyle birlikte kullanılarak fiyat hareketlerinin çeşitli vadelerdeki trendleri ve aşağıya ya da yukarıya doğru dönüş noktaları tahmin edilir.

Bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler teknik analizi çok çeşitli yönleriyle kullanıcıların hizmetine sokmuş ve analiz sürelerini çok kısaltmıştır.

Teknik analizin bilinen en eski uygulaması Amerikalı borsacı Charles Dow tarafından yapılmıştır. Ortaya koyduğu teorilerinin halen kullanılması ona teknik analizin babası ünvanını kazandırmıştır. Dow teorisinin fiyat trendleriyle ilgili bölümünü aktarıyoruz:

Piyasanın (tek bir hisse senedi veya endeks) 3 ana trendi vardır. Her trend vade bakımından kendisinden bir sonra gelen trendin düzeltmesini yapar.

- Birincil hareketler veya ana trendler bir yıldan uzun sürer.

- İkincil hareketler veya orta vadeli trendler genellikle 2 hafta ile 9 ay arasında sürerler ve ana trendin sapmalarını düzeltirler.
- Kısa vadeli trendler ise 2 haftaya kadar uzayabilen günlük hareketlerdir. Orta vadeli trendlerin dönüşündeki hazırlık hareketleri, kısa vadeden izlenebilir.

Ana trendlerin 3 aşaması vardır. Birinci aşamada fiyatlar çok düşük düzeylerde seyreder ve akıllı yatırımcılar bu dönemde alıma geçerler. İkinci aşama koşulların iyileşmesiyle fiyatların hızlı çıkışa girdiği "boğa piyasası" dönemidir. Trendi izleyenler bu dönemde alıma geçerler. Üçüncü aşama ise fiyatların doyum noktasına eriştiği ve akıllı yatırımcıların satışa geçtiği dönemdir. Bu dönemde "ayı piyasası" oluşur ve fiyatlar düşmeye başlar.

Teknik analizde fiyat grafiklerinin incelenmesinde kullanılan, yükselen veya alçalan üçgen, baş ve omuzlar, simetrik üçgen, çift tepe, çift çukur gibi formasyonlar ile, hareketli ortalamalar, MACD, Parabolic, RSI, Stochastic gibi çeşitli göstergeler vardır. İhtisas konusu olan teknik analizin detaylarına bu kitabın kapsamı içinde girmek pek mümkün değil. Konuyla daha derinlemesine ilgilenen yatırımcılar piyasada teknik analiz üzerine Türkçe yazılmış kitapları bulabilirler.

Temettü Dağıtımı, Sermaye Arttırımı ve Bölünmeler - Hisse senetlerinin fiyatları şirketlerin temettü dağıtımı ve sermaye arttırımlarından sonra belirli formüller uyarınca değiştirilir. Dolayısıyla bir hissenin geçmişteki fiyatlarına bakarken aradaki düzeltmelerin yapılıp yapılmadığına dikkat etmek gerekir. Borsada kullanılan grafik programları, sermaye arttırımlarından sonra meydana gelen değişiklikleri, gerekli bilgilerin girilmesinden sonra geriye doğru giderek zaman içindeki tüm fiyatlara uygularlar.

Bedelli ve bedelsiz sermaye arttırımları ve temettü dağıtımlarından sonra ortaya çıkacak hisse fiyatı aşağıdaki formül uyarınca bulunur.

$$F1 = \frac{F0 - T + B1}{1 + N}$$

Burada:
F1 = Hissenin yeni fiyatı
F0 = Hissenin bölünmeden bir önceki günkü ağırlıklı ortalama fiyatı
B1 = Bedelli hisselerin kullandırılma fiyatı
N = Bedelli + Bedelsiz arttırım oranları toplamı.
Örnek verirsek: Hisselerinin son ağırlıklı ortalaması 4400 TL olan bir şirket, nominal değer üzerinden yüzde 50 bedelli ile yüzde 100 bedelsiz hisse senedi verip, temettü dağıtmamışsa hisselerin bölünmüş fiyatı ne olur?

$$F1 = \frac{4400 + 1000}{1 + 1{,}5} = 2160\ TL$$

Aynı şirket yüzde 50 (yani 500 TL) oranında temettü de dağıtmış olsaydı yeni fiyat

$$F1 = \frac{4400 - 500 + 1000}{2{,}5} = 1960\ TL\ olacaktı.$$

Şirketler sermaye arttırımları sırasında temettü dağıtmadıkları zaman, arttırım sonucu piyasa çıkan hisselerin (aksi uygulanmadıkça) yıl içinde dağıtılacak olan temettüden yararlanma hakları bulunmaz. Dolayısıyla piyasada aynı şirkete ait iki çeşit hisse senedi bulunur. Bunlardan temettü hakkı olanı "eski", olmayanı "yeni" olarak adlandırılır ve aralarındaki arbitrajsız, normal fark, temettü miktarı kadardır. Kâr paylarının dağıtılmasıyla birlikte bu fark ortadan kalkar ve piyasada yine tek tip hisse işlem görür.

VII. Borsa Yatırımcıları İçin Bazı Öneriler

Menkul kıymetler borsasında yatırım yapan herkes borsayla ilgilenmeye başladığının birinci ayından itibaren çok şey bilmeye başlar. Hele üç, dört senelik borsacı, spekülatör ya da yatırımcıların borsa konusunda bilme-

dikleri pek birşey kalmamış gibidir. Ancak herkesin iki önemli eksiği vardır. Birincisi kimse gelecekte ne olacağını kesin olarak bilemez (ki en önemli bilgi budur), ikincisi ise doğrusunu bilmek ile bildiğini kararlı bir biçimde uygulayabilmek ayrı şeylerdir. Borsada eski, yeni, büyük, küçük her türlü yatırımcı para kaybedebilir ve kazanabilir, önemli olan kazancın ve kaybın sınırlarını önceden çizebilmektir.

