T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS PROJESİ

GELİŞMEKTE OLAN İKİ BORSADA FİNANSAL PİYASALARIN KARŞILAŞTIRILMASI: BUDAPEŞTE BORSASI VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI ÖRNEĞİ

KORAY AKCAN

PROJE DANIŞMANI
YRD. DOÇ. DR. ENGİN DEMİREL

EDİRNE 2013

T.C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS PROJESİ

KORAY AKCAN tarafından hazırlanan **GELİŞMEKTE OLAN İKİ BORSADA FİNANSAL PİYASALARIN KARŞILAŞTIRILMASI: BUDAPEŞTE BORSASI VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI ÖRNEĞİ** konulu **YÜKSEK LİSANS** Projesinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 12.-17. maddeleri uyarınca **17.07.2013 Çarşamba** günü saat **13:00**'da yapılmış olup, projenin BAŞARILI OLDUĞUNA ..... **OYBİRLİĞİ/~~OYÇOKLUĞU~~** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	**KANAAT**	**İMZA**
Yrd. Doç. Dr. Engin DEMİREL (Danışman)	BAŞARILI	
Yrd. Doç Dr. Ahmet ATAKİŞİ	BAŞARILI	
Doç. Dr. Batuhan GÜVEMLİ	BAŞARILI	

Projenin Adı: Gelişmekte Olan İki Borsada Finansal Piyasaların Karşılaştırılması; Budapeşte Borsası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği.
Hazırlayan: Koray AKCAN

ÖZET

Bu projenin amacı; gelişmekte olan iki ülke; Macaristan ve Türkiye'nin finansal piyasalarını inceleyip, Budapeşte Borsası ile İMKB arasındaki ilişkilerin değerlendirilmesidir.

Çalışma 3 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde finansal piyasalar kavramına genel bir giriş sonrasında Budapeşte borsasının tarihsel gelişimi, temel özellikleri ve diğer tüm bilgiler derinlemesine incelenmiş ve bölümlere bir ön hazırlık yapılmıştır. İkinci bölümde ise İMKB ayrıntılı bir biçimde ele alınarak, Budapeşte borsası ile aralarındaki etkileşim ortaya konulmuştur. Üçüncü bölümde yapılan analiz çalışmasıyla iki borsa arasındaki ilişki ortaya konmuş ve sonuç değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Gelişmekte Olan Piyasalar, Finansal Piyasalar, Hisse Senedi Piyasaları.

Name of the Project: Emerging Financial Markets Comparison Between Two Stock Exchanges; Budapest Stock Exchange and Istanbul Stock Exchange Case.
Prepared by: Koray AKCAN

ABSTRACT

The objective of this study is; to examine the financial markets in two developing countries; Hungary and Turkey and to evaluate the relations between Budapest Stock Exchange and Istanbul Stock Exchange.

This project contains three chapters. In the first chapter, after a brief introduction to financial markets, it examines the historical development, the basic features and other related information of the Budapest Stock Exchange. The second chapter studies Istanbul Stock Exchange with all the details and the interaction with Budapest Stock Exchange. The third part evaluates the relation between these two stock exchanges by the analysis and determines the conclusion.

Keywords: Emerging Markets, Financial Markets, Stock Exchanges.

ÖNSÖZ

Uzun bir emeğin sonucu olan bu çalışmada, süreci öğretici ve keyifli bir biçimde yaşamamı sağlayan herkese tek tek teşekkürlerimi sunmayı bir borç biliyorum.

Öncelikle bu projenin oluşması sırasında bana maddi manevi her türlü desteği sağlayan aileme;

Konu seçiminden tamamlanmasına kadar geçen sürede benden yardımlarını ve desteklerini esirgemeyen, yurtdışında bulunduğum süre boyunca bana sabır gösteren proje danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Engin DEMİREL' e;

Çalışmanın Macaristan ayağında çok büyük emekleri bulunan, benimle fikirlerini paylaşan değerli hocalarım Szent Istvan Üniversitesi Mikro Ekonomi Bölüm Başkanı Prof. Dr. Maria FEKETE-FARKAS ve asistanı Mark MOLNAR'a;

Budapeşte Borsası ile ilgili bilgi edinme sürecinde çok büyük yardımları olan Budapeşte Borsası Satış Departman Direktörü Kata KRAXNER'a;

En derin saygılarımı ve teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Edirne 2013 Koray AKCAN

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **i**
ABSTRACT ..... **ii**
ÖNSÖZ ..... **iii**
İÇİNDEKİLER ..... **iv**
TABLOLAR LİSTESİ ..... **vii**
GRAFİKLER LİSTESİ ..... **viii**
KISALTMALAR LİSTESİ ..... **ix**
GİRİŞ ..... **ix**

BİRİNCİ BÖLÜM

1.PİYASA KAVRAMI…….....3
1.1. Piyasa Kavramları, Çeşitleri, Özellikleri…….……3
1.1.1.Gerçek Piyasalar.....3
1.1.2. Finansal Piyasalar…….…….…….…….....4
2.BORSA KAVRAMI…….9
2.1. Borsa Tanımı…….…….....10
2.2.Borsaların Tarihçesi…….....…….……..11
2.3. Borsa Türleri……..…..…….....13
2.3.1. Menkul Kıymetler Borsaları……..…..13
2.3.2. Vadeli İşlem (Futures) Borsaları……...…...14
2.3.3. KOBİ Borsaları……...……16
2.3.4. Kıymetli Maden Borsaları…….……..….18
2.3.5. Emtia (Ticaret) Borsaları…….……..…...20
3. MACARİSTAN EKONOMİSİ VE BUDAPEŞTE BORSASI……..…….……...22
3.1. Macaristan Genel Ekonomik Durumu……..……..…...22
3.2. Budapeşte Borsası Tarihçesi……..……....29
3.2.1. Hisse Senetleri Piyasası……...32

3.2.2. Türev Ürünleri Piyasası…….……...35
3.2.3. Borçlanma Araçları Piyasası.……..……...37
3.2.4. Takas/Mutabakat……...…….38
3.2.5. Emtia Piyasası……..…….38
3.2.6. Yatırımcılar……..…….40

İKİNCİ BÖLÜM

1. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI…….……46
1.1.Türkiye'de Sermaye Piyasaları, Borsa ve İMKB Geçmişi……..46
1.2. İMKB Tanımı, Başlıca Görevleri ve Organizasyon Yapısı……...….53
1.2.1. İMKB Tanımı……...…….53
1.2.2. İMKB Başlıca Görev ve Yetkileri 54
1.2.3. İMKB Organizasyon Yapısı…….....55
2. İMKB'NIN İŞLEYİŞİ..... 61
2.1. Hisse Senedi Piyasasında Pazarlar..... 63
2.1.1. Ulusal Pazar…….…….…….……..64
2.1.2. İkinci Ulusal Pazar…….……...……...…….66
2.1.3. Toptan Satışlar Pazarı…….……...……...……68
2.1.4. Yeni Ekonomi Pazarı…….……...……...……68
2.1.5. Gözaltı Pazarı…….……...……...…… 71
2.1.6. Fon Pazarı……..……...72

3. İMKB HİSSE SENEDİ ENDEKSLERİ……...……..72
3.1.İMKB Ulusal-100 Endeksi……...……...……...…..73
3.2. İMKB Ulusal – Tüm Endeksi……...…….....73
3.3. İMKB Ulusal - 30 Endeksi…….....……...…..73
3.4. İMKB–30 ve İMKB–100 Endekslerindeki Hisse Senetlerinin Seçimi……...…75

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1. BUDAPEŞTE BORSASI, İMKB VERİLERİ VE VERİLERİN ANALİZİ…..77

1.1.Panel Veri Analizi ve Sonuçları..... 78

SONUÇ……81

KAYNAKÇA…….....83

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Mali Sistem Şeması……..…….……7
Tablo 2: Macaristan Ekonomisi Temel Göstergeler…….…….……23
Tablo 3: Macaristan İhracatında İlk 20 Ülke……..…….……..24
Tablo 4: Macaristan İthalatında İlk 20 Ülke…….…….……25
Tablo 5: Budapeşte Borsası'nda en yüksek paya sahip 3 ortak……..…..……..31
Tablo 6: Türev Ürünleri Piyasası Açılış Saatleri…….…….…….36
Tablo 7: Emtia Piyasası……...…….……..39
Tablo 8: 2012 yılı toplam işlem hacmi dağılımı……..……..40
Tablo 9: İMKB Organizasyon Şeması……..…….57
Tablo 10: Bazı Borsa Endeksleri……..…….74
Tablo 11: Bağımlı değişken borsa performansları, bağımsız değişken döviz kuru verileri……...…….…….....78
Tablo 12: Küçük Kareler Yöntemi ile Sabit Etkinin Gösterilmesi……78
Tablo 13: Test Sonucu Olabilirlik Oranı (Likelihood ratio) Sabit Etki Sonuçları……..……...79

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Avrupa'da Budapeşte Borsasının Önemi 31
Grafik 2: Budapeşte Borsası Ortakları 33
Grafik 3: 2002-2012 yılları arasında Budapeşte Borsası Performansı 42
Grafik 4: 2002-2012 yılları arasında İMKB Performansı 76
Grafik 5: Borsa İstanbul ve Budapeşte Borsası Performansları Karşılaştırmalı Grafiği 2002-2012 77

KISALTMALAR LİSTESİ

AB:	Avrupa Birliği
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.:	Adı Geçen Eser
a.g.m.:	Adı Geçen Makale
a.g.r.:	Adı Geçen Rapor
BIST:	Borsa İstanbul
BP:	Birincil Piyasa
EBRD:	Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası
EIF:	Avrupa Yatırım Fonu
HUF:	Hungarian Forint (Macar Forinti)
İAB:	İstanbul Altın Borsası
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İP:	İkincil Piyasa
İTO:	İstanbul Ticaret Odası
KHK:	Kanun Hükmünde Kararname
KOBİ:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
PP:	Para Piyasası
SP:	Sermaye Piyasası
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
TTK:	Türk Ticaret Kanunu
TCMB:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
s. :	Sayfa
vb.:	Ve benzeri

GİRİŞ

Yirminci yüzyılın son çeyreğinde yaşanan ekonomik, politik ve teknolojik gelişmeler uluslararası sermaye hareketlerini ve dolayısıyla piyasalar arasındaki bütünleşmeyi artırmıştır. Uzmanlar bu durumun sonucu olarak piyasaların etkinliğinin artacağına, buna karşın yatırımcılar açısından çeşitlendirmenin sağlayacağı faydaların azalacağına işaret etmektedir.

Ülkemizde bu alanda yapılan araştırmaların ve yetişmiş insan kaynaklarının azlığını bir kenara koyacak olursak, son yıllarda bu alanda yapılan çalışmalar incelendiğinde, söz konusu çalışmalarda daha çok gelişmiş ülke piyasalarının kendi aralarındaki bütünleşmesi veya gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarının bütünleşmesi incelenmektedir. Gelişmekte olan piyasalar arasındaki etkileşimi inceleyen çalışmalara ise nadiren rastlanmaktadır. Bu çalışma, gelişmekte olan İMKB ile, yine gelişmekte olan bir konumda bulunan Budapeşte borsası arasındaki etkileşimin incelemesi bakımından önemlidir. Ayrıca, İMKB son yıllarda gösterdiği performans ile yabancı yatırımcıların ilgisini çeken bir piyasa konumundadır. Dolayısıyla İMKB ile diğer ülke piyasaları arasındaki ilişkiyi tespit etmek uluslararası portföy çeşitlendirmesi yaparak risklerini azaltmak isteyen yatırımcılara yol göstericidir. Bunun da ötesinde uluslararası piyasalar ile entegre bir piyasa daha etkin bir piyasa olarak kabul edildiğinden, konu piyasa etkinliği açısından da önemli olarak kabul edilmelidir. Bu projenin hazırlama süreci sonlarında Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası ile İstanbul Altın Borsası İMKB altında birleştirilerek Borsa İstanbul (BIST) ismiyle yürürlüğe girmiştir, ancak çalışma içerisinde birbirlerinden ayrı olarak ele alınacaklardır.

Bu çalışmanın temel amacı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) hisse senedi piyasası ile gelişmekte olan Macaristan hisse senedi piyasaları arasındaki etkileşimi araştırmaktır. Bu amaç çerçevesinde, öncelikle finansal piyasalar ile ilgili genel kavramlar incelenip, bu doğrultuda Macaristan piyasalarına bir giriş yapılarak, Budapeşte Borsası tarihi, kuruluş yapısı ve diğer genel bilgiler incelenerek ilk bölüm oluşturulmuştur. İkinci bölümde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB),

Budapeşte borsası ele alınırken yaptığımız gibi, tarihçesi, sistematik yapısı, özellikleri vb. tüm detaylarıyla ele alınarak üçüncü bölümde yapacağımız Budapeşte Borsası ve İMKB analizine zemin hazırlanmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde ise Budapeşte borsası ile İMKB verileri kullanılarak, hem Türkiye-Macaristan hem de iki borsa arasındaki etkileşim değerlendirilmeye alınmıştır. Sonuç olarak bu çalışmayla, ilgili tüm çevrelerin ve kamuoyunun objektif olarak bilgilendirilmesi ile sağlanacak yararların maksimize edilmesi amaçlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PİYASA KAVRAMI

Bu bölümde finansal piyasa kavramı ve kapsamı kısaca tanımlanacak ve borsa kavramı da kısaca incelendikten sonra, Budapeşte Borsası ile ilgili ayrıntılı bir inceleme yapılacaktır.

1.1. Piyasa Kavramları, Çeşitleri, Özellikleri

Genel kabul gören tanıma göre piyasa, alıcı ve satıcıların birbiri ile karşılıklı olarak çeşitli araçlarla iletişim kurup, alım-satım işlemini gerçekleştirdikleri yere verilen addır. Daha geniş bir tanım yapmak gerekirse; fon kullanan girişimciler ile fon arz eden tasarruf sahipleri arasındaki akımı düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan yatırım ve finansman araçları ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya *"piyasa"* denir. Piyasa kavramı somut olarak düşünülürse, daha çok borsa olarak tanımlanabilir. Borsa hangi türde olursa olsun, arz ve talebin karşılaştığı bir mekandır.[1]

Piyasa bir ülkenin sınırları içinde ise ve o ülkede yapılan işlemleri kapsıyorsa buna iç piyasa, işlemler ülke sınırlarını aşıyorsa buna da uluslararası piyasa denir. Piyasalar, iktisadi açıdan gerçek piyasa ve finansal piyasa olmak üzere ikiye ayrılır.[2]

1.1.1 Gerçek Piyasalar

Gerçek piyasalarda bir taraftan nihai mal ve hizmetlerin, diğer taraftan da bu nihai mal ve hizmetlerin üretiminde kullanılan üretim faktörlerinin alım satımı söz konusudur. Bu piyasaların birincisine mal ve hizmet piyasaları, ikincisine faktör piyasası denir. Mali sistemin temel fonksiyonu, ekonomide fon arz ve talebini dengeleyerek kaynakların kesimler arasında zaman ve miktar açısından optimal

[1] İMKB, *Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası*, İstanbul, Ekim-2009, s.1.
[2] İMKB, *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, 19. Basım, İstanbul, Mayıs-2006, s.1.

dağılımını sağlamaktır. Mali sistem bu fonksiyonunu mali piyasalar aracılığı ile yerine getirir.[3]

1.1.2. Finansal Piyasalar

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

a) Tasarruf sahipleri (fon arz edenler),
b) Yatırımcılar (fon talep edenler),
c) Yatırım ve finansman araçları,
d) Yardımcı kuruluşlar,
e) Hukuki ve idari düzen olarak sıralanabilir.[4]

Finansal piyasaları işlevleri ve fonların süreleri gibi çeşitli kriterlere göre sınıflandırmak mümkündür.

a) Para ve Sermaye Piyasaları

Finansal piyasalar sağlanan fonların sürelerine göre para piyasaları ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılmaktadır. Para piyasaları, kısa süreli fonların arz ve talebinin karşılaştığı ya da kısa süreli kredi işlemlerinin yapıldığı piyasalardır. Para piyasasından kredi olarak sağlanan fonlar ya da borçlar işletme dönen varlıklarının finansmanında kullanılır. Para piyasasının organize olmuş ya da örgütlenmiş en belirgin kurumu ticari bankalardır. Ayrıca organize olmamış kurumlar olarak da, kişiler (tefeciler) ve piyasa bankerlik kuruluşları sayılabilir.

[3] http://www.imkb.gov.tr.yayinlar.html. (25.04.2012)
[4] İMKB, *Sermaye Piyasası…*, s.1.