ABD'nin en büyük fonlarından Fidelity Magellan'ı uzun yıllardır başarıyla yöneten Peter Lynch'in "İnsanların hisse senedi fiyatları konusunda sarfettikleri en aptalca ve en tehlikeli 12 söz" sıralamasını aktarmak yararlı olabilir. Lynch'e göre bir yatırımcının yapacağı en akıllıca iş bunları kafasından tümüyle atmak.

- Bu kadar düştü, artık daha fazla düşemez.
- Bir hissenin dip yaptığı (yukarı hareketin başlayacağı nokta) her zaman bilinebilir.
- Bu kadar yükseldi, daha nereye gidecek?
- Sadece 2 bin liralık hisse, ne kaybederim ki?
- Eninde sonunda hepsi geri döner.
- En karanlık zaman şafak öncesidir.
- Dert edecek bir şey yok. Ana kağıtlar fazla oynamaz.
- Bir hareket olana kadar çok uzun zaman geçiyor.
- Şu hisseyi almamakla kaybettiğim paraya bak!
- Bunu kaçırdım, başka birini yakalarım.
- Hisse yukarı gitti haklıyım... veya hisse aşağı gitti haksızım.

Aşağıdakiler de Wall Street'te oldukça favori olan önermelerden bazıları:

- Ne alıp sattığınızdan çok ne zaman alıp sattığınız önemlidir.
- Geçerli olan, hisseye ödediğiniz para değil, hisseyi satın aldığınız zamandır.
- Doğru alım zamanlaması, satışta karşılaşılan sorunların yarısını çözer.
- Her zaman piyasada olmak şart değildir.
- Kendinizden emin değilseniz hiçbirşey yapmayın.
- Borsada kazanmanın yolu, hatalı karar verildiğinde en az zararla kurtulmaktan geçer.
- Bir hisseyi hiçbir zaman kutsallaştırmayın. O ne sizi

tanır nede umutlarınızla ilgilenir.

- Elde tuttuğunuz hisse, alınmaz dediğiniz bir fiyata geldiyse satın.
- Bir hisseyi en düşük fiyattan alıp, en yüksek fiyattan satmak çok küçük ihtimaldir.
- Borsada iki duygu vardır, umut ve korku. Tek sorun korkmamız gerektiğinde umut etmemiz, umut etmemiz gerektiğinde ise korkmamızdadır.

ALTINCI BÖLÜM
YENİ YATIRIM ARAÇLARI VE YATIRIM KURULUŞLARI

Birinci bölümde de üzerinde durulduğu gibi, 1960'lardan sonra ABD'de ortaya çıkan çeşitli ekonomik gelişmeler sonucu, üretim dışında kalan fon miktarı giderek artmaya başladı. Bu eğilim özellikle 1970'lerden sonra dünya para sisteminin de değiştirilmesiyle giderek arttı ve nihayet 1990'lara gelindiğinde dünyadaki finansal piyasalarda dönen para, mal piyasalarında ya da toplam ticarette dönen paranın birkaç kat üstüne çıktı.

Bu eğitimi arttıran önemli etkenlerden biri de, finansal piyasaların bilgisayar teknolojisindeki gelişmeleri de kullanarak hızla yeni yatırım araçlarını devreye sokması ve böylece yeni talep yaratmasıdır.

1970'lerin başında adı sanı bilinmeyen bir takım yatırım araçları üzerine bugün dünyanın önde gelen finansal merkezlerinde büyük işlem hacimli borsalar oluştu ve yeni birçok finansal kavram ve meslekler ortaya çıktı. Bu bölümde bunların üzerinde duracağız. Bu tür araçların işlem gördüğü piyasalar (türev piyasalar olarak da adlandırılıyor) ülkemizde henüz kurulmadı ancak son yıllar içindeki hızlı gelişmeleri gözönüne alırsak, bunun pek de uzun zaman almayacağını rahatlıkla söyleyebiliriz.

I. Vadeli İşlem Piyasaları (Futures Markets)

Vadeli işlemler piyasaları belirli bir miktar malın, (bu emtia, döviz, menkul kıymet veya altın olabilir) belirli bir fiyattan, gelecekteki bir tarihte teslim edilmek üzere alım satımının yapıldığı borsalardır.

Vadeli işlem piyasası 19. yüzyılın ikinci yarısında ABD'de tarım üretimi ve pazarlamasında yeralan, çiftçi, ambar işleticisi ve tüccarların daha rahat iş yapabilmeleri amacıyla oluşturuldu.

O yıllarda basit tarım teknikleri nedeniyle, doğal etkenlere bağlı olarak büyük dalgalanmalar gösteren hasat miktarı, ürün fiyatlarının da aynı şekilde dalgalanmasına yol açıyor ve çiftçiler büyük zararlarla karşılaşıyordu. Bunun yanısıra çeşitli teknolojik yetersizlikler nedeniyle pazarın bütününün ve arz-talep miktarlarının bilinememesi de hasat zamanı ile sonraki aylar arasındaki fiyatların çok farklı oluşmasına yol açıyordu.

Bu tip dalgalanmaları önlemek için 1848'de Chicago'da yıl boyu çalışan ve anında fiziki teslime dayalı bir emtia borsası kuruldu. İlk vadeli işlem sözleşmeleri de bu borsada 1860'dan itibaren yapılmaya başlandı.