Ticari bankalar, özellikle senetleri iskonto ederek ya da işletmelere. bir yıldan kısa süreli krediler açarak, bu piyasada önemli bir rol oynarlar.[5]

Sermaye piyasaları ise orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Sermaye piyasası mali piyasa kavramından daha dar ve teknik bir nitelik taşır ve genellikle mali piyasa kavramı içinde yer alır.[6]

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

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

Bugün iktisadi ve hukuki açıdan sermaye piyasası kavramı dar anlamda mali piyasa veya para piyasası dışında kalan mali piyasaları kastetmek için kullanılmaktadır. Sermaye piyasası tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayan ve böylece atıl kalmalarını engelleyen bir piyasa türüdür. Bu özelliği nedeniyle ülke ekonomilerinde özellikle enflasyon ile mücadelede önemli bir yere sahiptirler.[7]

Para ve sermaye piyasaları arasındaki bir diğer fark, para piyasalarında yatırım süresi kısa olduğundan getiri ve risk düşük, sermaye piyasalarında ise yatırım süresi uzun olduğundan getiri ve risk yüksektir.[8]

---

[5] Ali İhsan Karacan, *Finans, Ekonomi ve Politika*, Creative Yayıncılık, İstanbul, 1997, s.54.
[6] Nuray Kondak, *Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş*, Der Yayınları, İstanbul, 1999, s.29.
[7] M. K. Savaş Kutluhan, *Gelişen Borsalar*, İst. Üniversitesi. 1994, s.99–100.
[8] Gürel Konuralp, *Sermaye Piyasaları,* Alfa Yayınları, İstanbul, 2005, s.19.

b) Birincil ve İkincil Piyasalar

Finansal piyasaların bir diğer ayrımı ise Birincil ve İkincil Piyasalar ayrımıdır. Birincil piyasalar, hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile alıcıların yani tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. Buna hisse senetleri ile tahvillerin ilk kez sürülüp "ihraç"tan alındığı piyasa da denilebilir. Arada şirketin bizzat bulunmayıp bir banka ya da aracı kurumun bulunması bu alımın birincil piyasadan olmasına engel değildir.[9]

Menkul kıymetleri ihraçtan alanlar, bunları tekrar paraya çevirmek istediklerinde, hisse senetlerinde hiçbir zaman, tahvillerde ise vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler. İkincil piyasa bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasadır ve menkul kıymet borsaları bu piyasayı tanımlamada en iyi örnektir.[10]

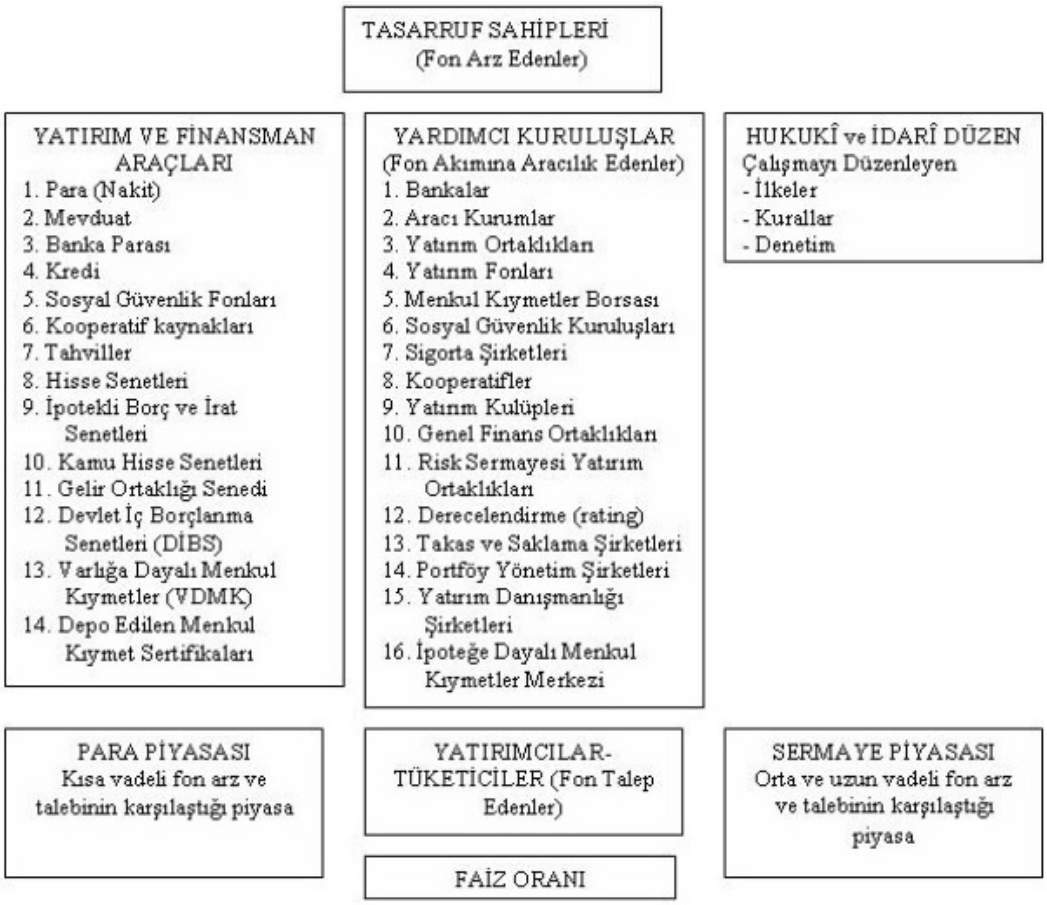
İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratır ve gelişmesini sağlar. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymet borsalarıdır.

Birincil piyasa daha çok sermaye piyasası bilinciyle, ikincil piyasa ise menkul kıymetler piyasası bilinciyle çalışır. Birincil piyasada uzun vadeli fonların tasarruf sahibinden firmalara intikali söz konusudur ve birincil piyasada yapılan tahvil ve hisse senedi satışları sonucunda firmaya yeni sermaye girer. Oysa ikincil piyasada el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran şirketle bir ilgisi yoktur.[11]

---

[9] Barbaros Yalçıner, *Tezgah Üstü Hisse Senedi Piyasaları*, S.P.K. Yayın No:34, 1996, s.89–90.
[10] İMKB "Global Sermaye Piyasaları" İMKB Dergisi, Yıl l, Sayı 1. Ocak, Şubat, Mart, 1997, s.13.
[11] Barbaros Yalçıner, *a.g.e.,* s.90-91.

Tablo 1: Mali Sistem Şeması



Kaynak: *İMKB. Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 19. Basım, İstanbul, 2006.*

c) Organize ve Tezgahüstü Piyasalar

Organize olmuş ya da örgütlenmiş sermaye piyasaları tesisleri, organları, üyeleri, kural ve yöntemleri ile kurumsallaşan piyasalardır. Bu piyasalarda kişiler ve işletmeleri doğrudan doğruya temsil eden aracı kuruluşlar, kişi ve işletmeler adına sermaye piyasası kurumlarında, örneğin menkul kıymetler borsasında işlemleri yürütürler. Sermaye piyasaları kurumları arasında, menkul kıymetler borsaları, yatırım bankaları, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları sayılabilir.[12]

[12] İlhan Uludağ, *Finansal Hizmetler Ekonomisi*, Beta Yayınları, İstanbul, 1999, s. 41.

Bir ülkede gerçek anlamda bir sermaye piyasasından söz edebilmek için en önemli örgütlenmiş sermaye piyasası kurumlarından birisi menkul kıymetler borsalarıdır. Menkul kıymetler borsaları özellikle büyük şirketlerin yeni çıkardıkları menkul değerlerin halka satılmasında önemli rol oynarlar. Bu nedenle menkul kıymetler borsası ve organize olmamış piyasada alınıp satılan menkul kıymetler, ikincil sermaye piyasasının en tipik örneğini oluştururlar. Organize olmuş menkul kıymetler borsalarının en önemli fonksiyonu, menkul değerlerin alım ve satımı için düzenli ve devamlı bir pazar oluşturmasıdır. Burada işlem gören menkul kıymetler, borsaya kayıtlı olan yani borsa koluna alınmış menkul değerlerdir.

İkincil sermaye piyasasının en önemli kurumunu oluşturan kıymetler borsaları dünyanın birçok sanayileşmiş ülkelerinde faaliyetlerini sürdürmektedirler. Bunların içerisinde geçmişi ve etkin fonksiyonelliği ile en çok işlem hacmi olanları Tokyo, Londra ve New York menkul kıymetler borsalarıdır. Ülkemizde ise bilindiği üzere, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) mevcuttur. 1981 yılında yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve 1983 yılında yayınlanan Menkul kıymetler Borsaları Hakkındaki Kanun Hükmünde Kararname ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 6 Aralık 1985 tarihinde faaliyete geçmiştir.[13] 30 Nisan 2013 tarihinde ise İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, İMKB altında birleşerek, Borsa İstanbul (BIST) adı altında yürürlüğe girmiştir.

Borsa kotuna alınmamış menkul kıymetlerin alım satımı ise tezgahüstü piyasalarda gerçekleşmektedir. Bu tip piyasalar organize olmamış, daha çok katılımcıları bilgisayar ağıyla birbirine bağlayan piyasalardır. Organize edilmiş piyasalarda, yani borsalarda sadece borsaya kayıt ya da kote ettirilmiş; menkul kıymetler işlem görürken; bu piyasalarda gerek borsaya kayıt ettirilmiş gerekse kayıt ettirilmemiş menkul değerler alınıp satılabilir. [14]

Organize olmamış piyasalarda, işlemler komisyoncu satıcılar, bankerler ya da aracı kuruluşlar tarafından yapılır. Bu piyasa; yerel nitelikte menkul kıymetlerin

[13] Kazım Kılınç, *200 Soruda A'dan Z'ye Borsa*, Ekim, İstanbul, 1995, s.49.
[14] Gürel Konuralp, *a.g.e.,* s.21.

pazarlama şansı olmayan ve borsa masraflarından kurtulma amacı güden banka, sigorta ve yatırım şirketleri için önemli bir piyasadır.

Ülkemizde bazı bankalar ve banker kuruluşları organize sermaye piyasasında faaliyet göstermeleri yanında, büyük kentlerde açtıkları bürolar, acenteler ya da şubeler aracılığı ile organize olmamış piyasalarda da faaliyetlerini sürdürmektedirler.[15]

d) Ulusal ve Uluslararası Piyasalar

Ulusal finansal piyasalar ülke içinde yalnızca o ülkede ihraç edilen menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalardır. Uluslararası piyasalarda ise yabancı ülkelerin ya da şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetler de işlem görmektedir. New York, Londra, Tokyo gibi büyük finansal merkezler hem ulusal hem uluslararası piyasalar tanımına uygun piyasalardır. Söz konusu piyasalarda hem ulusal hem de uluslararası katılımcılar borç alma ya da borç verme faaliyetlerinde bulunabilmektedirler.[16]

e) Spot ve Vadeli Pazarlar

Spot piyasalar finansal varlıkların hemen teslim ödemesinin yapıldığı, bazen de nakit piyasalar şeklinde anılan piyasalardır. Burada, hemen teslim ve ödemenin anlamı piyasanın şartlarına bağlı olarak değişir. Hemen teslim ve ödeme bazen işlemin yapıldığı günü temsil ederken, bazen de bir hafta sonrasını temsil edebilir. Örneğin, İMKB'de teslim ve ödeme T+2'dir. Bunun anlamı işlemi takip eden iki gün içinde teslim ve ödemenin yapılmasıdır.

Vadeli piyasalar ise finansal varlıkların gelecekteki bir tarihte bugünden üzerinde anlaşma sağlanmış bir fiyattan alım-satımının yapıldığı piyasalardır. Vadeli piyasalarda alıcı ve satıcı taraflarından birinin karı diğer tarafın zararını oluşturduğundan bu piyasadaki işlemler sıfır tabanlı bir oyuna benzetilebilir.[17]

---

[15] Kazım Kılınç, **a.g.e.**, s.51.
[16] Gürel Konuralp, *a.g.e.*, s.23.
[17] Gürel Konuralp, *a.g.e.*, s.25.

f) Para Piyasası ile Sermaye Piyasası Arasındaki İlişkiler

Geniş anlamdaki sermaye piyasası kavramına para piyasası da dahil olmaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı, gerekse kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir. Faiz haddi iki piyasa arasındaki fon akımını ayarlayan bir düzenleyici olmaktadır. Fon arz edenler, kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak yatırılabilir fonları bu piyasalardan birine veya her ikisine yönlendirilebilirler. Fon talep edenler de, ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre her iki piyasadan borçlanabilirler. Bazı aracı kuruluşlar, özellikle bankalar hem para, hem de sermaye piyasası işlemleri yapabilirler ve her iki piyasada çalışabilirler. Para piyasası ile sermaye piyasasında cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbirleriyle ilişkilidir. Fonlar genellikle düşük faiz haddinden yüksek olana doğru kayar. Para piyasasında meydana gelen bir faiz oranı artışı, sermaye piyasasına da etki eder.[18]

2. BORSA KAVRAMI

Bu kısımda borsa kavramı ile ilgili genel bilgilere, özelliklerine, borsacılığın tarihçesine vb. konulara değinilecek ve Budapeşte Borsası bölümüne hazırlık yapılacaktır.

2.1. Borsa Tanımı

Borsa; sayı, ölçü veya ağırlıklarına göre belirlenebilen malların, devletin kurduğu ve denetlediği özel hukuk kuralları içinde tarafların karşı karşıya gelip alım-satım yaptıkları kurum olarak devamlılığı bulunan ticarete mahsus bir pazar yeridir. Belli kurallara göre, talep edilen mallar için organize edilmiş piyasaya verilen ad olarak da tanımlayabiliriz. Örneğin menkul kıymetler (değerli evraklar) ile (örnek olarak hisse senetleri, borçlar) dövizler, belli mallar (ör. metaller ve diğer hammaddeler) veya türev hesaplamalar ile alınıp satılabilir.

[18] http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/hspkilavuz.zip. (06.08.2012)

Borsa arz-talep şeklinde -komisyoncunun aracılık yapmasıyla- piyasa koşulları ile birlikte işler ve fiyatların (kurların) resmi olarak belirlenmesiyle dengelenir. Alınıp satılan malların fiyatlarının ya da kurların belirlenmesi arz ve talebe göre düzenlenir. Borsaların kendine özgü kuralları ve standartları vardır. Hisse senedi, bono ve tahvil ticareti için genellikle menkul kıymetler borsaları, döviz ticareti için döviz borsaları (foreign exchange market) ve mal ticareti için emtia borsaları (commodity exchange) kullanılır.[19]

Borsa isminin ortaya nerden çıktığı konusunda ise çeşitli tartışmalar günümüze kadar süregelmiştir. Üç kuram ön plana çıkmaktadır:

- ✓ Bruggeli ailesi "van der Beurse" isminin 16. yüzyılda Latince Bursa (post, deriden çuval anlamında) kavramıyla birlikte "Beurs" kelimesine dönüşmesi. "Beurs" kelimesi birçok dile geçmiştir: bourse, borsa, birsja vb.
- ✓ Aşağı Almanya/Hollanda (bugünkü Belçika) şehri Brugge'nin isminin kısmen değişmesi.
- ✓ Evlerinde İtalyan tüccarların düzenli olarak iş konuşmaları için toplandığı Brugge'lü aile "de Beurse" isminden türemiş olması.[20]

2.2. Borsaların Tarihçesi

İlk borsaların temeli kıymetli madenlerin alım-satımı ile atılmış ve bu meslek sarraflık şeklinde gelişmiştir. Zamanla kıymetli madenlerin alım-satımı, aracıların da devreye girmesiyle genişlemiş, kredi belgeleri ile ticarî senetlerin alınıp satıldığı bir piyasaya dönüşmüştür. Borsacılığın tarihi genel olarak 14. yüzyıla dayanmakla beraber, M.Ö. 1200-1500 yıllarına kadar gitmektedir. Roma ve Finikelilerin yazıtlarından elde edilen bilgilere göre, bu çağda yaşayan insanlar, gerçekleştirdikleri panayırla ilk borsacılığın temelini atmışlardır.[21]

---

[19] İMKB, *Sorularla Borsa…*, s.6.
[20] Murat Doğu, "*Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye*" 1996, s.4.
[21] IMKB, *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgileri Kılavuzu*, Ağustos, 2000.s.7.

M.Ö. 5. Yüzyılda Roma imparatorluğu Roma'nın içinden geçen Tibre nehrinin kıyısında Roma Krallarından Bosarium'un adını taşıyan forumda Collegium Marcatorum adını taşıyan bir müessese oluşturmuştur. Mahalle tüccarların, toptancıların ve aracıların ticaret yapmak amacıyla bir araya geldikleri bu müessesenin oluşmasıyla bugünkü anlamda olmasa bile borsanın ilk temelleri borsanın temelleri atılmış sayılmaktadır. Ayrıca Kütahya Çavdarhisar'da bulunan Aizanoi binası da dünyadaki ilk borsa binalarından biri olma özelliğini taşımaktadır. MS II. Yüzyılın sonlarında gıda pazarı (Macellum) olarak kullanılmış olan Aizanoi'nin taş bloklarında Roma İmparatoru Dioeletianus'un MS 301 yılında enflasyonla mücadele için yaptığı fiyat tespitlerinin bir kopyası da halen mevcuttur. Bu yazılarla imparatorlu pazarlarında satılan tüm malların satış ücretleri ilan edilmiştir. Günümüzden yaklaşık 1750 yıl önce inşa edilen Aizanoi Binasında hem borsa işlemleri yapılmış, hem Roma İmparatoru Dioeletianus'un enflasyonla mücadele amacıyla hazırladığı mal satış bedelleri taş bloklar üzerinde duyurulmuştur.[22]

12. ve 13. yüzyıllarda senedin bulunması ve kullanılmaya başlamasıyla yeni bir dönem başlamıştır. Senetlerin alış-verişte kullanılması, ticaretin pratikleşmesine ve kolaylaşmasına neden olmuştur. Borsaların resmi hayatı ise, Orta Çağ fuarlarında başlamaktadır. Bu fuarlar panayırlar halinde önceleri İtalya'da gelişmiştir. 15. yüzyılda ise Antwerp, Lyon ve Cenevre'deki fuarlar ekonomik gelişmede önemli bir canlılık sağlamıştır. Kıtaların keşfi sonucunda büyük deniz yollarının açılmasıyla dünya ticaretinin Atlantik kıyılarına kayması, bir liman şehri olan Antwerp'in önemini artırmıştır. Bu gelişmelerden sonra 1531 yılında yine Antwerp şehrinde kurulan ilk borsa ile birlikte yüksek sayıdaki işadamı gruplarının muamelelere katılması sağlanmıştır. Burada bulunan borsa binasının girişinde yer alan "In usumnegatiatorum linguane" sözcüğü, borsanın bütün dilleri konuşan insanlara kapısının açık olduğunu ifade etmektedir. Antwerp şehri, bu sözcükten de anlaşılacağı gibi, borsa kapısını bütün milletlere açmıştır. 16. Yüzyılda bu borsanın yerini Amsterdam Borsası almıştır. Yüzyılın sonlarına doğru Lyon'da, Toulouse'da

[22] http://www.kutbo.org.tr/?r=ilk-borsa. (16.09.2012)

ve bunu takiben Fransız şehirlerinde borsaların kurulduğunu görüyoruz. Paris'te de ilk borsa resmen 1724 yılında faaliyete girmiştir.[23]

Aynı dönemlerde, menkul değerlerin alınıp satıldığı bir diğer piyasa Londra'da mevcut ise de, bunun başlangıç tarihi kesin olarak saptanamamıştır. Fakat 1770 yılında bu tür menkul değerlerin alınıp satıldığı bir kahvehanenin üstüne menkul kıymetler borsası anlamına gelen "The Stock Exchange" levhası asılmış, giriş ücrete tabi tutulmuş ve ilk borsa doğmuştur. 1801 yılında Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın temeli atılmış ve bina 1802 yılının başlarında çalışmaya başlamıştır. Fakat Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın yasal kuruluşu 1875 yılında olmuştur. 1945 yılında borsanın denetim organı olan konsey kurulmuş ve 36 üyesi atanmıştır. Konsey üyeleri, borsaya kayıtlı üyeler arasından 5 yıl için seçilmektedir. İngiltere'nin büyük şehirlerinde aynı şekilde menkul kıymetler borsaları mevcuttur.

New York Menkul Kıymetler Borsası. Amerika ve Kanada'da mevcut diğer menkul kıymetler borsalarının ilk örneği olup gönüllü olarak kurulmuş, fakat üyelerin meydana getirdiği şirketleşmemiş bir kuruluştur. Yönetim kurallarını kendi belirlemekle beraber, 1934 yılından beri SEC'in (Securities Exchange Commission) denetimine tabi bulunmaktadır. 1938 yılında Conway komitesinin raporuna göre New York Menkul Kıymetler Borsası'nın kuruluş ve çalışma düzeninde büyük bir reform yapılmış ve borsa yönetimi, üye olmayan ve maaşlı, tam gün esasına göre çalışan bir başkanın idaresine bırakılmıştır. New York Menkul Kıymetler Borsası, New York'un iş merkezi Wall Street üzerinde kurulmuş olup, dünyanın en büyük menkul kıymetler borsalarından biridir. 2012 yılı sonu itibariyle, New York Borsası'ndaki şirketlerin toplam piyasa değeri 15.42 trilyon dolardır.[24]

[23] Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan, İlker Parasız, *Finans (Teori, Kurum, Uygulama),* Ekin Yayınları, Bursa, 2009, s. 12

[24] http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool (16.05.2013)

2.3. Borsa Türleri

Türkiye-Macaristan arasındaki etkileşimi esas alarak değerlendirme yaptığımızda beş temel borsa türünden söz edebiliriz. Bunlar; menkul kıymet borsaları, vadeli işlem ve opsiyon borsaları, KOBİ borsaları, kıymetli maden borsaları ve emtia (ticaret) borsalarıdır.

2.3.1. Menkul Kıymetler Borsaları

Menkul kıymet borsaları teşkilatlanmış piyasaların bir türüdür. Menkul kıymet borsalarında yatırımcıların doğrudan alım-satım işlemi yapmalarına izin verilmemekte, işlemlerin borsa üyelik belgesi ile borsada alım satım işlemi yapma yetkisine haiz kurumlar tarafından yapılabileceği kabul edilmektedir. Böylelikle yatırımcıların alım-satım işlemlerine zorunlu olarak aracı kuruluşların da taraf olması sağlanmakta ve işlemler aracı kuruluşların tarafından üstlenilen aracılık faaliyeti çerçevesinde yürütülmektedir. Borsa-yatırımcı-aracı kuruluş ilişkisinin bu şekilde işlemesi, aracı kurum ile yatırımcı arasında kurulacak olan ve alım-satım işlemine aracılık edilmesine yönelik bir sözleşmeye dayanır. Alım satıma aracılık çerçeve sözleşmesi adı verilen bu sözleşme; alım satım faaliyetlerinin yerine getirilmesini sağlamak maksadıyla yatırımcı tarafından aracı kuruma emirler verilmesi ve aracı kurumun bu emirleri borsaya iletmesi ile birlikte emirlerin karşılıklı eşleşmesi neticesinde kurulur.[25]

Ülkemizde halen tek bir menkul kıymet borsası mevcuttur, o da; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'dır. İMKB, borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin alım-satımının yasal düzenlemeler ile belirlenen esaslar çerçevesinde yapılmasını sağlayan ve oluşan fiyatları ilan etmeye yetkili, tüzel kişiliğe haiz bir kamu kurumudur.[26]

---

[25] Mehmet Bolak, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetlerde Portföy Analizi*, Beta Yayınları, İstanbul, 2001, s.32.
[26] Ünal Targan, *Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları*, İ.T.Ü, Yayını, İstanbul, 1991, s.28.

2.3.2. Vadeli İşlem (Futures) Borsaları

Bilindiği üzere paranın icadından önce insanlar ihtiyaçlarını değiş-tokuş yöntemi ile edinmişlerdir. Paranın icadı ile birlikte nakit ekonomisi doğmuş ve insanlar ihtiyaçlarını para ile satın alır hale gelmiştir. Zaman içinde bu alım-satımlara vade unsuru da eklenince, ihtiyacın (mal, hizmet) karşılığı olarak yapılacak olan ödeme işlem anından daha sonraki bir tarihte yapılabilir hale gelmiştir. Özellikle tarım ürünleri için çiftçi ve tüccar piyasalarında söz konusu olan riskler ve belirsizliklerden korunmak maksadıyla vadeli işlemler rağbet görmüştür.

Bu sayede çiftçi ve tüccarlar belirli nitelikteki (özellik, miktar) malın/hizmetin ileri bir tarihte ödenmek üzere vadeli fiyatını belirleyerek, fiyat istikrarı sağlanmış olur. Vadeli işlem; belli tutardaki standart bir malın, menkul kıymetin veya finansal göstergenin yahut yabancı paranın işlem esnasında belirlenmiş olan fiyat üzerinden belirli bir yerde ve belirli bir tarihte alım-satımıdır.

Vadeli işlem borsaları da, belirli miktardaki malın (emtia, döviz, altın, menkul kıymet) belirli bir fiyattan ve fakat ileri bir tarihte teslim edilmek üzere alım-satımlarına ilişkin sözleşmelerin yapıldığı ve bu sözleşmelerin el değiştirdiği yerlerdir. Vadeli işlem borsaları ilk defa A.B.D. Chicago piyasasında kurulmuş, daha sonra ise New York, Tokyo ve Londra gibi piyasalarda da uygulanmıştır. Vadeli işlemler ilk olarak emtia borsalarında görülmüş ve fakat zamanla döviz (1970), tahvil (1975) ve hisse senetleri (1982) de vadeli işlemlere konu olmuştur.

Dünya üzerindeki vadeli işlem borsaları ortak bazı özellikler arz etmekle birlikte ulusal ve bölgesel çapta bir takım farklılıklar da sergilemektedir. Bu borsaları; Kuzey Amerika, Asya Pasifik ve Avrupa borsaları olmak üzere başlıca üç grupta toplayabiliriz. Adı geçen borsaların kendilerine has özellikleri böyle bir tasnif yapılmasına sebep olmuştur. Öyle ki; Kuzey Amerika borsaları bu bölgede bulunan tarım ve sanayi ürünleri üreticilerinin erken şirketleşmesi neticesinde vadeli işlem piyasalarının gelişiminde önemli rol oynamış borsalardır. Bu grupta bilhassa Chicago ve Kanada borsaları gibi oldukça gelişmiş ve işlem hacimleri yüksek borsalar

mevcuttur. A.B.D.'de ise vadeli işlem piyasalarına ilişkin bazı yasal düzenlemeler ile çeşitli komisyonlar kurulmuştur. Asya Pasifik borsaları grubunda; Japonya, Avustralya, Yeni Zelanda, Singapur ve Hong-Kong borsaları yer alır. Japonya vadeli işlem borsaları hem mal piyasaları ve hem de finansal vadeli işlemlerde oldukça gelişmiştir. Japon vadeli işlem piyasalarında vergilendirme, işlemin ve malın türüne bakılmaksızın bütün primler üzerinden yapılır. Avustralya'da ise özellikle döviz üzerine vadeli işlemler gelişmiş durumdadır. Euro Dolar, Avustralya Doları ve bunlar üzerinde tahvil piyasaları oldukça faaldir. Vergilendirme ve muhasebe hususunda geniş bir yasal mevzuat mevcuttur.[27]

Avrupa'daki vadeli işlem borsalarının önde gelenleri; İngiltere, Almanya, İtalya, İsviçre, Danimarka ve Hollanda borsalarıdır. Avrupa vadeli işlem borsalarının en eskileri Hollanda ve İngiltere borsaları olup, bilhassa Londra, teknolojik gelişmeler ve devletin çıkardığı tahviller sayesinde dünyanın belli başlı finans merkezlerinden biri haline gelmiştir. Londra borsasının bugünkü halini almasında İngiltere'de kanun ve kararnameler ile getirilen kısıtlamaların oldukça az olması, buna karşın özerk borsa yönetiminin kurallarının daha güçlü olması büyük bir etkendir.[28]

2.3.3. KOBİ Borsaları

KOBİ'ler ülkelerin ekonomilerinde etkili olan dinamik unsurlardır. KOBİ'ler büyük ölçekli işletmelere göre çok daha az miktarda sermaye ve buna karşın daha çok el emeği ile faaliyet gösteren işletmelerdir. Aynı zamanda bu işletmeler, girişimcilik potansiyelinin hayata geçirilebildiği, karmaşık hiyerarşi ve bürokrasinden uzak, bu sebeple kararların oldukça çabuk verildiği, az miktarda yönetim gideriyle üretimin gerçekleştirildiği teşebbüslerdir.[29]

---

[27] Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, İzmir, 2006. s. 17.
[28] Muharrem Karslı, *Sermaye Piyasası BORSA Menkul Kıymetler,* Genişletilmiş 5. Baskı, Alfa Yayıncılık, İstanbul, 2003, s.363–364.
[29] Prof. Dr. Metin Kamil Ercan, *Kobi Borsaları,* Gazi Üniversitesi Yayını, Bandırma, 2005, s.10.

Avrupa Birliği genelinde 1970'li yıllara kadar KOBİ'ler fazla rağbet görmemiştir. Fakat 1973 yılında yaşanan petrol krizinden sonra Avrupa Birliği ülkeleri, KOBİ'lerin krize rağmen piyasa şartlarına uyum kabiliyetlerinin büyük firmalara oranla daha fazla olduğunu görmüş ve böylece Avrupa Birliği ülkelerinde KOBİ'lerin kurulması için teşvikler arttırılmıştır. Ayrıca Avrupa Birliği'nde KOBİ'ler sadece küçük ve orta büyüklükteki işletmeleri değil, aynı zamanda mikro ölçekli işletmeleri de kapsamaktadır. Avrupa Birliği'nin resmi verilerine göre KOBİ'ler öncelikle mikro, küçük ve orta ölçekli olarak üçe ayrılır. Mikro ölçekli işletmeler; çalışan sayısı 10 kişiden az olan ve yıllık cirosu veya bilançosu 2 milyon Euro'ya eşit işletmelerdir. Küçük ölçekli işletmeler ise, 50 kişiden az çalışanın olduğu, yıllık cironun veya bilançonun 10 milyon Euro'ya denk geldiği işletmelerdir. Nihayet orta ölçekli işletmeler; 250 kişiden az çalışanın olduğu, yıllık cirosunun 50 milyon Euro'ya, bilançonun da 43 milyon Euro'ya tekabül ettiği işletmelerdir.[30]

Dünya genelindeki uygulamalar incelendiğinde ülkelerin KOBİ'lere yönelik ana borsa içerisinde ayrı bir yapılanmaya giderek veya ayrı bir tüzel kişiliğe sahip borsalar oluşturdukları görülmektedir. KOBİ'lere yönelik bir borsanın başarılı olarak kabul edilebilmesi ve bu borsanın faaliyetini büyüyerek sürdürebilmesi için, işlem görecek işletme ve aracı kurumların bu oluşumun içinde bulunmaya istekli olması, bireysel yatırımcının tasarruflarını, kurumsal yatırımcının plasmanlarını kurulacak borsa içinde değerlendirme talebinin olması, kısacası piyasada arz ve talep koşullarının sağlanabilmesi gerekmektedir.[31]

2.3.4. Kıymetli Maden Borsaları

Kıymetli maden borsaları içerisinde yer alan kıymetli madenler; altın, gümüş ve elmastır. Dünya üzerinde rağbet gören kıymetli maden borsaları ise altın borsalarıdır. Ülkelerin döviz ihtiyaçlarının artması, son yıllarda dünya altın üretiminde de artış yaşanmasına neden olmuştur. Diğer bütün mallarda olduğu gibi altının fiyatı da arz ve talebe göre belirlenmektedir. Altın arzının başlıca üç temel

[30] Mustafa Çapanoğlu, *Türkiye'de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsaları*, Beta Yayıncılık, İstanbul, 1993, s.127–129.
[31] Prof. Dr. Metin Kamil Ercan, *a.g.e.,* s.12.

kaynağı vardır. Bunlar; topraktan çıkarılan altın, tekrar kullanılmak üzere toplanan hurda altın ve resmi sektör satışlarıdır.

19. yüzyılın sonları ve 20. yüzyılın başlarında tedavül aracı olarak kullanılan altın, I. Dünya Savaşı'nın başlaması ile birlikte bu özeliğini yitirmiş, "altın standartları" olarak bilinen bu dönem, böylece kapanmıştır. Hükümetler de ülkeler arasındaki altın hareketlerini ve özel şahısların altın alımlarını sınırlandıran kanunlar çıkarmaya başlamıştır. Altın ticaretini engellemeye yönelik tüm bu faaliyetler II. Dünya Savaşı sonrasına kadar devam etmiştir. II. Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan ve 15 Ağustos 1971 yılına kadar devam eden yeni uluslararası para sistemine "altın kambiyo standardı sistemi" adı verilir. Bu sisteme "altın-dolar standardı" da denilmektedir. Ancak bu sistem de Amerikan ekonomisinin Vietnam Savaşı nedeniyle oldukça yıpranması ve 1960 sonrası A.B.D.'de yaşanan bir takım olaylar neticesinde 1971 yılı itibariyle çökmüştür. Altın kambiyo standardı sisteminin işlerlikte olduğu 70'li yıllara kadar yalnızca spot altın işlemlerin yapılabildiği borsalarda altın fiyatlarının serbest bırakılması ile birlikte yeni işlem türleri ortaya çıkmıştır.[32]

Altın fiyatlarının tırmanışa geçtiği dönemlerde "açığa mal alan" ve "açığa mal satan" insanların ortaya çıkması, borsa yöneticilerini vadeli altın işlemlerini yapılmasına imkân sağlayan yeni bazı düzenlemeler yapmaya zorlamıştır. Vadeli altın piyasaları ilk olarak Kanada'da ortaya çıkmış, ancak vadeli altın işlemlerinin önem kazanması Amerikan altın borsalarının devreye girmesi ile birlikte olmuştur. A.B.D.'deki bu gelişmelerden etkilenen diğer ülkeler de altın işlem borsalarını ana borsalar bünyesinde desteklemişlerdir.[33]

Piyasalarda işlem gören altının mutlaka belli standartlarda olması gerekmektedir. İşlem gören altının iki temel noktada standartları olmalıdır. Bunlardan biri, altının saflık derecesini gösteren ayardır. Diğeri ise işlem ağırlığıdır.

---

[32]Ergül Halisçelik*, Kıymetli Madenler , Kıymetli Madenler Mevzuatının Değerlendirilmesi ve İstanbul Altın Borsasının Mali Sektör İçerisindeki Yeri*, Ankara, 2000, s.56.

[33] İlknur Çiçek, *Avrupa Topluluğu Bütünleşme Sürecinde Türk Sermaye Piyasaları Ve Topluluk Ülkeleri Sermaye Piyasaları İle Karşılaştırılması*, Lisans Bitirme Tezi, Ankara, 2001, s. 50-51.

Saf altın; uluslararası ölçülerde 1000 ayar, günlük alıştığımız dilde ise 24 karat (ayar) olmalıdır. Uluslararası piyasalarda işlem gören altınlar; 1 gr, 10 gr, 50 gr, 100 gr, 500 gr, 1000 gr, 12,5 kg, 10,88622 kg (350 ons) ve 13,37450 kg.lık (430 ons) standart külçelerden oluşur. Altında bulunan ayar damgası mutlaka uluslararası altın piyasası tarafından kabul gören altın rafinelerine ait altın damgası olmalıdır.

Dünyada spot ve vadeli altın piyasası olmak üzere iki tür altın piyasası mevcuttur. Spot piyasada altın doğrudan alınıp, satılır. Vadeli altın piyasasında ise vadeli işlemler (futures, opsiyon, forward, swap işlemler) yapılması suretiyle altın alım-satımı söz konusu olur. IMF verilerine göre işlem hacmi açısından büyükten küçüğe doğru altın alım-satım merkezlerini sıralayacak olursak; Zürih en başta yer alır. Onu Londra, New York, Hong Kong ve Singapur piyasaları izler.[34]

Ülkemizde ise altının resmi tedavül aracı olarak kullanılması Fatih Sultan Mehmet dönemine dayanır. İlk altın sikke bu dönemde beylikten devlete geçişin bir göstergesi olarak basılmış, 1472 yılına kadar da Venedik altın parası kullanılmıştır. 1700'lü yıllara gelindiğinde ise Osmanlı İmparatorluğu sınırları içinde kullanılan altın paralar çeşitlilik arz etmiştir. Cumhuriyetin ilanı ile birlikte altın tedavül aracı olmaktan çıkmış, bu dönemde İngiliz ve Fransız hükümetleri ile yapılan antlaşmalar gereği merkez bankası altın talepleri 240 milyon ABD Dolarına yükselmiştir. Üstelik ihraç edilen malların ödemeleri altın ile yapılmış, böylece piyasada altın fazlası oluşmuş ve 1942 yılında Darphane ziynet altınları basmaya başlamıştır. 1960 ve 1980 yılları arasında kaçak altın ticaretini önlenmesi için bir takım yasal düzenlemeler (Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu gibi) yapılsa da altın borsasının olmaması gibi bazı sebeplerle altın kaçakçılığı önlenememiştir. Piyasada kaçak altın bulunması altın fiyatlarını olumsuz etkilemiş, yurtiçi ve yurtdışı altın fiyatları arasında büyük fark oluşmasına sebep olmuştur. Bu nedenle kuyumculuk sektörünün sekteye uğraması, altının tasarruf aracı olma özelliğini de baltalamıştır. Tüm bu olumsuzluklar 1980 yılında liberalizasyon girişimleri ile giderilmeye çalışılmış ve altın ile dövizin Türk parası karşısındaki değerini tespiti yetkisi T.C

[34] Ali Rıza İvgen, İstanbul Altın Borsası ve Finans Sektörüne Katkıları, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2004, s. 11-12.