Vadeli işlem piyasalarının temel işlevi riskten korunma ya da riski dengelemedir. Bu piyasaların yardımıyla tarım ya da sanayi kesimindeki üreticiler, kendilerini fiyat hareketleri nedeniyle uğrayabilecekleri zarardan korurlar. Kullandığı temel girdilerin gelecekteki fiyatlarına karşı kendini güvenceye almış bir sanayici, planlarını daha uzun vadeli yapma olanağına kavuşurken, tarımsal üretici de belirli bir vade sonunda eline geçecek parayı önceden bilir.

Önceleri yalnızca emtia borsalarına paralel çalışan vadeli işlemler piyasası, 1970'lerden sonra gelişti ve finansal piyasalara da yayıldı. 1970'lerin başında döviz, 1975'de tahvil, 1982'de de hisse senetlerinin vadeli işlemleri yapılmaya başlandı. Günümüzde başta ABD olmak üzere uluslararası finansal merkezlerin tümünde vadeli işlemler yapılmaktadır.

Vadeli İşlem Piyasalarının İşleyişi - Vadeli işlem borsalarında fiyat haricindeki, vade, miktar, kalite gibi unsurları standart olan sözleşmeler (kontrat), fiyatları açık arttırma yoluyla belirlenerek alınır veya satılır. Sözleşmelerin her anlamda standart olması, işlemlerin çok süratli biçimde gerçekleşmesini sağlar. Alım satım miktarları 1 kontrat, 500 kontrat şeklinde ifade edilir.

Piyasada işlem yapanlar takas merkezine karşı sorumludur ve piyasa çok iyi belirlenmiş kurallarla yürür. Örneğin 1 Mart tarihli mısır sözleşmesi satan bir kişi vadesi dolmadan önce, tersine bir işlem yapıp bu sözleşmesini kapatmamışsa, Mart ayı içinde borsaya kayıtlı bir depoya, en

çok yüzde 15 nem oranlı, 5000 bushel (kile) sarı mısırı teslim etmek zorundadır. Aksi halde yasal yaptırımlar uygulanır ve bir kez böyle bir duruma düşen kişi, bir daha borsalara giremez. Borsa seans salonundaki işlemler, son derece sıkı ön şartları yerine getirmiş olan aracılar yoluyla yapılabilir.

Vadeli işlem borsalarında alım satım, belli bir marj ödenerek yapılır. İşlem sonucunda eğer mal alınacaksa geri kalan kısmın ödenmesi konusunda garanti verilir. Başlangıçta ödenen marj genellikle sözleşmenin toplam değerinin yüzde 5 ila 10'u arasındadır. Bu miktar müşterinin bir iyi niyet teminatı olarak algılanır ve oranı broker tarafından müşteriye göre belirlenir.

Her hesap broker tarafından piyasa kapanışına göre günlük olarak izlenir ve eğer sözleşmeden edilen zarar marjın altına düşerse, müşteri aradaki farkı yatırması konusunda uyarılır. Bu uyarıya cevap vermeyen yatırımcının pozisyonu kapatılır, yatırdığı teminat yanar ve borsadan çıkarılır.

Vadeli sözleşmeleri hedging amacıyla kullananların başlangıç marjları, spekülatörlere oranla daha düşük tutulur.

Vadeli işlem piyasalarından alınmış olan bir sözleşmenin teslim ayından önce, tam tersi bir pozisyon alınılması durumunda bütün yükümlülüklerden arınmış ve pozisyon sıfırlanmış olarak piyasadan çıkılabilir.

Vadeli piyasalarda işlem gören sözleşmelerin yanlızca yüzde 3'ü emtianın fiili teslimi ile son bulmakta, yüzde 97'si ise teslim ayından önce ters pozisyon alınarak iptal edilmektedir.

Vadeli işlemlere konu olan fiyatlar, emtia piyasalarındaki nakit (spot) fiyatlardan etkilenir ve arada oynamalar olsa da, spot ve vadeli işlem piyasalarının fiyatları genelde aynı yönde gelişir.

Hedging - Bu piyasaların 2 ana katılımcısı vardır. Bunlar "Hedging" mekanizmasını kullanan "hedger"lar ile spekülatörlerdir. Bunların üzerinde kısaca durabiliriz.

Hedging, vadeli işlemlerin, ticari veya sınai faaliyetler sırasında değişen piyasa koşulları nedeniyle ortaya çıkan risklerin en aza indirilmesi amacıyla kullanılmasından kaynaklanan bir mekanizmadır. Bu mekanizmayı kulla-

nan kişi ya da kuruluşa da hedger denir. Hedger'ın amacı bu piyasadan kâr elde etmek değil, sözleşmeye konu olan malın gelecekteki fiyatını kilitlemek veya sabitlemektir. Hedging yapan kişi aldığı pozisyon çok olumlu gitse bile kâr etmez, ancak çok olumsuz gitmesi durumunda da zararı sözkonusu olmaz.

Aşağıdaki örnekte hedging mekanizmasını kullanan bir üreticinin, spot fiyatlardaki gelişmelere göre durumunun ne olduğu ve kendisini nasıl koruduğu izlenebilir.

Tarlasına mısır ekmiş olan bir çiftçi, temmuz ayında mısırın kilesi (27 kg) spot piyasada 2 dolar iken, hasat zamanı fiyatın düşeceğini düşünerek, elde edeceği ürünün fiyatını kilitlemek ister. Bu amaçla elde edeceği ürünle orantılı bir miktardaki sözleşmeyi, vadeli işlemler piyasasında o sıradaki işlem fiyatı olan 2,25 dolardan ve hasat zamanına uygun bir vadeyle satar.