Merkez Bankası'na verilmiştir. 1989 yılında Merkez Bankası tarafından "döviz karşılığı altın piyasası" kurulmuş, böylece ülkemizde piyasalar daha serbest hale gelmiş ve altın ithalatı kolaylaşmıştır. Tüm bu gelişmelerden sonra, dünya altın ticaretinde üst sıralarda yer alan Türk altın sektörünü teşkilatlı bir yapıya kavuşturmak, rekabetçi fiyat oluşumunu sağlamak, yurtiçi altın fiyatları ile yurtdışı altın fiyatları arasındaki farkı yok ederek altın sektöründeki maliyetleri aşağı çekmek maksadıyla 26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası (İAB) kurulmuştur.[35] 30 Nisan 2013 tarihinden itibaren ise İMKB ile birleşip BIST adı altında yürürlüğe girmiştir ve bu şekilde işlem görmektedir.[36]

2.3.5. Emtia (Ticaret) Borsaları

Emtia borsalarının en ilkel şekilde kurulduğu ilk dönemlerde "mal" veya "emtia" olarak adlandırılan ürünlerin alım satımı doğrudan doğruya, yani yüz yüze ortamlarda yapılmaktaydı. Daha sonraları ise, arz ve talepteki artış, tarafların vadeli işlem yapma yönündeki istekleri ve teknolojideki gelişmeler ile birlikte, bugünkü anlamda emtia borsaları kurulmuş ve bu borsalarda emtia alım satımı işlemleri daha organize şekilde sürdürülmeye başlanmıştır.

Emtia borsalarında çok çeşitli emtialar (tarım ürünleri, deniz mahsulleri, taze meyve ve sebzeler, canlı hayvan, kereste, pamuk, kauçuk, hayvan derisi, bakır, alüminyum, demir gibi çeşitli metaller, hammadde petrol, doğalgaz kömür gibi enerji türleri) işlem görmektedir. Ürünlerin işlem gördüğü borsalar esas alındığında, belli bir ürün üzerinde yoğunlaşmış bir takım emtia borsalarının olduğu görülür. Zamanla spot piyasada anlık olarak alınıp, satılabilen emtialara dayalı kontratlar, türev ürün piyasalarının gelişmesi ile birlikte farklı bir boyuta ulaşmış; hisse senedi ve tahvil gibi finansal bir takım araçlar emtia borsalarında işlerlik kazanmıştır.

---

[35] Ali Rıza İvgen, *a.g.y.*, s.46.
[36] http://borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelismeler (30.04.2013)

Spot piyasalarda daha çok fiziki teslimata dayalı kontratlar işlem görürken, türev piyasalarda kontratlara vade parametresi dâhil edilmiştir. Bu piyasalarda, ileri tarihli fiziki teslimat yahut genellikle yatırım veya fiyat değişimlerinden korunmak amacıyla kullanılan, nakit mutabakat esaslı emtialara dayalı türev ürünler işlem görmektedir. Son yıllarda emtia fiyatlarındaki hızlı artış bazı ekonomileri olumlu bazılarını ise olumsuz şekilde etkilemiştir. "IMF Temel Emtia Endeksleri" dünyadaki emtia fiyatlarının hareketleri hakkında genel bilgiler içermektedir.

Türkiye'de emtia alım-satım işlemleri ticaret borsaları ile birlikte organize olmuş borsalarda yürütülmektedir. Bu borsalarda işlem gören ürünler arasında; hububat, bakliyat, yağlı tohumlar, hayvan yemi olan küspe, bitkisel ve hayvansal gıda maddeleri, kuru meyveler, orman ürünleri, tekstil hammaddeleri ve canlı hayvanlar bulunmaktadır. Ticaret borsalarında sadece spot işlemler yapılmaktadır. Hâlihazırda TOBB'a kayıtlı 133 ticaret borsası bulunmaktadır.[37]

3. MACARİSTAN EKONOMİSİ VE BUDAPEŞTE BORSASI

Bu bölümde Macaristan ekonomisinin temel dinamiklerine ana hatlarıyla değinilecek ve Budapeşte Borsası'nı tarihçesi, kuruluşu, genel özellikleri, yapısı gibi ayrıntılar tümüyle incelenecektir.

3.1. Macaristan Genel Ekonomik Durumu

Macaristan, 93.000 km2'lik yüzölçümüne ve yaklaşık 10 milyonluk nüfusa sahip, gelişmekte olan bir Orta Avrupa ülkesidir. 1989 yılında sosyalist sistemden parlamenter demokrasiye geçiş yapan ülke, aynı zamanda liberal ekonomik modeli benimsemiştir. Komünist rejimin yıkılmasının ardından, 1990'lı yıllarda özelleştirme

[37] http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2010_gundem_201002.pdf (25.04.2012)

idaresi, kamunun elinde olan telekomünikasyon, perakende satış, akaryakıt, elektrik ve bankacılık gibi sektörlerde faaliyet gösteren kurumları özelleştirmiştir.

Son 20 yıl içerisinde NATO, OECD ve Dünya Bankası gibi bir çok batılı ekonomik ve siyasi organizasyona dahil olan Macaristan, 2004 yılının Mayıs ayından bu yana da Avrupa Birliği (AB) üyesidir. Resmi para birimi Forint (HUF)' tir. (Nisan 2013 itibariyle, 1 TL: 125 HUF, 1 Euro: 300 HUF). Macaristan ekonomisiyle ilgili bazı temel göstergeler aşağıdaki tabloda verilmiştir.[38]

Tablo 2: Macaristan Ekonomisi Temel Göstergeler (2007-2012)

Nominal GSYİH (trilyon HUF)	22.0	23.8	25.4	26.5	26.1	27.1
Nominal GSYİH (milyar $)	110.2	113.0	138.7	154.6	124.2	130.2
Nüfus (Bin)	10.098	10.077	10.066	10.045	10.031	9.986
Kişi Başına Milli Gelir ($)	11.000	11.300	13.875	15.466	12.000	13.038
GSYİH Büyümesi Hızı (%)	4.0	4.1	1.1	0.6	-6.7	1.2
Yatırımlar (%)	*8.5*	*-6.2*	*1.5*	*-2.6*	*-8.6*	*-5.5*
Cari İşlemler Dengesi/GSYIH (%)	-7.5	-7.5	-6.4	-7.2	-0.6	0.5
Bütçe Açığı/GSYİH (%)	7.8	9.2	5.0	3.8	3.9	4.2
Kamu Borçları/GSYİH (%)	61.6	65.6	65.8	73.0	78.0	80.0
Sanayi Üretimi (%)	7.0	9.9	8.1	-1.1	-17.7	12

Kaynak: *http://www.economywatch.com/economicstatistics/country/Hungary/* (21.05.2013)

[38] Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu, *Macaristan Ülke Bülteni*, 2011, s.1,2.

İç pazarının darlığına rağmen, ülke ekonomisi büyüklük bakımından Polonya ve Çek Cumhuriyeti'nden sonra bölgede 3. sırada yer almaktadır. Macaristan Avrupa'ya ticaret ve yabancı yatırım yolu ile sıkı şekilde bağlanmış önemli sektörleri ile bölgedeki en açık ekonomiye sahip ülkedir. AB üyesi ülkelerin pek çoğunda izlendiği gibi, Macaristan dış ticaretinin önemli bir kısmı AB ülkeleri ile gerçekleştirilmektedir. Geleneksel olarak Macaristan'ın ihracatında AB ülkeleri ortalama %80, ithalatında da %70 yer tutmaktadır. Macaristan'ın ithalatında ise AB ülkelerinden başka, AB-dışı komşu Avrupa ülkeleri %10'luk pay işgal etmekte, kalan kısım ise büyük ölçüde Rusya ve Uzakdoğu ülkeleri arasında paylaşılmakta, Macaristan pazarında Türkiye'nin payı %1'in altında kalmaktadır. [39]

[39]TC Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, *Macaristan Ülke Raporu,* Ankara 2009, s. 2,3.

Tablo 3: Macaristan İhracatında İlk 20 Ülke (Milyon USD)

	2011	2010	Değ. (%)	Pay (%)
Almanya	23,856	21,386	11,5	25,2
İtalya	5,236	4,722	10,9	5,5
İngiltere	5,126	4,391	16,7	5,4
Romanya	5,077	4,339	17,0	5,4
Slovakya	4,904	4,136	18,6	5,2
Fransa	4,746	4,498	5,5	5,0
Avusturya	4,536	3,757	20,7	4,8
Polonya	3,466	3,063	13,2	3,7
Rusya Federasyonu	3,370	2,938	14,7	3,6
Çek Cumhuriyeti	3,314	2,705	22,5	3,5
Hollanda	3,030	3,058	-0,9	3,2
İspanya	3,013	2,791	8,0	3,2
ABD	1,930	1,859	3,8	2,0
Ukrayna	1,926	1,255	53,5	2,0
Türkiye	1,600	1,078	48,4	1,7
Belçika	1,533	1,449	5,8	1,6
ÇHC	1,533	1,215	26,2	1,6
Hırvatistan	1,146	1,202	-4,7	1,2
Sırbistan	1,121	934	20,0	1,2
Slovenya	1,036	945	9,6	1,1
Liste Toplamı	**81,499**	**71,721**	**13,6**	**86,1**
Genel Toplam	**94,693**	**82,572**	**14,7**	**100,0**

Kaynak: http://www.ksh.hu/externaltrade_statistics (24.07.2012)

AB ülkelerinin güçlü talebi, ülke ekonomisi üzerinde net bir etkiye sahiptir. Bu durum, batılı üreticilerin üretim faaliyetlerini Macaristan'a konuşlandırmaları sayesinde, AB'nin büyüme hızının düştüğü dönemlerde bile böyle devam etmiştir. İthalatın da ihracata paralel olarak artış göstermesi, Macar ekonomisinin sanayi işleme odaklı yapısının bir sonucudur.[40]

Macaristan'ın dış ticaretinde dikkati çeken bir başka husus, 111 milyar Dolara yaklaşan büyüklüğü ile ihracatın ülke ekonomisinde önemli bir yer tuttuğu ve bu sayede genelde dengeli bir görünümü olan dış ticaretin son birkaç yıldır fazla

[40] Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, *Macaristan'da AB Temel Değerlerinden Geriye Gidiş: AB Acz İçinde mi?,*Ocak, 2012, s. 26.

vermeye başladığıdır. Nitekim 2012 yılı dış ticaret fazlası 10 milyar Doları bulmuştur. Söz konusu ihracatın yaklaşık %65'lik kısmı da Macaristan'da yerleşik yabancı sermayeli şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir.[41]

Tablo 4: Macaristan İthalatında İlk 20 Ülke (Milyon USD)

	2011	2010	Değ. (%)	Pay (%)
Almanya	22,278	19,204	16,0	25,5
Rusya	6,826	5,681	20,2	7,8
ÇHC	6,177	4,949	24,8	7,1
Avusturya	5,543	5,024	10,3	6,3
Hollanda	3,773	3,661	3,1	4,3
Polonya	3,723	3,165	17,6	4,3
İtalya	3,666	3,192	14,8	4,2
Slovakya	3,255	3,232	0,7	3,7
Fransa	3,222	3,387	-4,9	3,7
Çek Cumh.	2,889	2,616	10,4	3,3
G. Kore	2,877	2,029	41,8	3,3
Romanya	2,088	1,811	15,3	2,4
Belçika	1,988	1,856	7,1	2,3
Japonya	1,895	1,950	-2,9	2,2
İngiltere	1,666	1,517	9,8	1,9
ABD	1,573	1,522	3,4	1,8
Hong Kong	1,447	971	49,0	1,7
Tayvan	1,361	1,141	19,3	1,6
İspanya	1,051	1,154	-8,9	1,2
Singapur	912	1,010	-9,7	1,0
Liste Toplamı	**78,210**	**69,072**	**13,2**	**89,6**
Genel Toplam	**87,358**	**77,273**	**13,1**	**100,0**

Kaynak: *http://www.ksh.hu/externaltrade_statistics* (15.09.2012)

Her iki tablonun incelenmesinden de anlaşılacağı üzere, Macaristan'ın ÇHC, G. Kore, Japonya gibi Uzakdoğu ülkelerine ve buna ilave olarak, Rusya gibi

[41] Thomas White Global Investing, *"Country Profile: Hungary"*, Mayıs 2011, s. 4, 5.

doğalgaz ithal ettiği ülkelere karşı dış ticaret açığı verdiği, bu açığı ise AB ülkelerine yönelik dış ticaretinde sağladığı fazla ile telafi ettiği görülmektedir.

Diğer yandan, AB üyeleri ayrı ayrı ele alındığında Türkiye, Macaristan'ın en fazla ithalat yaptığı ülkeler arasında 28. sırada yer alırken; üye ülkeler tek bir bölge olarak kabul edildiğinde ise sıralamada 11.' liğe kadar çıkmaktadır. Macaristan'ın en çok ithalat yaptığı ülkeler sıralamasında 21. ve 27. sıralar arasındaki 7 ülke içerisinde, AB dışı ülkelerden Ukrayna ve İsviçre yer almaktadır.[42]

Macaristan sadece coğrafi olarak değil, ekonomik ve siyasi bakımdan da tam bir Avrupa ülkesidir. Dış ticaretinde AB ülkeleri önemli bir yer tutmakta, ithalatının çok büyük kısmını üye ülkelerden gerçekleştirmektedir; ithalatın kalan kısmı komşu ülkelerden, Rusya'dan ve Uzak Doğu ülkelerinden sağlanmaktadır. Macar ekonomisinde yaklaşık %50 oranında yer işgal eden çokuluslu şirketler, ihracatın %65'ini gerçekleştirmekte ve ülkenin dış ticaret tercihlerinde bu şirketler belirleyici olmaktadır.

2008 öncesi ortadaki bu güzel tablo, 2008 sonbaharında ortaya çıkan küresel ekonomik kriz ile birlikte yerini sıkıntılı bir duruma bırakmıştır. Zira Macaristan, 2000'li yılların başından bu yana ekonomik krizlerle mücadele edip ve büyük oranda başarılı olmuşken, 2008 yılının sonunda yaşanan küresel krizin yaralarını ise hala sarmaya çalışmaktadır. Bu krizden en fazla etkilenen ülkelerden biri olarak Macaristan; başta IMF olmak üzere uluslararası finans kurumlarından yaklaşık 20 milyar Avro tutarında kredi temin etmiş ve bu çerçevede de Kasım 2008 tarihinden bu yana uyguladığı mali programlar sayesinde, finansal sürdürülebilirlik ile ekonomik istikrarın temini yönünde önemli gelişmeler kaydetmişti. Bu kapsamda, bir taraftan, kamu harcamaları azaltılarak şeffaf bir hale getirilirken bir taraftan da finansal sektörde, bankacılık faaliyetleri takibe alınmış ve piyasaları güçlendirmeye yönelik bankacılık düzenlemelerinin çerçevesi oluşturulmuştu.[43]

---

[42] Budapest Stock Exchange, *Budapest Stock Exchange at a Glance*, Budapest 2012, s. 8, 9.
[43] Miklos Losoncz, *"The Global Financial Crisisand the European Union"*, Public Finance Quarterly – Journal of Public Finance,Györ 2010, s. 800, 801.

Öte taraftan, 2009 sonu 2010 yılı başında Yunanistan'da patlak veren ekonomik kriz AB ve IMF'nin desteği ile kontrol altına alınmaya başlansa da Euro'nun prestij kaybetmesinin önüne geçilememiş ve bu durumdan Merkez ve Doğu Avrupa'daki AB Üyesi Devletlerle birlikte Macaristan da olumsuz etkilenmiştir. Bu çerçevede, Macaristan ekonomisi 2009 yılında ciddi oranda küçülmüş (%6,4), hane halkı tüketimi daha da büyük oranda (%8) düşmüştür. Özellikle mortgage borcu Macar halkının ekonomik durumunu olumsuz etkilemiş, işsizlik oranı da %15'leri bulmuştur. 10 Ocak 2012 tarihinde Alman Otto Grubu'nun da finansal sağlayıcılarından olan Fransız şirketi Cofidis tarafından yayımlanan bir anketin sonuçlarına göre nüfusun sadece %3'ü, ihtiyaçlarını rahatça karşılayabildiğini ve ayrıca tasarruf da yapabildiğini belirtmiştir.[44]

Macaristan ekonomisi 2010 yılında toparlanma yoluna girmiş olmakla birlikte, hane halkı tüketim eğilimi hala istenen düzeye gelmemiştir. Bundan daha çarpıcı olmak üzere, Türkiye'nin ihracatta rekabet edebileceği başlıca sektör olan inşaat sektörü Macaristan'da henüz toparlanamamıştır ve önümüzdeki 1-2 yılda daha gelişme gösteremeyeceği tahmin edilmektedir (2006 yılına göre sektörün 2010 yılı daralması %40, 2011 yılı ise %60'tır). Ayrıca Temmuz 2010'da IMF ile yürütülen görüşmelerin sonuçsuz kalması üzerine, bu kuruluş ile yapılması muhtemel anlaşmalar askıya alınmıştır. Bu durum, hükümetin izlediği mali disipline doğrudan zarar vermemekle birlikte, Macaristan'ın uluslararası finans kurumları nezdindeki riskini arttırmış ve kamu maliyesinin şeffaflığına gölge düşürmüştür. Böylece sürdürülen mali disipline karşın Macar ekonomisi riskli görünümünden arınamamıştır. Sonuç olarak 2009 yılını % 6,4 oranında küçülme ile kapatan Macar ekonomisi, Euro bölgesi krizinin olumsuz etkileriyle beraber devleti ek gelir arayışlarına itmiştir. Bunu sağlamak amacıyla 13 Ekim 2010 tarihinde telekomünikasyon, enerji ve büyük perakende firmalarına yönelik kriz vergisi uygulamasına geçilmiştir. 2010, 2011 ve 2012 yılları için alınması öngörülen bu söz konusu kriz vergisine ilave olarak; gelir ve kurumlar vergisinde indirim yapılması

[44] TC Budapeşte Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, *Türk İhracatçısı ve Yatırımcısı için Macaristan Pazarı*, Nisan 2012, s. 1, 2.

nedeniyle bütçede oluşan açığı gidermek amacıyla hükümet tarafından geliştirilen bir diğer yöntem de özel emeklilik fonlarına müdahale edilmesi olmuştur. Bu yöntem ile çalışanların zorunlu olarak transfer ettikleri özel emeklilik fonları, Kasım 2010‟dan 2011 yılının sonuna kadarki dönem boyunca askıya alınmış ve bunların devlet hazinesinde tutulacağı açıklanmıştır. Ayrıca bahsettiğimiz kriz vergisi yoluyla 2010 ve takip eden 2 yıl boyunca enerji firmalarından 70 milyar Forint (yaklaşık 260 milyon Euro), telekomünikasyon firmalarından 61 milyar Forint (yaklaşık 225 milyon Euro) ve büyük perakende zincirine sahip firmalardan da 30 milyar Forint (yaklaşık 110 milyon Euro) vergi geliri beklemektedir. Ayrıca 2012 yılının Aralık ayında yürürlüğe giren bir yasayla, en az 250.000 Euro'luk bir miktarı 5 yıl vadeli devlet tahviline yatıran AB üyeleri dışındaki ülke vatandaşlarına, oturma izni verilmesi kararlaştırılmıştır.[45]

IMF'nin 2013 yılı Macaristan analizinde ise, ülkenin bütçe açığının bu yıl yüzde 3'ün üzerinde olabileceği, enflasyon ve işsizliğin artmakta olduğu, kamu borçlarının gayri safi yurt içi hasılaya oranının orta vadede yaklaşık yüzde 80 civarında olabileceği kaydedilmiştir. Macaristan ekonomisinde asıl sorunun ekonomiye müdahalenin giderek artması, özerk kurumların hareket alanlarının daraltılması olduğu savunulan analizde, "Macaristan'ın ekonomi politikasında ciddi değişikliklere gitmesi gerektiği" ayrıca vurgulanmıştır.

Önümüzdeki yıl bütçe açığının yüzde 3,5'e, kamu borçlarının ise 80,3'e yükselebileceği tahminine yer verilen analizde, 2013 yılı ortalama tüketici fiyatları yüzde 3,2 iken, 2014 yılında yüzde 3,5'e çıkacağı, işsizliğin bu yıl yüzde 11,1, gelecek yıl yüzde 10,9, ekonomik büyümenin ise gelecek iki yıl yüzde 0-0,5 arasında olacağı iddia edilmiştir. Macar ekonomisinin piyasadaki dalgalanmalara karşı savunmasız olduğu, yatırımın ve iş gücü piyasasına katılımın düşük düzeyde olmasının, uzun vadede ekonomik büyümede beklentilerin karşılanamamasına yol açabileceği belirtilmiştir.[46]

---

[45] http://www.ibp.gov.tr/pg/section-pg-ulke.cfm?id=Macaristan (30.04.2013)
[46] http://www.turkmacar.org.tr/index.php/haberler/295-imf-macaristan-analizi-aciklamasi (02.05.2013).

Ülkenin sermaye piyasası ise nispeten küçük olsa da; hisse senetleri, kamu ve özel sektör borçlanma araçları, türev ürünler ve emtialar işlem gören ürünler arasındadır.[47]

3.2. Budapeşte Borsası Tarihçesi

Budapeşte Borsası'nın temeli, 1854 yılında buğday alım satımını sağlıklı bir kurala bağlamak üzere burada kurulmuş olan bir kuruma dayanmaktadır. Bu kurum, Macar Loyd şirketi tarafından oluşturulmuş ve ülkenin ekonomik durumunu güçlendirmesine çok büyük katkılarda bulunmuştur. 1860 yılında çıkarılan yasa, Buda'da bir ticaret borsasının kurulmasını öngörmekteyse de, Peşte ticaret odasının başvuru ve direnmesi üzerine ticari eşyadan başka, tedavüldeki kağıtlar ve özellikle Macaristan'da çıkarılmış hisse senetleri ve tahvillerin alınıp satılmasında Peşte Borsası yetkili kılınmıştır. Budapeşte Borsası'nın kesin kuruluşu resmi olarak ancak 1864 yılında çıkarılan tüzük ile belirlenip saptanmıştır.[48]

Budapeşte Menkul Kıymet Borsası (Budapest Stock Exchange-BSE), 18 Ocak 1864 yılında Macaristan Borsası olarak faaliyetlerine başlamıştır. Öncelikle, yalnızca menkul kıymet ve mal, özellikle tahıl ticaretinde alışverişler başlamış, Avrupa düzeyinde 1,5 milyon ton satış gerçekleştirerek önemli bir savaş öncesi başarısı elde etmiştir. Bunun üzerine Dört yıl sonra, 1868'de hububat alım satımının yapıldığı Hububat Merkezini almış ve Budapeşte Menkul Kıymet ve Emtia Borsası (Budapest Stock and Commodities Exchange-BSCE) oluşturulmuştur.

II. Dünya Savaşı'nın ardından, kamulaştırma çabalarının bir sonucu olarak 25 Mayıs 1948'de kapatılmıştır. 42 yıl aradan sonra Sovyet rejiminin yıkılması ve serbest piyasa ekonomisine geçilmesiyle beraber, 21 Haziran 1990'da aralarında banka, aracı kurum, sigorta şirketi ve Macaristan Merkez Bankası'nın bulunduğu 41 kurucu üye tarafından bağımsız ve özel bir yapıda tekrar açılmıştır.

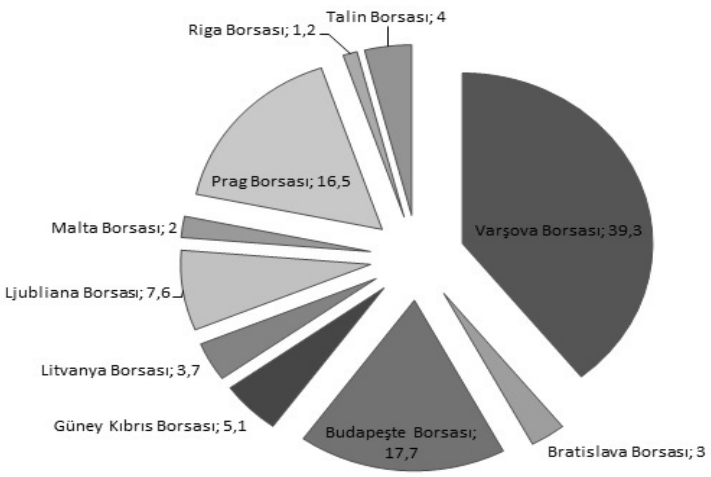
---

[47] İstanbul Ticaret Odası, *Macaristan Ülke Raporu*, Mayıs 2009, s. 8.
[48] Szent Istvan University, *Capital Markets*, Gödöllö 2006, s.48.

Nisan 2000'de BSE yönetimi statüsünü bir birlik yapısına çevirmiştir. Nisan 2002'de ise borsa özel şirket yapısına geçmiştir. 2004 yılında borsanın sahiplik yapısında bir değişiklik yaşanmış ve borsanın çoğunluk hisseleri Avusturyalı bir konsorsiyum tarafından satın alınmıştır. Konsorsiyum toplamda %68,8 oranında bir pay satın alırken, en büyük ortak eski ismiyle HVB Bank olan UniCredit Bank olmuştur. Viyana Borsası ve OeKB en büyük ortak olan diğer kuruluşlardır. Temeli 1989'da atılan Budapeşte Emtia Borsası ise 2005 yılında BSE ile birleştirilirken, emtia işlemleri BSE bünyesinde yapılmaya başlanmıştır.

2008 yılına gelindiğinde Borsanın ortaklık yapısında bir değişiklik daha olmuştur. OeKB, Erste Bank'ın %5,8 payını alarak payını %18'e çıkarmıştır. Diğer taraftan, Viyana Borsası ise Erste Bank'ın %6,4 payı ile UniCredit ve Raiffeisen bankalarının tüm paylarını satın almıştır. Sonuç olarak borsadaki payını %50,4'e yükselten Viyana Borsası, 2008 yılında BSE'nin ana ortağı olmuştur.

Grafik 1: Avrupa'da Budapeşte Borsasının Önemi



Kaynak: Szent Istvan University, *Capital Markets*, Gödöllö 2006, s.32.

Viyana Borsası, 2008 yılında Ljubljana ve Prag borsalarının da çoğunluk hisselerini satın almıştır. 2009 sonunda Viyana Borsası bir holding yapısına geçme kararı almıştır. Ocak 2010 tarihinde kurulan Central and Eastern Europe Stock Exchanges Group (CEESEG) holdingi bünyesinde, Viyana Borsası (%100),

Ljubljana Borsası (%81), Prag Borsası (%93) ve Budapeşte Borsası (%50,4) bulunmaktadır.[49]

Hali hazırda Budapeşte Borsası'nın bir diğer büyük ortağı %18 paya sahip olan OeKB'dir. Kalan %31'lik pay ise 60 farklı ortağa aittir.[50]

Tablo 5: Budapeşte Borsası'nda en yüksek paya sahip 3 ortak

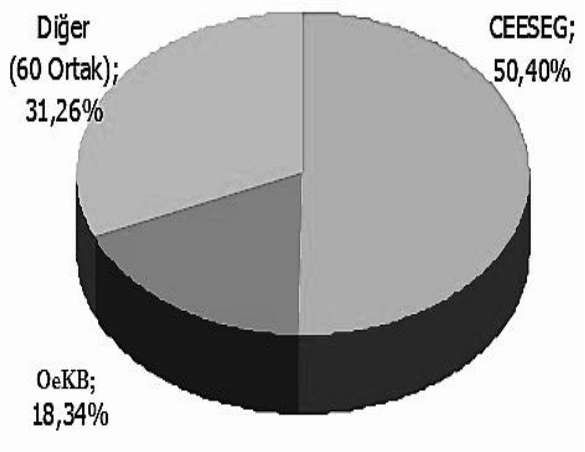
	Sahiplik Yüzdesi	
	Hisse Sayısı	%
Ceeseg Aktiengesellschaft	2.731.237	50,452%
Magyar Nemzeti Bank	376.204	6,949%
Oesterreichische Kontrollbank AG.	993.106	18,345%

Kaynak:*http://client.bse.hu/topmenu/about_us/newsevents/bsenews/112050298.html* (07.12.2012)

Borsada en yetkili organ genel kuruldur. Yönetim kurulu üç yıllığına genel kurulda seçilmektedir. Yönetim kurulu üyesi sayısı 3-7 arasında değişebilirken, hali hazırda 6 yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır. Yönetim kurulu da kendi içinde başkan ve başkan yardımcısını seçmektedir.

[49] Korányi G. Tamás-Szeles Nóra, *Tozsde születik /1864-1990/,* Budapesti Értéktozsde, 2005, s. 26,27.
[50] Budapest Stock Exchange, *Budapest Stock Exchange at a Glance*, Budapest 2012, s.10.

Grafik 2: Budapeşte Borsası Ortakları



Kaynak: http://bse.hu/topmenu/about_us/shareholders

Denetleme komitesi de benzer şekilde, genel kurulda üç yıllığına seçilmektedir. Komite üyelerinin sayısı 3-6 arasında olabilirken, halihazırda 5 üye bulunmaktadır. Takas kurumu KELER'de borsanın %47 payı bulunmaktadır. Budapeşte Borsasında temelde dört piyasa bulunmaktadır. Bunlar, hisse senetleri, borçlanma araçları, türev ve emtia piyasalarıdır.[51]

3.2.1. Hisse Senetleri Piyasası

Bu piyasada hisse senetleri, yatırım ortaklıkları, borsa yatırım fonları, sertifikalar ve gelir senetleri işlem görmektedir. Yapılandırılmış bir ürün olan sertifikalar, bankalar tarafından ihraç edilmektedir. Bu araçlar menkul kıymet, endeks, döviz, emtia, türev ürünler ya da bunların kombinasyonundan oluşan bir dayanak varlığa bağlı olarak çıkarılmaktadır.

Gelir senetleri, Macaristan Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilmektedir. Bu senetler ülkede varlık alımı, hisse senedi işlemleri, tarım arazisi ve konut alımı gibi işlemlerde para yerine kullanılabilmektedir. Faiz getirisine sahip olan bu

[51] Bereti Andras, *A Budapesti Ertektözsde törtenete*, Budapest 2007, s. 65, 66.

ürünlerin faiz oranı merkez bankasının gösterge faiz oranının %75'i kadardır. Hali hazırda piyasada 1992 yılında ihraç edilmiş bir gelir senedi işlem görmektedir.[52]

Piyasada işlem gören hisse senetleri sayısında 2006- 2009 döneminde önemli bir değişim olmazken, 2010 yılında 6 adet artış mevcuttur. Bu artış yerli şirketlerden kaynaklanmaktadır. Artan şirket sayısına karşın, yerli şirketlerin toplam piyasa değeri bir önceki yıla kıyasla ufak bir gerileme göstermiştir. İşlem hacimlerinde ise yerli şirketlerde ufak bir artış yaşanırken, yabancı şirketlerde hacim hızlı artsa da kısıtlı kalmıştır.

Diğer taraftan hisse senetleri A ve B olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. "Kotasyon" bölümünde detaylı bahsedilecek olan bu ayırıma göre 2010 yılındaki yeni kotasyonlar B Grubu hisselerde gerçekleşmiştir.

2006 yılında 69 olan yatırım ortaklığı sayısı, 2010 sonunda yaklaşık iki katına ulaşmıştır. Yatırım ortaklığı sayısı artarken, piyasa değeri krizle beraber düşmeye başlamıştır.

2008'de işlemlere başlayan sertifikaların sayısı üç kattan fazla artmış ve 139'a ulaşmıştır. Sertifikaların işlem hacmi üç yıl içinde artarken, piyasa değeri 2010'da 13 kat artarak 4 milyar Euro'yu geçmiştir.

Piyasada işlemler genel anlamda 3 aşamada yapılmaktadır. İlk aşama olan açılış seansında emir girişi yapılır ancak işlem gerçekleşmez. Bu aşamada girilen her emre göre gösterge fiyat güncellenir. Seans, 9:00 ile 9:02 arasında rastgele bir anda kapanır. Sistem kapandıktan sonra emir girişi olmaz, açılış fiyatı belirlenir. Ardından saat 17:00'a kadar ana seans devam ederken, 17:05 ile 17:06 arasında rastgele bir ana kadar kapanış seansı sürer. Devamında kapanış fiyatı belirlenir ve kapanış fiyatından

[52] Anna Zalewska-Mitura-Stephen G. Hall, *Do Market Participants Learn? The Case of the Budapest Stock Exchange*, London 2000, s. 27.

işlemler zaman önceliği ile yapılır. Seans genelinde sürekli müzayede sistemi uygulanırken, sertifikalarda likidite piyasa yapıcılarla sağlanmaktadır.[53]

- **Kotasyon**

Budapeşte Borsasında hisse senetleri A ve B olmak üzere iki sınıfa ayrılmakta ve buna göre kote olmaktadır. Aranan koşullar ise tabloda görülmektedir. Hisse senetlerinin kotasyon koşullarına bakıldığında şirketlerden temelde dört başlık için bazı kriterlere bakılmaktadır. A Grubunda hisse senedi ihraç edecek şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 9 milyon € olması gerekmektedir. Diğer taraftan, aranan bir diğer koşul halka açıklık oranıdır.

Öncelikle şirketlerden toplam hisselerinin en az %25'ini halka arz etmeleri beklenmektedir. Ancak şirket, hisselerinin ez %25'ini halka arz etmesine karşın, halka açık piyasa değerinde asgari 9 milyon € koşulunu sağlayamıyorsa, bu sefer şirkete bir istisna uygulanmaktadır. Şirket, yine hisselerinin en az %25'ini halka açacaktır, ancak asgari piyasa değeri şartı 7 milyon € olarak uygulanmaktadır. Şirket bu koşulu da yerine getiremez ise bu sefer hisselerin en az 500 yatırımcıya satılmasını sağlaması gerekmektedir.

Aranan bir diğer koşul ise hissedar sayısının en az 100 olmasıdır. Bu koşul başka bir organize piyasada kote olan şirketler için aranmamaktadır. Son olarak şirketlerin en az üç yıldır faaliyet göstermesi beklenmektedir. Bununla birlikte B Grubunda kote olacak şirketlerden ise bu koşullar aranmamakta, kotasyon için bir izahname hazırlayarak gerekli onayları alması yeterli olmaktadır.[54]

- **Endeksler**

BSE, hem kendi piyasasına özgü hem de bölgesel endeksler yayınlamaktadır.

---

[53]Keba Verseny, *A Budapesti Értéktőzsde szerepe, jelentősége a közép-európai (osztrák, cseh és lengyel) tőzsdék között,* Budapest 2011, s. 7, 8.
[54] Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Sermaye Piyasasında Gündem, Nisan 2011, s. 15.

- *BUX Endeksi:* Bu endeks, BSE' de işlem gören "blue chip" diye tanımlanan büyük şirketlerin dahil edildiği bir endekstir. Ekim 1999'da hesaplanmaya başlayan endeks, halka açık piyasa değerine göre ağırlıklandırılarak hesaplanan bir endekstir. Maksimum 25 hisse senedinin dahil edildiği endeks kapsamı yılda iki defa güncellenmekte ve Macar forinti cinsinden hesaplanmaktadır.