Hasat zamanı spot piyasada mısır fiyatının 1,80 dolara, buna bağlı olarak vadeli piyasada ise 2,05 dolara düştüğünü varsayalım. Bu durumda çiftçi elindeki mısırı fiziki piyasada sattığı zaman kilo başına 20 sent zarar eder. Ancak buna karşın vadeli piyasadaki pozisyonunu vade bitiminden önce, 2,05 dolardan, aynı miktarda bir sözleşme alarak kapattığında, buradan elde edeceği kilo başına 20 sentlik kârla, tarlasındaki mısırın satışından doğan zararı kapatmış olur. Çiftçinin bir hedger olarak istediği de zaten budur.

Eğer çiftçinin tahminin tersine, temmuz ayı ile hasat zamanı arasında mısır fiyatları yükselirse, vadeli işlem piyasasında da fiyatlar yükselecek ve bu kez çiftçi daha yüksek bir fiyattan sözleşme alarak pozisyonunu kapatmak durumunda kalacak, ancak burada karşılaştığı zararı, fiziki piyasadaki kârıyla kapatacaktır. Sonuçta çiftçi açısından yine bir değişiklik olmayacaktır.

Piyasanın diğer tarafı olan spekülatörlerin ise fiziki piyasalarla hiç ilgileri yoktur. Onlar piyasalardaki gelişmeleri izleyip, fiyatların ne yöne gideceğini kestirmeye çalışır ve buna göre, tümüyle kâr amaçlı olarak çeşitli pozisyonlara girerler. Spekülatörler yarattıkları iş hacmi sayesinde piyasanın derinliğini ve likiditesini arttırırlar. Bu işlem hacmi sayesinde hedger'lar istedikleri an karşılarında alıcı

ya da satıcı bulabilirler. Bu anlamda spekülatörler de piyasanın vazgeçilmez unsurlarıdır.

Son yıllarda gelişen ve döviz, menkul kıymet gibi alanlarda vadeli işlemlerin yapılabildiği borsalarda da, piyasa yukarıda açıklanan taraflardan oluşur. Ancak bu borsalarda hedging işlemi yapanlar, ellerinde büyük fonlar tutan emekli sandıkları, sigorta kuruluşları, vakıflar gibi kurumsal yatırımcılardır. Bunlar risklerini en aza indirgemek için, örneğin menkul kıymet borsalarından hisse senedi alırken, vadeli piyasalarda bunun tersi işlemler yani hedging yaparlar. Kur risklerini azaltmak isteyen büyük ithalat ve ihracatçılar ile dış ülkelere yatırım yapan yatırımcılar, vadeli döviz piyasalarında işlem yapabilir.

II. Forward Piyasalar

Forward sözleşmelerinin yapıldığı piyasalardır. Forward sözleşmelerin temelinde yatan mantık vadeli sözleşmelerle aynıdır ve bir malın ilerde teslim edilmek üzere alım veya satımından ibarettir. İki piyasa arasındaki temel fark işleyiş biçiminden kaynaklanır.

Forward sözleşmelerinde standardizasyon yoktur. Alıcı ve satıcı sözleşme konusu olan mal ile ilgili, miktar kalite, vade, fiyat, teslim biçimi ve yeri gibi tüm ayrıntıları kendi aralarında saptarlar.

Bu sözleşmeler aksi belirtilmedikçe üçüncü kişilere devredilemez ve ancak iki tarafın rızasıyla iptal edilebilir. Vade sonunda mal teslimiyle son bulurlar ve teminat yatırma zorunluluğu içermezler.

Forward sözleşmeleri resmi borsaların dışında tezgah üstü (over the counter) piyasalarda işlem görür ve taraflar genellikle birbirlerini tanır.

III. Seçmeli İşlem Piyasaları (Options Markets)

Opsiyon sahibine, belli bir kıymeti, belli bir tarihte veya belli bir süre içinde, önceden belirlenen şartlarla alma ya da satma hakkı veren, hukuki olarak bağlayıcı bir sözleşmedir. Bu hakkı kullanıp kullanmamak opsiyon alıcısının istemine bağlı olduğu halde, satıcının seçme şansı yoktur

ve alıcının istemesi durumunda satış yapmak zorundadır.

İki tür opsiyon vardır. Satın alma opsiyonu (call option) ve satış yapma opsiyonu (put option).

Satın alma opsiyonu hamiline belirli bir fiyattan ve belirli sürede söz konusu malı veya değeri alma hakkını, satış yapma opsiyonu ise yine belirlenmiş şartlarda satma hakkını verir.

Bir satın alma opsiyonu yazan yani satan kişi, opsiyon sahibi bu hakkını kullanmak isterse, sözkonusu malı sözleşmede belirlenmiş fiyata satmak zorundadır.

Aynı şekilde bir satış yapma opsiyonu satan kişi, opsiyon sahibi bu hakkını kullanmak istediği takdirde, malı sözleşmede belirlenmiş fiyattan almak zorundadır.

Her satıcının karşısında bir alıcı vardır. Satın alma opsiyonu satmak, sahip olunan örneğin hisse senetlerini bizden satınalma hakkını başkasına tanımaktır. Satış yapma opsiyonu satmak ise, belirlenen hisse senetlerini bize satma hakkını başkasına tanımaktır.

Satın alma opsiyonu alan yatırımcı fiyatın yükseleceğini, satış yapma opsiyonu alan yatırımcı ise düşeceğini hesaplamıştır. Buna karşın, satın alma opsiyonu satan yatırımcı fiyatın düşeceğini, satış yapma opsiyonu satan yatırımcı ise yükseleceğini hesaplamıştır.