- *BUMIX Endeksi:* Küçük ve orta ölçekli kote şirketlerin performanslarını yansıtan bu endeks, 1 Haziran 2004'ten itibaren hesaplanmaya başlanmıştır. Maksimum 25 hisse senedinin dahil edildiği endeks kapsamı yılda iki defa güncellenmekte ve Macar forinti cinsinden hesaplanmaktadır.

- *RAX Endeksi:* Bu endeks Macaristan Yatırım Fonları ve Portföy Yönetim Şirketleri Birliği tarafından geliştirilmiş olup, 15 Şubat 1999'dan beri yayınlanmaktadır. Endeks borsada işlem gören en yüksek halka açık piyasa değerine sahip 13 şirketi kapsamaktadır. Endeks kapsamı yılda iki defa güncellenirken, yatırım fonları için bir karşılaştırma ölçütü olarak kullanılabilmektedir.

- *CETOP20 Endeksi:* BSE tarafından hesaplanan ve bölgesel bir endeks olan CETOP20, Orta Avrupa'daki en büyük piyasa değerli ve işlem hacimli 20 şirketin performansını yansıtmaktadır. Endeks kapsamındaki hisse senetleri Budapeşte, Varşova, Prag, Bratislava, Ljubljana ve Zagreb Borsalarından seçilmektedir. Hisse senetleri global bazdaki sıralamalar göz önüne alınarak seçilirken, bir borsadan en fazla yedi şirket endekse alınmaktadır. Euro cinsinden hesaplanan endeksin kapsamı, yılda iki defa güncellenmektedir.

Borsanın ana endeksi olan BUX Endeksi ve günlük ortalama işlem hacminin avro cinsinden gelişimleri grafikte görülmektedir. Endeks 2007'nin sonlarına kadar hızlı bir yükseliş gösterirken, günlük ortalama işlem hacmi 1 milyar Euro'ya kadar ulaşmıştır. Ardından piyasalarda yaşanan gerilemeye bağlı olarak işlem hacmi de 200 milyon Euro'nun altında kalmıştır. 2008 kriziyle beraber, endeks 2000'li yılların başındaki değerine inerken, 2009 yılında yaşanan toparlanma süreciyle tekrar

yükselmeye başlamıştır. Günlük ortalama işlem hacmi %8 artarak 2010 yılında 79 milyon Euro olmuştur.[55]

3.2.2. Türev Ürünleri Piyasası

Bu piyasada vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri işlem görebilmektedir. Piyasada işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri hisse senetleri ve endeksleri ile döviz ve faiz oranına dayalı olarak ihraç edilmektedir. Opsiyonlar ise hisse senetleri, hisse senedi endeksleri ve dövize dayalı olarak çıkarılmaktadır. Piyasada işlem gören döviz türev ürünlerinde 21 farklı para biriminin çapraz kurları dayanak varlık olarak alınırken, sözleşmeler Macar forinti teslimatlı olarak yapılmaktadır.

Türk lirası üzerine üç farklı çapraz kurda sözleşme işlem görmektedir. Türk lirasının ABD doları, avro ve Macar forintine karşı çapraz kurları işlem görürken bu sözleşmeler de Macar forinti teslimatlıdır.

Hisse senedi ve endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem hacimlerinde 2010 yılında bir önceki yıla kıyasla ufak bir artış yaşanırken, döviz sözleşmelerinde gerileme söz konusudur. 2007 yılında 13 milyar €'luk işlem hacmine ulaşan dövize dayalı ürünlerin işlem hacmi, 2010'da 7 milyar €'a düşmüştür. Faiz oranına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde 2006 yılında 10 milyon €'luk işlem hacmi olurken, 2009 yılında çok küçük bir işlem hacmi olmuş, 2010'da ise bir işlem gerçekleşmemiştir. İşlem hacimlerine bağlı olarak sözleşmelerin açık pozisyon sayılarında da yıllar içinde bir gerileme yaşanmıştır. 2010 yılı sonu itibariyle en fazla açık pozisyon sayısı dövize dayalı kontratlarda olmuştur. Diğer taraftan, ilgili dönemlerde hiçbir opsiyon sözleşmesi işlem görmemiştir.[56]

[55] Budapest Stock Exchange, *Budapest Stock* …, s. 11, 12.
[56] İstanbul Ticaret Odası, *Macaristan Ülke Raporu*, 2011, s. 10.

Tablo 6: Türev Ürünleri Piyasası Açılış Saatleri

	Hisse Senedi ve Endeks VİS	Faiz Oranı ve Döviz VİS	Hisse Senedi ve Endeks Opsiyonları	Döviz Opsiyonları
Açılış Seansı	08:30-09:00		08:30-09:00	
Açılış Fiyatının Belirlenmesi	09:00-09:02		09:00-09:02	
Ana Seans	09:02-17:00	09:02-17:00	09:02-17:00	09:02-17:00
Kapanış Seansı	17:00-17:06	17:00-17:06		
Kapanış Fiyatının Belirlenmesi	17:06-17:07	17:06-17:07		

Kaynak: *http://bse.hu/topmenu/infoservices/overview*(11.05.2012)

Türev piyasasında işlem saatleri ürün bazında değişiklik göstermektedir. Hisse senedi ve endeks vadeli işlem sözleşmelerinde işlem saatleri hisse senetleri ile aynıdır. Faiz oranı ve dövize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde açılış seansı olmazken, kapanış seansı bulunmaktadır. Hisse senedi ve endeks opsiyonlarında ise kapanış seansı bulunmamaktadır. Son olarak dövize dayalı opsiyonlarda ise sadece bir ana seans mevcuttur.[57]

3.2.3. Borçlanma Araçları Piyasası

Bu piyasada devlet tahvili, hazine bonoları, şirket tahvilleri ve mortgage tahvilleri işlem görmektedir. Mortgage tahvilleri, gayrimenkul kredilerine dayalı olarak çıkarılan tahvillerdir ve 2001 yılından itibaren piyasada işlem görmektedir. Sabit ve değişken oranlı mortgage tahvilleri bulunmaktadır. Borçlanma araçları piyasasında devlet tahvilleri en yoğun işlem gören ürünlerdir. İncelenen yıllar itibariyle sayılarında önemli bir değişim görülmezken, işlem hacmi 2008 yılında 1,3 milyar Euro olmuş, 2010 sonunda ise küresel krizin etkisiyle yarı yarıya azalarak 706 milyon Euro'ya inmiştir.

[57] Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, *Sermaye Piyasasında*…, s. 16.

Mortgage tahvillerinin sayısı azalırken, işlem hacimleri yıllar itibariyle gerilemiştir. 2006 yılında 298 milyon Euro olan toplam işlem hacmi, 2010'da 37 milyon Euro'ya inmiştir.

Son dönemde şirket tahvillerinin sayısı ve işlem hacmi arasında ters bir orantı söz konusudur. 2007 yılından itibaren artan şirket tahvillerinin sayısına karşın, işlem hacimlerinde hızlı bir düşüş yaşanmıştır. 2007 yılında 388 milyon Euro olan işlem hacmi, 2010 yılında 8 milyon Euro'ya inmiştir. Bu tahvillerin piyasa değeri fazla değişmeyerek 1,2 milyar € seviyesinde kalmıştır.

Piyasada 8.45 ile 9.00 arasında emir girişleri yapılmakta ama emiş eşleşmesi yapılmamaktadır. Ardından saat 17.00'ye kadar alım-satım işlemlerinin yapıldığı ana seans ile devam edilmektedir.[58]

3.2.4. Takas/Mutabakat

Borsada yapılan tüm işlemlerin takas ve mutabakat süreçleri Merkezi Takas ve Saklama Kurumu (KELER) tarafından yürütülmektedir. KELER, 1993 yılında Macaristan Merkez Bankası, Budapeşte Borsası ve Budapeşte Emtia Borsası tarafından saklama ve takas merkezi olarak kurulmuştur. Hali hazırda kurumun %53'ü Merkez Bankasına, %47'si Budapeşte Borsasına aittir. 2009 yılında kurum KELER ve KELER CCP olarak ikiye ayrılmıştır. KELER CCP, spot ve türev işlemler için merkezi karşı taraf işlemlerini yürütmektedir. KELER ise, borsada ve tezgah üstü piyasalarda takas işlemleri ile beraber merkezi saklamacı olarak menkul kıymet kodlarının verilmesi, kaydolunması ve saklamasının yapılması işlemlerini yürütmektedir.

Hisse senetlerinin takas ve mutabakat süresi T+3 iken, borçlanma araçlarının T+2'dir. Hisse ve emtia piyasası ürünlerine dayalı türev ürünlerin takası fiziki olarak yapılırken diğer finansal ürünlerde nakdi uzlaşma söz konusudur

[58] Budapest Stock Exchange, *Tözsdek Újraegyesülese Magyarorszagon,* Budapest 2005, s. 4, 5.

3.2.5. Emtia Piyasası

Emtia piyasasında temelde hububat üzerine türev ve spot ürünler işlem görmektedir. İşlem gören ürünler ağırlıklı olarak mısır, buğday, ay çekirdeği, arpa gibi ürünlere dayalı vadeli işlem sözleşmeleridir. Hububatlara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri en fazla 17 haftalık vadeye sahiptir.

Tablo 7: Emtia Piyasası

	2007	2008	2009	2010	2011
İşlem Hacmi (Myn. €)					
Spot Ürünler	**1**	**1**	**1**	**3**	**8**
Emtia Opsiyonları	**11**	**12**	**5**	**2**	-
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	**110**	**241**	**277**	**176**	**125**
Yemlik Mısır	57	125	92	57	48
Ayçekirdeği Tohumu	26	20	57	44	36
Kolza Tohumu	10	13	50	50	22
Yemlik Buğday	8	9	17	9	13
Buğday	3	69	49	11	3
Yemlik Arpa	3	5	9	4	3
Amonyum Nitrat	0	0	1	0	0
Soya Fasulyesi	0	-	-	1	-
Altın (Fiziki ve Nakdi Uzlaşma)	2	-	-	-	-
Açık Pozisyon Sayısı (Adet)					
Emtia Opsiyonları	**260**	-	**40**	-	-
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	**1.093**	**1.174**	**1.003**	**610**	**506**
Yemlik Mısır	1.047	579	564	467	434
Ayçekirdeği Tohumu	3	41	170	80	22
Kolza Tohumu	0	105	174	39	20
Yemlik Buğday	0	10	35	10	13
Buğday	31	398	60	13	17
Yemlik Arpa	10	36	-	-	-
Amonyum Nitrat	0	5	0	-	-
Soya Fasulyesi	2	-	-	1	-
Altın (Fiziki ve Nakdi Uzlaşma)	0	-	-	-	-

Kaynak: *http://bse.hu/topmenu/about_us/financialreports* (03.05.2012)

Diğer taraftan bu piyasada işlem gören opsiyonlar ise en likit hububat vadeli işlem sözleşmelerine dayalı olarak çıkarılmaktadır. Tüm opsiyonlar Amerikan tarzındadır. Amerikan tipi opsiyonda, opsiyon sahibi opsiyon hakkını vade sonunu beklemeden istediği bir anda kullanabilmektedir. Vadeli işlem sözleşmelerinde olduğu gibi opsiyonlarda da vade en fazla 17 hafta olabilmektedir.

Emtia piyasası işlemlerine bakıldığında işlem hacminin 2009 sonrasında gerilediği görülmektedir. 2011 yılında en yoğun işlemler 48 milyon € ile yemlik mısır vadeli işlem sözleşmelerinde gerçekleşirken, onu ay çekirdeği ve kolza tohumu vadeli işlem sözleşmeleri takip etmektedir. Spot ürünlerde 8 milyon € işlem hacmine ulaşılırken, opsiyonlarda işlem olmamıştır.

Emtia piyasasında ana seans 10.00 ile 11.55 arasında yapılmaktadır. Buna ek olarak sadece vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri için bir de kapanış seansı vardır.[59]

3.2.6. Yatırımcılar

Yatırımcıların 2012 yılı toplam işlem hacmi dağılımı sıradaki tabloda verilmektedir.

Tablo 8: 2012 yılı toplam işlem hacmi dağılımı

	Spot Piyasa	Hisse Senedi	Türev Piyasa	Hisse Senedi VİS	Döviz VİS	Endeks VİS	Emtia
Üye	20%	17%	14%	16%	15%	11%	2%
Yerli Bireysel	29%	31%	47%	39%	41%	71%	21%
Yabancı	39%	40%	11%	12%	11%	10%	2%
Kurumsal	12%	12%	28%	33%	33%	8%	75%
Toplam	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Kaynak: *http://bse.hu/topmenu/about_us/financialreports* (28.03.2013)

Hisse senedi ve SGMK ürünlerinin işlem gördüğü spot piyasadaki toplam işlemlerin beşte birini üye kurumlar kendi hesaplarına yaparken, hisse senedinde bu oran %17' ye inmektedir. Diğer taraftan yerli bireysel yatırımcılar hisse senedi işlemlerinin %31' ini yaparken, yabancı yatırımcıların payı %40'tır.

[59] Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, *Sermaye Piyasasında…,* s. 17, 18.

Genel olarak finansal türevlerde işlemlerin yarısına yakınını yerli bireysel yatırımcılar, %28' ini kurumsal yatırımcılar, %11'ini ise yabancı yatırımcılar yapmıştır. Türev piyasasında en yüksek işlem hacmine %71'le endekse dayalı kontratlarda ulaşan yerli bireylerin işlem hacmi payı; döviz ve hisse senedine dayalı kontratlarda sırasıyla %41 ve %39'dur. Kurumsal yatırımcılar hisse ve dövize dayalı kontratlarda işlem hacminin üçte birini yapmıştır. Emtia piyasasındaki spot ve türev ürün işlemlerinin dörtte üçünü kurumsal yatırımcılar, beşte birini ise yerli bireysel yatırımcılar yapmıştır.

II. Dünya Savaşının ardından komünist rejim ile yönetilen Macaristan, 1990 yılında yapılan seçimlerle çok partili sisteme geçmiştir. Ülke, Mayıs 2004' te AB'nin en büyük genişleme sürecinde Birliğin tam üyesi olmuştur.

90'lı yıllarda kapitalist ekonomiye geçişle ülkede özelleştirme süreci başlarken, ekonomide reformlar yapılmıştır. 2008 kriziyle ekonomisi zora giren ülke, IMF, Dünya Bankası ve AB'den 15,7 milyar dolarlık kredi kullanmıştır.

Macaristan Finansal Denetim Otoritesi (HFSA); ülkedeki sigorta, para ve sermaye piyasalarının denetiminden sorumlu tek kurumdur. Kurumun bünyesinde, ülkenin merkez bankası başkanı, maliye bakanı ve HFSA başkanından oluşan Macaristan Finansal İstikrar Kurulu da bulunmaktadır.

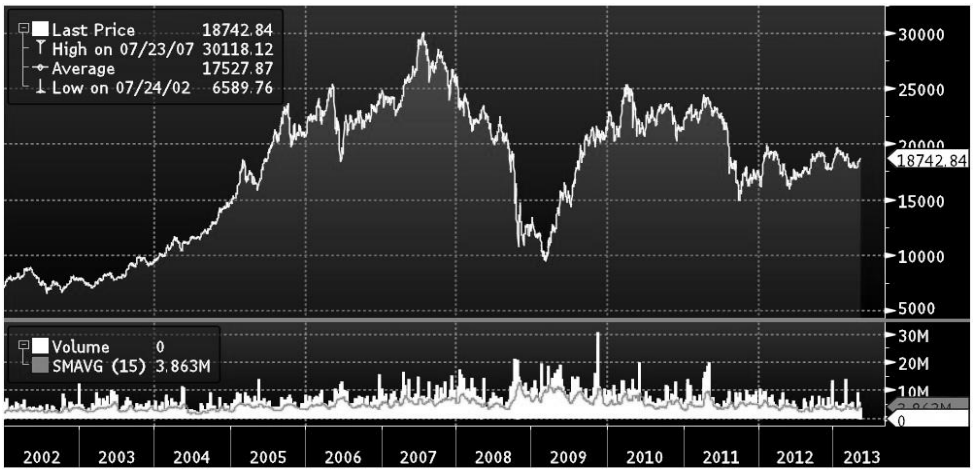
Budapeşte Borsası (BSE), 1990' da aralarında banka, aracı kurum, sigorta şirketi ve Macaristan Merkez Bankasının da bulunduğu üyeleri tarafından kurulmuştur. 2002'de özel bir şirket olan borsanın çoğunluk hisseleri 2004 yılında, aralarında Viyana Borsası'nın da bulunduğu Avusturyalı bir konsorsiyuma geçmiş, 2008'de ise Viyana Borsası BSE' nin ana ortağı olmuştur. Borsada hisse senetleri, borçlanma araçları, türev ve emtia olmak üzere dört piyasa bulunmaktadır.[60]

[60] The CEE Stock Exchange Group, *The CEE Stock Exchange Group and Its Indices*, Wienna 2011, s. 16, 17

Hisse senetleri piyasasında 54 şirket bulunurken, işlem hacmi 2012 sonunda 22 milyar Euro'yu geçmiş, piyasa değeri 23 milyar Euro'ya yaklaşmıştır.