Satın alma ve satış yapma opsiyonları diğer ticari durumlarda olduğu gibi birbirinin tersi olan alış-satış işlemi, ya da tek bir işlemin iki yüzü değildir ve her bir tür opsiyon için bir alıcı ve bir satıcı gereklidir. Bir satış yapma opsiyonu satmış olan kişi ancak bir satış yapma opsiyonu alır ya da bir satın alma opsiyonu almış kişi ancak bir satın alma opsiyonu satarsa pozisyonunu kapatır.

Opsiyon sözleşmesinin yapılabilmesi için bir alıcı, bir satıcı gerekir. Taraflar sözleşmede opsiyon konusu olan değer, işlem fiyatı ve vade üzerinde anlaşırlar. Sözleşme sırasında alıcı, belirli bir primi opsiyon karşılığında yatırır. Vade süresi içinde alıcının aldığı pozisyon zarar eder ve bu nedenle alıcı opsiyon hakkını kullanmak istemezse, yatırdığı prim yanar. Dolayısıyla alıcının riski yatırdığı primle sınırlıdır. Ancak opsiyon satan kişinin riski sınırsızdır. Sözleşme bedelinin tümünün kaybedilmesi bile ihtimal dahilindedir.

Opsiyon, Amerikan piyasasında alıcı tarafından vade süresi içinde istendiği zaman kullanılabilir. Avrupa piyasasında ise opsiyonlar ancak vade bitiminde kullanılabilir. Vade süresi içinde kullanılmayan opsiyonların geçerliliği kalmaz ve satıcı ya da düzenleyicinin yükümlülüğü ortadan kalkar.

Opsiyon borsalarında da standart sözleşmeler kullanılır. Standart olmayan sözleşmeler borsa dışında tezgahüstü (over the counter) piyasada işlem görür. Borsada alıcı ve satıcı takas merkezine karşı sorumludur. Opsiyon sahibi satın alma hakkını kullanmak istediğinde sözleşme bedelini, satış yapma hakkını kullanmak isterse, sözleşme konusu mal veya değeri takas merkezine teslim etmekle yükümlüdür. Bu durumda tersi işlemlerden de opsiyonu düzenleyen takas merkezine karşı sorumludur. Opsiyonlarda ödenecek olan primler açık arttırma sonucu, arz talep koşullarına göre belirlenir.

Örnekler:

Biraz karışık gibi görünen opsiyonlar temel örnekler yoluyla daha kolay anlaşılabilir.

10 milyon TL değerinde bir hisse senedi satın alma opsiyonunu belli bir vadeyle alan bir yatırımcı, 500 bin TL prim ödemiş olsun. Bu durumda vade süresi içinde bu hisse senedinin piyasa fiyatı yükselirse, yatırımcımızın vade süresi içinde hisseleri 10 milyon TL'den satın alma hakkı vardır. Eğer hissenin fiyatı düşerse, yatırımcı piyasadan daha düşük fiyata almak varken, bu sözleşmedeki hakkını kullanmaz. Hissenin fiyatı düşerse kayıp 500 bin TL ile sınırlı kalır. Ancak fiyat örneğin yüzde 10 yükselir ve 11 milyon TL'ye çıkarsa yatırımcı, satın alma hakkını kullanır ve ödediği prim düşüldükten sonra 500 bin TL kazanır.

Kazanan taraf açısından opsiyonun büyük avantajı da burada ortaya çıkar. Örnekte hisse senedi fiyatı yanlızca yüzde 10 yükselmişken yatırımcının kârı yüzde 100 olmuştur. Çünkü yatırdığı ve tüm riski olan 500 bin TL karşılığında, aynı miktarda kâr elde etmiştir.

Burada kaldıraç faktörü etkisini göstermekte ve opsiyonun fiyatını oldukça yüksek oranda değişikliğe uğratmaktadır. Opsiyon piyasalarının inanılmaz hızla gelişmesinin

arkasında yatan önemli etkenlerden biri, bu kaldıraç özelliğidir.

Aynı yatırımcının bu kez başka bir hisse senedinin, 10 milyon TL'lık bir satış yapma opsiyonunu aldığını düşünelim. Bu kez ödenen prim 700 bin TL olsun. Vade süresi içinde hisse yüzde 10 değer kaybeder ve sözleşme değeri 9 milyon TL'ye inerse, yatırımcı kârını yeterli gördüğü takdirde, borsadan sözleşme miktarı kadar hisse senedini 9 milyon TL alır ve satış yapma hakkını kullanarak opsiyon borsasının takas merkezine senetleri 10 milyon TL karşılığı teslim eder. Bu durumda ise ödenen prim düşüldükten sonra 300 bin TL'lık bir kâr sözkonudur ki bu da yaklaşık yüzde 43'e tekabül eder.

Yukarıdaki örneklerde fiyat hareketi tam tersine gelişirse, alıcı konumunda olan yatırımcımız opsiyondan doğan hakkını kullanmaz. Bu durumda opsiyonu satan kişinin prim kadar kazancı olur. Opsiyon piyasalarındaki satıcıların kazançları bu primlerden kaynaklanır. Opsiyonlar, vadeli işlemler gibi risk sınırlamak amacıyla da kullanılır. Ticari işletmeler kullandıkları banka kredilerinin faiz oranlarındaki yükselmelere, ya da vadeli ithalat ihracat işlemleri sırasındaki kur değişmelerine karşı, risklerini en aza indirmek amacıyla opsiyon sözleşmeleri yaparlar.

Opsiyon piyasasının yatırımcılar açısından en önemli avantajı küçük sermayelerle iş yapma ve büyük getiriler elde edebilme olanaklarının varolmasıdır. Ancak yukarıda değinilen kaldıraç faktörü nedeniyle, bu piyasadaki dalgalanmalar oldukça şiddetli olabilir. Bu nedenle opsiyonlar ihtiyatlı yatırımcıların genel olarak uzak durması gereken bir yatırım türüdür.

Son yıllarda çok gelişen opsiyon piyasalarında, döviz, faiz, tahvil, bono, hisse senedi, çeşitli borsa endeksleri, emtia ve vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir.

Genel olarak türev piyasalar adı altında anılan ve forward, futures, options, swap ve bunların birçok kombinasyonunun işlem gördüğü, bu yeni sayılabilecek piyasaların yıllık işlem hacimlerinde büyük artışlar olmuştur. Tezgahüstü piyasalarda dahil olmak üzere 1987'de 1 trilyon dolar olan toplam dünya hacmi, 1993'de 10 trilyon dolara çıkmıştır.

Spekülasyonun en uç noktalara çıktığı bu piyasalarda haliyle eli yananların sayısı da oldukça yüksektir. Bu bölümü son yıllarda piyasaları sarsan bir zarar olayı ile bitirelim. Bir Alman firması olan Metallgesellschaft, Amerikan piyasalarında yaptığı vadeli işlemler sonucunda tam 2,3 milyar dolar zarar etti. Beş ve on yıl vadeli petrol sözleşmeleri satan firma, riskini dengelemek istediğinde en fazla 2 ya da 3 aylık vadelerle ters pozisyonlar alabiliyordu. Vade uyuşmazlığı olarak adlandırılan bu durum, önceleri firmaya kâr sağlamışsa da, sonraları fiyatlar düşmeye başlayınca zarar, 2,3 milyar dolar gibi inanılmaz boyutlara ulaşmıştı.

VI. Kollektif Yatırım Kuruluşları

Portföy kurma ve çalıştırma esası üzerinde oluşturulan kollektif yatırım anlayışı, finansal piyasaların karmaşıklaşmasıyla birlikte ve bu sürece paralel olarak gelişti.

Bu kuruluşların ilk örnekleri 19. yüzyılın ikinci yarısında İngiltere'de ortaya çıktı ve 1920'lerin sonuna doğru ABD'de borsaların yükselmesiyle birlikte çoğaldı. Kollektif yatırım kuruluşlarının asıl gelişmesi, II. Dünya Savaşı'dan sonra oldu ve türleri itibariyle de zenginleşen bu kuruluşlar, sanayileşmiş ülkelerin sermaye piyasalarında önemli miktarlarda fon toplamaya başladılar.

Türkiye'de 1980 sonrası ekonominin liberalleştirilmesi Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkarılması ve buna bağlı düzenlemeler sonucu, ancak 1987'den itibaren görülmeye başlanan kollektif yatırım kuruluşları, yatırımcılardan küçümsenemeyecek ilgi gördü ve kısa süre içinde finansal piyasaların vazgeçilmez unsurları haline geldi.

Kollektif yatırım kuruluşları, yatırımcılardan topladıkları fonları riskin bölüşülmesi ve kâr elde etme ilkesine göre çeşitli menkul değerlere yatıran ve bu şekilde oluşturulan portföyü en iyi şekilde çalıştırma amacını taşırlar.

Giderek daha fazla sayıda menkul değer ve yatırım aracının yeraldığı finansal piyasalarda, bireysel yatırımcının hem alternatiflerin nitelikleri konusunda bilgi edinmesi, hem de bu bilgileri kendi risk ve kârlılık tercihlerine göre değerlendirip yatırımlarını yönlendirmesi oldukça güç gö-

rünmektedir. Bunun yanısıra bir de her şeyin hızla değiştiği finansal piyasalarda bilgiye çabuk ulaşmak daha az zarar veya daha çok kâr demek olduğundan, tekil yatırımcının bu konuda da dezavantajı vardır. Gerçi günümüzde bilgisayar yardımıyla finansal haber kaynaklarına herkes ulaşabilmekte ancak, bunların maliyetleri de yüksektir.

Bu tip nedenlerden dolayı yatırımcılar, ulusal ve özellikle uluslararası piyasalarda yatırım yapmak için, profesyonel yönetimlere sahip, araştırma ve izleme olanakları yüksek olan ortak yatırım kuruluşlarını terçih etmekteler. Aşağıda ülkemizde de uygulanışı olan bu tip ortaklıkların üzerinde duracağız.

Yatırım Ortaklıkları - Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın veya diğer kıymetli madenlerden oluşabilen portföyleri işletmek amacıyla kurulan kayıtlı sermaye esasına dayalı anonim ortaklıklardır.

Dünyadaki uygulamada yatırım ortaklıklarının yönetim yetkileri, portföy oluşturulması ve sermaye yapılarına göre sınıflandırılan çeşitli türleri vardır. Biz burada Türkiye'deki uygulama üzerinde duracağız.

Sermaye Piyasası Kanununca düzenlendiği biçimde, ülkemizde yanlızca "kapalı yatırım ortaklıkları" olarak adlandırılan tipte ortaklıklar kurulabilir.

Buna göre yatırım ortaklığı, kayıtlı sermaye esasına göre, menkul kıymet portföyü işletmek üzere kurulan halka açık anonim şirketlerdir. Bu ortaklıklar ana sözleşmelerinde belirtilen sermaye miktarı kadar hisse senedi çıkarabilirler. Bu hisse senetlerini halka satarlar ve ardından ikincil piyasada yani borsada işlem görmeye başlarlar.

Bu anlamda yatırımcı açısından, yatırım ortaklıklığının borsadaki herhangibir şirketten farkı yoktur. Yatırımcı eğer bu şirketin, elindeki sermayeyi finansal piyasalarda olumlu bir biçimde yönetip, yüksek yıl sonu kârları elde edeceğine dolayısıyla hem temettü veriminin hem de hissenin borsa fiyatının yükseleceğine kanaat getirirse örneğin bir çimento veya tekstil şirketi yerine gidip yatırım ortaklığının hisse senedini satın alır. Elden çıkarmak istediği zaman da, yine borsada satar.