Borçlanma araçları piyasasında hazine bonoları ile devlet, mortgage ve şirket tahvilleri işlem görmektedir. Bu piyasada işlem hacimleri 2008 yılından itibaren hayli gerilemiş, 2011 yılında 820 milyon Euro olmuştur. Türev piyasasında 2011 yılında toplam işlem hacmi yaklaşık 14 milyar Euro olurken, bunun yaklaşık yarısı dövize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde gerçekleşmiştir. Emtia piyasasında ise çeşitli hububat ve kimyasal ürünlerin spot ve türev işlemleri gerçekleştirilmektedir. 2011 yılında 125 milyon Euro'luk vadeli işlem sözleşmesi işlem görürken, bunun %85' i yemlik mısır, ay çekirdeği ve kolza tohumuna dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde gerçekleşmiştir. Borsada yapılan işlemlerin takas ve mutabakatı yine borsanın bir iştiraki olan Merkezi Takas ve Saklama Kurumu (KELER) tarafından yapılmaktadır. Hisse senetlerinin takas ve mutabakat süresi T+3 iken, borçlanma araçlarında T+2'dir. Yatırımcı işlemlerine bakıldığında ise spot piyasada en yüksek işlem hacmi payı %39 ile yabancı yatırımcılardadır. Onu %29 ile yerli bireysel yatırımcılar izlemektedir. Diğer taraftan, türev piyasada yerli bireylerin payı %47 iken, emtia piyasasındaki işlem hacminin dörtte üçünü kurumsal yatırımcılar yapmaktadır.[61]

Grafik 3: 2002-2012 yılları arasında Budapeşte Borsası Performansı



Kaynak: http://www.bloomberg.com/professional/ (12.04.2013)

[61] http://www.keler.hu/keler/keler_angol.head.page?nodeid=137 (25.01.2013)

İKİNCİ BÖLÜM

1. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

Bu bölümde Türkiye'de sermaye piyasalarının tarihine kısaca göz atılıp, ardından İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) incelenerek üçüncü bölümde yer alacak analiz çalışmasına zemin hazırlanacaktır.

1.1. Türkiye'de Sermaye Piyasaları, Borsa ve İMKB Geçmişi

Avrupa'da yaşanan sanayi devrimi ve sömürgecilik hareketleri büyük anonim şirketlerin ortaya çıkmasına ve bunların halka açılmasına yol açtığında, Türkiye'de yaşayan yabancı tacirler ve azınlıklar bu şirketlerin tahvil ve hisse senetleriyle ilgilenmeye başlamışlardır. O dönemde, tedavülde altın para olması, kambiyo kontrolünün bulunmaması ve kapitülasyonların sağladığı rahatlık sayesinde bu kişiler dışarıya para çıkararak alım-satım yapmıştır. Daha sonra Tanzimat hareketinin de etkisiyle Türkler de bu konuya ilgi göstermişlerdir. Dışarıdan alınan kıymetlerin el değiştirmesi kısa zamanda bizde de bir piyasa oluşturmuş, buna da Galata bankerleri ön ayak olmuşlardır. 1854 Kırım Harbi dolayısıyla çıkarılan borçlanma tahvilleri, bunu takiben devletin çeşitli vesilelerle çıkardığı tahviller, Türkiye'de faaliyet gösteren yabancı şirketlerin (özellikle elektrik, gaz ve tramvay şirketlerinin) meşrutiyetten sonra da yerli şirketlerin tahvil ve hisse senetleri, piyasada alınıp satılmıştır.[62]

İlk olarak 1864'te Galata bankerleri bir dernek kurmuş; daha sonra 1866'da hükümetçe ilk borsa İstanbul'da kurulmuştur. Bu borsada yerli-yabancı tahvil ve hisse senetleri, Avrupa borsalarıyla telgraf aracılığı ile iletişim kurulmak suretiyle

[62] Yasemin Parmaksız, *Türkiye Sermaye Piyasası İçinde İMKB'nin Gelişimi, Sorunları ve Türk Ekonomisindeki Önemi*, Anadolu Ünv. Sosyal Bil. Enst. Y.LT.Eskişehir, 1994 s. 16.

işlem görmüş; örneğin Panama tahvilleri ve Süveyş Kanalı hisse senetleri, birçok defa yabancı bankaların aracılığı ile varlıklı Türk aileleri tarafından satın alınmıştır. Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı'nın piyasaya çok büyük etkileri olmuş olsa da; Cumhuriyet'in ilanından sonra kapitülâsyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millîleştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi ve İstanbul Esham ve Tahvilat Borsası'nın Ankara'ya taşınması bu ilk sermaye piyasasının sonu olmuştur.

Ülkemizde sermaye piyasasının yeniden doğuşu, 1960'lı yıllarda Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile olmuştur. Tasarruf bonoları tamamen, Hürriyet tahvilleri ise kısmen, zorunlu tasarruf mahiyetinde olduğu için, kısa zaman sonra bunları alanlar paraya çevirme imkânı aramaya başlamıştır. Piyasada bazı işi bilen kimseler tarafından bunlar, faiz oranlarına ve vadelerine göre kırarak satın alınmış, zamanla ara simsarlar da türemiş ve bu iş arzuhalcilere kadar inmiştir. Alıcıların, üstüne belli bir kâr koyarak bunları, parasını değerlendirmek isteyenlere satmasıyla ilk defa *'ikinci el menkul kıymetler piyasası'* doğmuş oldu. Bu piyasanın doğuşunun asıl önemli nedeni, birinci el olarak devletçe çıkarılan tasarruf bonolarının, faiz oranlarının, cari piyasa faizinin çok altında oluşmuştur. (% 6). Cari faiz oranı ise o günlerde % 12'nin üzerinde gerçekleşmişti.

1980'lerde Tasarruf Bonoları tamamen piyasadan çekildi. Ancak menkul kıymetler piyasası artık kurulmuştu. Başlangıçta halka açık olarak kurulan, ya da sonradan halka açılan şirketler başarı kazanıp güçlendikçe, bu şirketlerin hisse senetleri daha önceki gibi kapalı olmaktan çıkıp, piyasada aynı esnaf tarafından alınıp satılmaya başlandı. 1970'li yıllarda bazı büyük holdingler halka açılmanın avantajlarını gördükten sonra, 2–3 bin ortaklı büyük şirketler kurmaya başladılar. Hatta mevcut holdingleriyle paralel yeni yatırım holdingleri tesis ettiler. Bu konu kısa zamanda yozlaştırıldı, ama o dönemden günümüze gerçekten çok faydalı ve başarılı onlarca halka açık şirket kaldı.

Aynı tarihlerde görülen yurt dışına işçi akımı da Anadolu'nun çeşitli köşelerinde birçok işçi şirketlerinin kuruluşunu beraberinde getirdi. Ne yazık ki bu şirketlerin bazıları mahalli esnaf ve eşrafın yönetiminde kalarak başarılı olamadılar.

Fakat *"bir holding + bir banka + 1000 küçük ortak"* formülü genelde başarılı olmuş ve sermaye piyasasının bugünkü düzeyine gelmesine de yardımcı olmuştur.[63]

Türkiye Sınaî Kalkınma Bankası kuruluşlarında iştirak ettiği ve daha sonradan da dış kredi sağladığı şirketler kuruluş dönemlerini tamamlayıp kâra geçtikten sonra, portföyündeki hisse senetlerini primli fakat makul bir fiyatla halka satmak suretiyle hem sermaye piyasasına kaynak sağlamış; hem de zaman zaman likide ettiği fonlarla yeni kuruluşları desteklemiş ve aynı zamanda kendisi de kâr sağlamıştır. Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmesinde tasarruf bonoları, yatırım holdingleri, işçi ve hemşeri şirketleri, Türkiye Sınaî Kalkınma Bankası'nın çalışmaları başlıca kilometre taşlarını teşkil eder. Bunlara, 1979–1982 yıllarına damgasını vuran bankerler olayını da eklemek gerekmektedir. Bu olay aslında bir gelişme basamağı değil, suni bir olaydır. Halkın ilgisini bankacılık sektörü dışına ve faize dönük menkul kıymetlere çekmiş, fakat sonuçları itibariyle sermaye piyasasına önemli zararlar vermiştir.[64]

Banker olayının başlıca sebeplerinden biri o yıllarda görülen *'hiperenflasyon'* dur. Yüksek enflasyon, mevduat ve tahvil faizlerini negatif gelir düzeyine getirmiştir. Zamanın mevzuatı, mevduat ve tahvil faizlerinin enflasyon düzeyine çıkarılmasına engel olduğundan ve birincil satışları daima gelir yönünden enflasyonun gerisinde bıraktığı için tahvil ve mevduat sertifikası satışları ikincil piyasaya yansımış ve bankerleri ikincil piyasada işlem hacmini arttırmaya zorlamıştır. O dönemde tahvil ihracına yalnız bankalar aracılık etmekte idi. Bankaların tahvil ihracına ilişkin esasları Merkez Bankası belirliyordu. Bankalar, Merkez Bankası'nın sıkı denetimi altında bulunduğundan, belirli faiz oranlarının üstüne çıkılması mümkün değildi. Enflasyonun % 60'ı aştığı sıralarda resmi tahvil faiz oranı brüt % 28'de kalmıştır. O dönemde henüz Sermaye Piyasası Kanunu mevcut olmadığından bankerler serbest şekilde çalışıyorlardı. 1000 liralık tahvili banka gişelerinden sözde 1000 liraya alıp, 800 liraya satıyorlardı. Aradaki farkı ve kendi komisyonlarını tahvili çıkaran

---

[63] Azmi Fertekligil, *Türkiye'de Borsanın Tarihçesi*, İMKB. Yayınları, Yayın No:3, İstanbul, 1993, s.43.

[64] Ünal Targan, *Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları,* İ.T.Ü, Yayını, İstanbul, 1991, s.28

şirketten finansman masrafı adı altında tahsil ediyor ve bunun için fatura bile kesebiliyorlardı. Sonraları çıkarılan mevduat sertifikaları da aynı akıbete uğradı.

Bankaların tahvil ve mevduat sertifikalarına uygulayabilecekleri faiz oranlarının, hükümetçe belirlenmesi, fakat bankerlere bu tip kısıtlamalar uygulanmaması, bankalarla bankerler arasında haksız rekabet yaratmıştır. Kendi gişelerinden hiçbir zaman o kadar büyük mevduat toplamayacak olan bazı küçük bankaların, banker eliyle sertifika satışı suretiyle bünyelerinin kaldırabileceğinden çok fazla mevduat yükü altına girmesine neden olmuştur. Böylece, bir hamlede kolayca toplanan milyarlarla akıllıca yatırımlar yapılamamış ve çok büyük bir kısmı batak hale gelmiştir. Bu da, bankaların yaptığı işlerin uzman kadrolara sahip olmayan kuruluşlarca yapılamayacağını göstermiştir.[65]

Daha önce de bahsettiğimiz gibi, 1854 Kırım Savaşı ile başlayan Osmanlı borçları nedeniyle Türkiye'de menkul değerler borsasının kurulması hem kolaylaşmış, hem de hızlanmıştır. Osmanlı borçlanma tahvilleri çıkarılmaya başlandıktan sonra, bunun İstanbul'da bir piyasası oluşmuş ve gayrimüslim bankerler Galata'da bu işle uğraşmaya başlamışlardır. Türkiye'de bir borsa kurulması gereği bu dönemde ortaya çıkmış ve Galata Bankerleri kendi aralarında, 1861 yılında bir dernek kurarak bu harekete öncülük etmişlerdir. 1866 yılında Türkiye'den alacaklı olan devletlerin de desteği ile İstanbul'da bir Dersaadet Tahvilat Borsası kurularak çalışmaya başlamış ve borsaya Maliye nezaretince bir komiser atanmıştır. Bu borsanın adı 1906 yılında çıkarılan bir nizamname (tüzük) ile Esham ve Tahvilat Borsası'na dönüştürülmüş ve bu kuruluş Cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir. İkinci Meşrutiyet'in ilanına kadar bu borsaya sadece, İstanbul, Selanik ve Beyrut'ta kurulmuş bulunan yabancı şirketlerin çıkarmış oldukları menkul değerler kayıtlı iken, Meşrutiyet'ten itibaren yerli şirketlerin menkul kıymetleri kaydolunmaya başlamıştır.[66]

---

[65] Mustafa Çapanoğlu, *Türkiye'de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsaları*, Beta Yayıncılık, İstanbul, 1993, s.127–129.

[66] Hüseyin Dağlı, *"Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri",* Sermaye Piyasası ve İMKB üzerine Çalışmalar 1995, İMKB Yayını, s. 13.

Cumhuriyet döneminde, 1922 yılında çıkarılan yeni bir nizamname (tüzük) ile borsada bugünkü sistemin esasım oluşturan hükümler getirilmiştir. 1929 yılında kabul edilen 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve aynı yıl çıkarılan 8172 sayılı nizamname ile mevcut borsa yeniden düzenlenmiş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında çalışmaya başlamıştır. 1938 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul Borsası kapatılarak Ankara'ya taşınmış ve "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adı ile açılarak çalışmaya başlamıştır. Bu taşınmanın sakıncaları anlaşılmış olacak ki, 1941 yılında borsa yeniden İstanbul'a nakledilmiştir. Cumhuriyet döneminde kurulan borsalarda esham ve tahvilat yanında döviz alım-satımı da işlemler arasında yer almıştır. Ancak Türkiye'de 1931 yılından sonra şiddeti giderek artan kambiyo kontrolü nedeni ile döviz alım-satımı anlamını yitirmiş ve 1959 yılından sonra borsanın döviz alım-satımı ile ilgili rolü bütünüyle kaldırılmıştır. 1980'li yıllarda izlenen Serbest Piyasa Ekonomisi Türk özel sektöründe olumlu gelişmelere neden olmuş özel sektör holdingleşmeye başlamıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda bir borsanın kurulması fikri taraftar bulmaya başlamıştır.[67]

Türkiye'de 1981 yılı Temmuz ayında yayınlanan *'2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'* ile sermaye piyasası düzenlenirken, Menkul Kıymetler Borsası'na yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarih ve *'1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu'* yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 06.10.1983 gün ve *'KHK/91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları hakkında kanun hükmünde kararname'* getirilmiştir. KHK/91'in yayımı tarihinden bir yıl sonra, 6 Ekim 1984 tarihinde *'Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik'* yayınlanmıştır. 18.12.1985 tarihinde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği 18962 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. 26 Aralık 1985 tarihinde borsa resmi bir törenle açılarak, faaliyete başlamıştır. Bu olay SPK' nın IX. sayılı tebliği ile resmi gazetede ilan edilmiştir.

[67] Baha Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, HÜFAM Yayınları No:1, 2001, s.66.

İMKB'nin kurulduğu günden başlayarak günümüze kadar gelen bu süreçteki bazı önemli gelişmelerin kronolojik sıralaması şunlardır:[68]

1985

Mart: İMKB Başkanlığı'na Muharrem KARSLI'nın atanması;

Aralık: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Muharrem KARSLI başkanlığında açılması;

1986

Ocak: 3 Ocak'ta Cağaloğlu'ndaki binada alım satma başlanması;

1987

Ekim: Daha önce haftalık olarak hesaplanan Borsa Endekslerinin günlük olarak hesaplanmaya başlaması;

Kasım: Karaköy'de yeni binaya taşınılması ve işlemlerin pano sisteminde gerçekleştirilmeye başlanması;

Aralık: İşlem gören şirketlerde bağımsız dış denetim yaptırma zorunluluğunun getirilmesi;

1989

Temmuz: Takas ve Saklama Merkezi'nin kurulması;

Ağustos: Yabancı yatırımcılara Türkiye'deki her türlü menkul kıymete yatırım yapma ve karlarını transfer etme imkanı veren 32 sayılı kararın yayımlanması;

1990

Mart: İMKB Başkanlığı'na Yaman TÖRÜNER'in atanması;

Ekim: İşlem gören hisse senetlerini kapsayan "Şemsiye Sigortası" uygulamasının başlanması;

1991

Ocak: Bileşik endekse ek olarak mali ve sınai endekslerin hesaplanmaya başlaması;

Haziran: Tahvil ve Bono Piyasası nın kurularak Kesin Alım-Satım Pazarı'nın faaliyete başlaması;

[68] http://www.imkb.gov.yayinlar.html (14.01.2012)

1992

Ocak: Takas ve Saklama Merkezi'nin ayrı bir şirket haline dönüştürülmesi;

Ekim: İMKB'nin Dünya Borsalar Federasyonu'na (WFE, önceki ismi FIBV) tam üye olarak kabul edilmesi;

1993

Ocak: Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı ve Yeni Hisse Pazarı'nın kurulması;

Şubat: Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı'nın faaliyete başlaması;

Ekim: İMKB'nin SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) tarafından yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak tanınması;

Aralık: Bilgisayarlı alım-satım sistemine 50 şirketle başlanması;

1994

Nisan: İMKB Başkanlığına Tuncay ARTUN' un atanması;

Temmuz: Birincisi 10:00-12:00, ikincisi 14:00-16:00 saatleri arasında olmak üzere seans sayısının 2'ye, günlük işlem süresinin toplam 4 saate ve ayrıca takas süresinin iki güne (T+2) çıkarılması;

Ağustos: Piyasa bilgilerinin TRT tarafından Teletext sistemi üzerinden yayınlanması;

Kasım: Hisse senetlerinin tümünün bilgisayar ortamında alım satımına başlanması;

1995

Mart: İMKB Takas ve Saklama A.Ş.' nin SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) tarafından güvenilir saklama kuruluşu olarak tanınması;

Açığa satış işlemlerinin düzenlenmesi,

Yeni Şirketler Pazarı'nın faaliyete başlaması;

Mayıs: İMKB'nin İstinye'deki yeni binasına taşınması,

Avrasya Borsalar Birliği'nin (FEAS) 12 üyeyle kurulması;

İMKB'nin Japon Aracı Kurumlar Birliği (JSDA) tarafından yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak tanınması;

Temmuz: Takasbank tarafından, yatırımcıların telefonla hesaplarıyla ilgili Türkçe ve İngilizce olarak bilgi alabildikleri Alo-takas sisteminin hizmete sokulması;

Eylül: Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi faaliyet ruhsatının alınması,

Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem saatlerinin, aynı gün valörlü işlemlerde 10.00-12.30 ve 13.00-14.00, ileri valörlü işlemlerde ise 10.00-12.30 ve 13.00-17.00 olarak değiştirilmesi;

1996

Şubat: Takasbank tarafından "Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Kodları"nın (ISIN) uygulanmaya başlanması;

Haziran: Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı'nın faaliyete başlaması;

Eylül: İMKB İngilizce web sitesinin açılması,

Aralık: Gözaltı Pazarı'nın kurulması,

Uluslararası Pazar bünyesinde Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasasının kurulması;