Sermaye Piyasası Kanunu ve buna bağlı tebliğlerle düzenlenen yatırım ortaklıkları, tasarrufların menkul kıymetlere yönelmesine hizmet eden yardımcı kuruluşlardır. Bu kuruluşların işlevleri şunlardır.

- Rasyonel bir yönetimle ortaklık portföyünün oluşumunu sermaye piyasasının koşullarına göre ayarlamak ve bu amaçla menkul değerlerin alım-satımı için en uygun zamanı seçmek.
- Ekonomik araştırma ve ileriye dönük tahminler yaparak, ortakların tasarruflarının değerini korumak ve arttırmak. Yatırımcılara sürekli ve güvenilir bir gelir sağlamak.
- Yatırım riskini faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumuna göre en aza indirecek biçimde dağıtmak.
- Küçük tasarrufları orta ve uzun vadeli yatırımlara doğru yönlendirmek.
- Menkul kıymet portföyünde tuttuğu şirketlerle diğer kuruluşların durumlarını devamlı izlemek ve gerekli önlemleri almak.

Yatırım ortaklıklarının kuruluş ve çalışma koşulları Sermaye Piyasası Kanunu ve buna bağlı tebliğler tarafından oldukça ayrıntılı bir biçimde açıklanmıştır. Riski ve spekülasyonları azaltmaya yönelik yönleri de bulunan bu düzenlemelere göre yatırım ortaklığı portföyünün yüzde 20'sinden fazlasını tek bir hisse senedine yatıramaz. Bir şirketin hisse senetlerini toplayarak, o şirketin ödenmiş sermayesinin yüzde 10'undan fazlasına sahip olamaz, SPK tarafından belirlenen miktarın üzerinde gayri menkul sahibi olamaz ve portföylerine borsa rayiç değerinin üzerinde veya altında hisse senedi alamaz ve satamaz, portföy işletme dışında bir konuyla iştigal edemez vb.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarıyla ilgili yasal düzenleme 1983'de tamamlanmış olmasına karşın, sistemin işleyebilmesi için mutlaka gelişmiş bir borsaya gereksinim olduğundan yatırım ortaklıkları ancak 1990'dan sonra kurulabildi.

1994 yılı sonunda hisseleri İMKB'de işlem gören 3 adet yatırım ortaklığı var. Bunlar Vakıf Yatırım, Global Yatırım ve Atlas Yatırım Ortaklıklarıdır ve hisseleri borsada ilgi görmektedir. 1994 krizinin borsaya çok kötü bir biçimde yansıması ve faaliyeti durdurulan aracı kurumlarla çalışan

çok sayıda yatırımcının mağdur olması nedeniyle SPK, bu ortaklıkların kuruluşu için gereken asgari sermaye oranını arttırdı. Gerekli izinleri almasının oldukça güçleşmesine rağmen 1995 yılı içinde borsaya yeni yatırım ortaklığı katılımların olması beklenmektedir.

Burada yatırımcı açısından bilinmesi gereken bir nokta da borsada işlem gören yatırım ortaklıklarıyla, holdinglerin yatırım şirketlerini birbirine karıştırmamaktır. Koç Yatırım, Ezcacıbaşı Yatırım gibi şirketler portföy yatırımlarıyla uğraşmaz ve borsada hisse senedi alım-satımı yapmazlar. Bunun yerine bağlı oldukları holding bünyesindeki sınai ve ticari yatırımlara iştirak ederler. Gelirleri bu yatırımların kârlılık düzeyine bağlıdır.

Yatırım Fonları - Yatırım fonları da, yatırım ortaklıkları gibi topladıkları fonları, belirli kurallar çerçevesinde finansal piyasalarda değerlendiren kuruluşlardır. Ancak ayrıştıkları noktalar ve işleyiş farklılıkları sözkonusudur. Yasa fonları şöyle tanımlar: "Yatırım Fonları, kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre menkul kıymet partföyü işletmek amacıyla kurulan kuruluşlardır."

Gelişmiş piyasalardaki geçmişi 19. yüzyıla dayanan yatırım fonlarının dış piyasalarda kullanılan çeşitlerine burada değinmeyeceğiz.

Türkiye'de yatırım fonları yasayla belirlenen şartlara uyan ve Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alan banka, sigorta şirketi, emekli ve yardım sandıkları ile A tipi borsa aracı kurumları tarafından kurulabilir.

Fonun kuruluşu için gerekli olan en az miktar 20 milyar TL'dir. Fonun başlangıç sermayesi avans olarak fona konur, saptanan bir portföy oluşturulur ve bu portföy istenen miktarda paya bölünerek, pay başına düşen başlangıç değeri bulunur. Örneğin 36 milyarlık bir fon 1 milyon parçaya bölünürse, her payın ilk ihraç ya da başlangıç değeri 36000 TL'dir. Fonun satışı bu 1 milyon adet katılma belgesi bitene kadar sürer. Fon sahibi yatırım fonunu yatırımcıdan talep geldiğinde geri almak zorundadır.

Yatırım fonları yasa gereği sabit sermayelidir, izinsiz olarak fonun pay sayısı arttırılamaz. Yatırım fonları yatı-

rımcıya kâr dağıtmaz. Portföydeki menkul kıymetlerin tahsil edilen temettü ve kupon bedelleri de fona ilave edilir ve bu yolla giderek zenginleşen fonun katılma belgelerinin değeri artar.

Fon katılma belgelerinin işlemlerinden komisyon alınamaz. Dolayısıyla alış-satış gibi ikili bir fiyat yerine tek fiyat üzerinden alınıp satılırlar. Fon yönetimi katılma belgelerinin fiyatını günlük olarak belirler ve bu değer izleyen işgününde açıklanır. Bu fiyatlar yüksek tirajlı gazetelerin ekonomi sayfalarında duyurulmaktadır.

Yatırım fonu portföyüne alınabilecek hisse senedi, bono, tahvil, altın, kıymetli taş, döviz veya yabancı menkul kıymet oran sınırları yasalarca belirlenmiştir.

Ülkemizde yatırım fonları portföy yapılarına göre A ve B tipi olmak üzere iki gruba ayrılır. A grubu fonlar portföylerinde en az yüzde 25 oranında hisse senedi bulundurmak zorundadır. B tipi için bu tip bir sınır yoktur ve bunlar daha çok devlet borçlanma araçları ile döviz ağırlıklı fonlardır.

A tipi fonların fiyatları doğal olarak B tiplerine göre daha hareketlidir. B tipinde fiyat az artabilir ancak hiçbir zaman düşmez. A tipinde ise fiyat hızla yukarı gidebileceği gibi, geri dönüp bir süre alış fiyatının altında da kalabilir.

Dolayısıyla A tipi fon alırken yatırımcıların borsanın trendlerinden haberdar olmaları gerekir. Burada ayrıca fonların içerdiği hisse senedi oranlarını bilmek de önemlidir. Fon yönetimleri, bu tip portföy bilgilerini yatırımcının talep etmesi durumunda vermek zorundadır.

Bu amaçla yatırımcılar ilgili banka veya kuruluşun fon yönetimi bölümüne başvurabilirler. Piyasada oldukça yoğun ilgi gören fonların sayısı 1994 sonu itibariyle, A tipi 40, B tipi 50 tane olmak üzere 90'a ulaşmıştır.

Aşağıda bir fikir vermesi amacıyla, 1994 yılında A ve B tipi fonlar arasında en yüksek getiriyi sağlayan ilk 5 fonu karşılaştırmalı olarak veriyoruz. 1994'ün borsa açısından olumsuz, faizler açısından çok olumlu geçtiğini unutmayalım.

	A Tipi Yıllık Getiri %	B Tipi Yıllık Getiri %
1. sıra	319.79	189.21
2. sıra	221.44	173.60
3. sıra	163.09	158.30
4. sıra	159.80	150.97
5. sıra	152.96	149.85
6. sıra	130.51	149.44
7. sıra	125,38	147,57

Yatırım fonu almak için fon çıkartmış olan banka veya diğer kurumların merkez veya şubelerine başvurmak gerekir. Ancak piyasada gözde olan fonların pek de kolay bulunamıyacağını hatırlatmakta yarar var. Fonlar istendiği anda alınan kuruma başvurmak yoluyla satılabilir.

Portföy Yönetimi - Müşteri portföyü yönetimi, borsa aracı kurumların, yasanın çizdiği aracılık kapsamı içine giren faaliyetlerinden biridir. Yatırımcılardan, aracı kurum tarafından saptanan asgari miktarın üzerinde olmak kaydıyla toplanan fon, önceden belirlenen bir dönem boyunca, borsada değerlendirilir. Genellikle en az 1 ay olan bu dönem sonunda portföyün ortalama kârı (ya da zararı) hesaplanır ve yatırımcıya ana parasıyla birlikte ödenir.

Borsanın yükseldiği dönemlerde, artan sayıda aracı kurum (bankalar da dahil) portföy yönetimi duyurusu yapar. Portföy yönetimlerinin genellikle birden çok yatırım alternatifleri olur ve yatırımcı başvurusu sırasında kabullendiği bir getiri/risk oranına göre bu alternatiflerden birini seçer.

Portföy yönetimi konusunda mevzuatta herhangi bir açıklık yoktur. Alınacak komisyondan yönetimin şeffaflığına dek her şey duruma göre değişir. Bu iş tümüyle, yatırımcının parasını teslim ettiği aracı kuruma güveni üzerine kurulu tek taraflı bir ilişki biçiminde yürür. Bu nedenle portföy yönetimleri konusunda yatırımcılardan kaynaklanan şikayetlerin sayısı oldukça fazladır. Son dönemde SPK, portföy yönetimlerinin duyuru ve reklamlarında kullandıkları yüzdeler ve terminoloji konusunda daha dikkatli olunması için uyarılarda bulunmuştur. Bu konuda karar vermeden önce ortada uçuşan rakamlardan etkilenmeden, mutlaka iyi araştırma yapmak gerekir.

İletişim Yayınları • PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

CEP ÜNİVERSİTESİ

YeniYüzyıl Kitaplığı

Bilgi günümüzün en önemli değeri haline geldi. Ama çığ gibi büyüyen bilgi üretimini izleyebilmek, günlük koşuşturmanın içinde neredeyse imkansız. Gündelik hayatımızı yakından ilgilendiren konularda bile kitap okuyacak zaman bulamıyoruz. Oysa bunun ötesine geçebilmek, kendimizi her konuda geliştirmek, kültürümüzü arttırmak hepimizin düşü.

Cep Üniversitesi size çağdaş bilgi ve kültürün kapılarını açıyor. Cep Üniversitesi'nin kitapları, Fransız "Que sais-je" (Ne biliyorum?) dizisinden titizlikle seçildi ve Türkçeleştirildi. Cep Üniversitesi ayrıca, Türkiye'nin tarihiyle, siyaset, kültür, ekonomi hayatıyla ilgili konularda özel olarak bu dizi için uzmanlara ısmarlanan eserlerle zenginleştirildi.

YeniYüzyıl Kitaplığı

Emlak Bank'ın katkılarıyla