1997

Ocak: Mevcut endekslerin adları değiştirilmesi, endeks değerinden iki sıfır atılması ve yeni endekslerin hesaplanması;

Şubat: Uluslararası Pazar bünyesinde kurulan Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası, T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yurtdışında satılmak üzere çıkarılan 40 adet uluslararası tahvilin kota alınmasıyla işlemlere başlanması;

Temmuz: Uluslararası Pazar bünyesinde Depo Sertifikaları Piyasası kurulması;

Ekim: İMKB Başkanlığı'na Osman BİRSEN' in atanması

1998

Mart: İMKB ile Bakü Interbank Currency Exchange arasında işbirliği protokolü imzalanması;

Nisan: İMKB'nin Güneydoğu Avrupa Sermaye Piyasaları Arasında İşbirliği Projesi lideri olarak çalışmalara başlaması,

Mayıs: OECD ile protokol imzalanması;

Temmuz: Derinlik bilgisi adı altında İMKB verilerinin yayınlanmasına başlanması;

Aralık: İMKB ile Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) arasında Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerle ilgili ortak anlaşmalar çerçevesinde işbirliği protokolü imzalanması;

1999

Ocak: İMKB Ulusal-100 Endeksi Euro bazlı olarak hesaplanmaya başlanması;

Mayıs: Müşteri İsmine Saklama Sistemi uygulanmaya başlanması;

Haziran: İMKB ile Londra Borsası arasında karşılıklı işbirliğini öngören protokol imzalanması,

İMKB ile Kazakistan, Kırgızistan ve Özbekistan Borsaları arasında işbirliği protokolü imzalanması;

Eylül: Tahvil ve Bono Piyasasında seans saatlerinin 09.30-17.00 olarak değiştirilmesi ve 12.00-13.00 arası öğle arası verilmeye başlanması;

2000

Ocak: Ulusal-50 endeksi ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları endekslerinin hesaplanmaya başlanması,

İMKB ile Dünya Borsalar Federasyonun (WFE, önceki ismi FIBV) işbirliğiyle WFE III. Global Gelişen Borsalar Konferansı ve Fuarı düzenlenmesi;

Mayıs: İMKB'nin Kırgız Borsası'nın sermayesine % 27,4 iştirak oranı ile ortak olması;

Haziran: İMKB'nin Bakü Borsası'na diğer ortaklar ile aynı oranda (% 5.26) 19. ortak olarak iştirak etmesi,

İMKB'de işlem görmekte olan ve gerekli kriterleri sağlayan şirketlerin FTSE All-World (Dünya) Endeksine dahil edilmesi,

Uzaktan Erişim Projesi kapsamında üye merkez ofislerine yerleştirilen uzaktan erişim terminalleri vasıtasıyla üyelerin merkez ofislerinden İMKB Hisse senedi alım-satım sistemine 31.07.2000 tarihinden itibaren emir iletimine başlanması;

Eylül: İMKB Başkanı Osman BİRSEN'in, ikinci kez FEAS Başkanı seçilmesi;

2001

Ekim: 1996 yılında İMKB Ve Kore Borsası arasında imzalanan 'Mutabakat Zaptı'nın 18 Ekim 2001 tarihinde süresiz olarak yenilenmesi;

2002

Eylül: FEAS 7. Genel Kurul toplantısında, Osman BİRSEN'in üçüncü kez FEAS Başkanlığına seçilmesi,

Kasım: Osman BİRSEN'in tekrar İMKB Başkanlığına atanması;

2004

Kasım: Katılma belgelerinin organize ve şeffaf bir piyasada işlem görmesini sağlamak amacıyla Borsa Yatırım Fonu Pazarı'nın kurulması;

2005

Ocak: Hisse Senetleri Piyasası Fon Pazarı'nda Borsa Yatırım Fonları'nın işlem görmeye başlaması;

Şubat: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin oluşturulması;

2006

Şubat: Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası Müdürlüğü'nün kurulması;

Aralık: 27 Aralık 2006 tarihi itibarıyla, Uluslararası Pazar ile alt piyasaları olan Depo Sertifikaları Piyasası ve Uluslararası Tahvil-Bono Piyasası'nın kapatılması;

2007

Şubat: Hisse Senetleri Piyasası'nda açılış seansı uygulamasına başlanması;

Nisan: İMKB Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası bünyesinde Uluslararası Tahvil Pazarının, T.C. Hazinesinin ihraç ettiği ve Borsa kotunda bulunan Eurotahviller ile faaliyete geçmesi (16 Nisan 2007);

Ağustos: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin hesaplanmaya başlanması;

Kasım: İMKB Başkanlığı'na Hüseyin Erkan'ın atanması;

2008

Ekim: Başkan Hüseyin ERKAN'ın, Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) Çalışma Komitesi Başkanlığı'na ve Yönetim Kurulu üyeliğine seçilmesi;

2009

Şubat: Şehir endekslerinin 9 il için hesaplanmaya başlanması;

Ağustos: Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem görmesini teminen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği'nin yayınlanması;

2010

Mayıs: Halka Arz Seferberliği'nin başlatılması;

Temmuz: Hisse Senetleri Piyasası'nda Piyasa Yapıcılı Sürekli Müzayede İşlem Yönteminin Başlatılması;

Aralık: İMKB'nin 25. yaşını kutlaması;

2011

Ocak: İMKB Otomatik Seans Durdurma Sistemi'nin devreye alınması,

Bankalar arası Repo-Ters Repo Pazarı'nın kurulması;

Nisan: Borsa Birincil Piyasada İlk Halka Arzlarda uygulanacak iki yeni işlem yönteminin devreye alınması:

- Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi

•Değişken Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi

Temmuz: Temettü Endeksleri hesaplanmaya başlanması;

2012

Ocak: İMKB Başkanlığı'na Dr. Mustafa İbrahim TURHAN' ın atanması.

2013

Nisan: Vadeli işlemler ve opsiyon borsası ile İstanbul Altın borsasının İMKB altında birleştirilmesi ve Borsa İstanbul (BIST) isminin yürürlüğe girmesi.[69]

1.2. İMKB Tanımı, Başlıca Görevleri ve Organizasyon Yapısı

Yönetmeliğe göre**;** borsalar, borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin alım-satımının KHK' de yazılı esaslar dairesinde, belli kurallara göre düzen içinde yapılmasını sağlayan, oluşan fiyatların ilanına yetkili, tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır. Borsalar, SPK'nın teklifi üzerine Bakanlığın izni ile kurulur.[70]

Kanuna göre**;** sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan, tüzel kişiliği haiz kuruluşlardır.[71]

1.2.1. İMKB Tanımı

İMKB; Menkul Kıymetler Borsası Hakkında 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede öngörülen görevleri yerine getirmek üzere kurulmuş, yetkilerini kendi

[69] http://borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelismeler (30.04.2013)
[70] http://borsaistanbul.com/datum/ilgili_dosyalar_tr/Borsa_Istanbul_AS_Esas_Sozlesme.pdf (30.04.2013)
[71] http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=5&pid=2&submenuheader=-1 (20.03.2012)

sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetim ve denetimi altında olan tüzel kişiliği haiz bir kamu kurumudur.[72]

İMKB, resmi çalışma günlerinde faaliyette bulunur. İMKB aynı zamanda, bir meslek kuruluşudur. Her meslek kuruluşu gibi üyeleri vardır. Borsaya üye olabilecek, yani Borsa'da işlem yapabilecekler SPK' den faaliyetleri için yetki belgesi almış;

- Yatırım ve kalkınma bankaları,
- Ticari bankalar,
- Aracı kurumlardır.

Borsa'nın üst karar organı üyelerden oluşan genel kuruldur. Genel kurul, Yönetim Kurulu'nu seçer, Borsa Başkanı aynı zamanda yönetim kurulu başkanıdır ve Hükümetçe müşterek kararname ile tayin edilir.

Borsanın yönetim kademeleri, Genel Kurul, Yönetim Kurulu, Denetçiler, Komiteler ve Borsa Başkanı ile Borsa Başkanına bağlı Başkanlık teşkilatından oluşmaktadır.[73]

1.2.2. İMKB Başlıca Görev ve Yetkileri

İMKB'nin başlıca görev ve yetkileri şunlardır:

- ✓ Menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması ile ilgili başvuruları, Kotasyon Yönetmeliği'nde (13.3.1995/22226) belirtilen esaslar dâhilinde incelemek, ek bilgi ve belgeler istemek, başvuruları değerlendirmek ve karara bağlamak.

[72]Onur Gözbaşı, "İMKB ile Gelişmekte Olan Ülkelerin Hisse Senedi Piyasalarının Etkileşimi: Eşbütünleşme ve Nedensellik Yaklaşımı", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* Aralık, 2010, s.114.
[73] Halil Seyidoğlu, *Ekonomik Tanımlar Ansiklopedik Sözlük*, Gizem Yayınları, Ankara, 1992, s.34.

- ✓ Kanuni gerekler yerine getirilerek para, kambiyo ve kıymetli maden ve taşlar ile vadeli işlemlerle ilgili piyasalar açmak.
- ✓ Borsa'da işlem görebilecek menkul kıymetler için türlerine göre menkul kıymetler pazarları oluşturmak, bu pazarlarda işlem görecek menkul kıymetleri belirlemek ve Borsa bülteninde yayınlamak, pazarlara Borsa binasında yer tahsis etmek.
- ✓ Borsa pazarlarında yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatları ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarlarını seans bitiminde ilan etmek.
- ✓ Borsa'da pazarların çalışma gün ve saatlerini belirlemek ve Borsa bülteninde ilan etmek.
- ✓ Borsada yapılan alım, satım işlemlerini güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları hakkında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuralların dışına çıkan Borsa üyelerine "İMKB Yönetmeliği"nde belirtilen müeyyideleri uygulamak.
- ✓ Borsa'da olağan dışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekli önlemleri almaktır.[74]

1.2.3. İMKB Organizasyon Yapısı

İMKB'nin yarı resmi bir statüsü vardır, kanunla kurulmuştur ancak aynı zamanda üyeleri bulunan bir meslek kuruluşudur. İMKB'nin kendi tüzel kişiliği olup kendi bütçesi vardır. İdari açıdan Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığına bağlıdır. Aynı zamanda SPK'nın ve ilgili bakanlığın belirleyeceği diğer denetleme organlarının denetimine tabidir.[75]

Borsanın en üst karar organı, borsa üyelerinden oluşan genel kuruldur. Genel kurul yönetim kurulu üyelerini seçer. Ancak aynı zamanda borsa başkanı olan, yönetim kurulu başkanı müşterek kararname ile atanır. Borsa başkanı başkanlık teşkilatının başı ve borsanın en üst amiridir. Borsa genel kurulu SPK'nın onayı alınmak koşuluyla 91 sayılı KHK ve Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve

[74] İMKB. *a.g.e.* , 2009,s.197
[75] Abdulkadir Kırmızı, İMKB'nin Türkiye Ekonomisindeki Yeri ve Önemi. M.Ü.S.B.E.İ.A.B.D. İstanbul, 2008, s.14.

Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik hükümleri çerçevesinde borsa işleri konusunda düzenleme yetkisi vardır.[76]

Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 15. maddesine göre borsanın en üst karar organı olan borsa genel kurulunun görevleri aşağıdaki gibidir:

- ✓ Borsaca hazırlanması gereken ve borsanın yetkisinde bulunan yönetmelikleri karara bağlamak,
- ✓ Yönetim kurulunun yetkileri dışında kalan borsa işlerine ilişkin hususlarda karar almak yetkili mercilere tekliflerde bulunmak,
- ✓ Yönetim kurulu tarafından hazırlanan yıllık faaliyet raporu ile denetçi raporunu inceleyip kara bağlamak,
- ✓ Borsanın bilânçosunu ve gelir gider hesaplarını inceleyerek karara bağlamak, personel kadrosunu ve kesin hesabı onaylamaktır.

Genel kurul tarafından seçilen, 4 üyeden ve müşterek kararname ile atanan bir başkandan oluşan borsa yönetim kurulunun görevleri ise şu şekilde sıralanabilir:

- ✓ Borsaya ilişkin her türlü iç mevzuatı hazırlamak,
- ✓ Kotasyon başvurularını karara bağlamak,
- ✓ Borsa işlerinin mevzuata ve kurallara uygun olarak düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak,
- ✓ Yönetmeliklerle belirtilmiş veya ihtiyaca bağlı olarak ihtisas komiteleri kurmak,
- ✓ Borsaya kote olmayan ancak işlem hacmi geniş olan menkul kıymetlerle ilgili bilgi vermek,
- ✓ İşlemlerde çıkabilecek uyuşmazlıkları inceleyerek sonuçlandırmak,
- ✓ Borsa bültenini çıkarmak, açıklanması gereken bilgileri ve oluşan fiyatları yayınlamak,

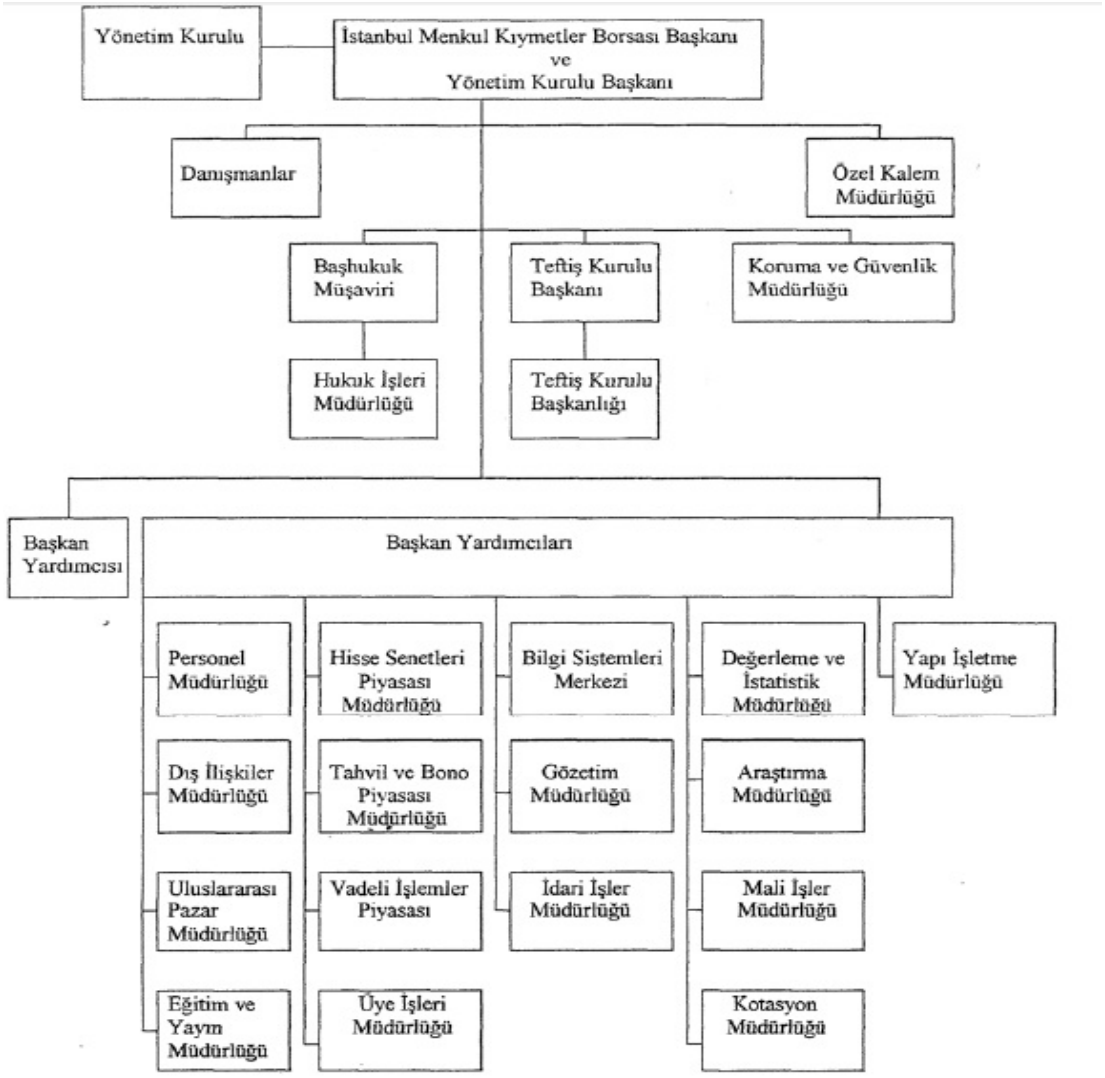
[76] Hüseyin Ağır, *İMKB'nin Ekonomik Büyümeye Katkısının Ekonometrik Analizi,* K.S.Ü.S.B.E.İ.A.B.D.Yük. Lis. Tezi, Kahramanmaraş. 2003, s. 25.

- ✓ Borsa işlemleri ile ilgili istatistikler yayınlamak,
- ✓ Borsanın bütçesini hazırlayıp SPK' ya sunmak,
- ✓ Borsanın kadrosunu ve kesin hesabını hazırlayarak genel kurula sunmak,
- ✓ Borsa gelirlerinin tahsilini ve giderlerinin yapılmasını sağlamak,
- ✓ Borsa adına imzaya yetkili olanları ve yetki sınırlarını belirlemek,
- ✓ Personel atamalarını gerçekleştirmektir.

Üyelerinin genel kurul tarafından seçildiği bir de denetleme kurulu vardır. Ayrıca bir başkan ve iki üyeden oluşan kotasyon, disiplin ve uyuşmazlık komiteleri de mevcuttur.[77]

[77] http://borsaistanbul.com/datum/ilgili_dosyalar_tr/Borsa_Istanbul_AS_Esas_Sozlesme.pdf (19.04.2013)

Tablo 9: İMKB Organizasyon Şeması



Kaynak:*http://borsaistanbul.com/docs/default-source/default-document-library/ organizasyon-semasi.pdf?sfvrsn=6* (26.04.2013)

Hisse Senetleri Piyasası'nda hisse senetlerini birincil ve ikincil piyasa işlemleri gerçekleştirilir.

- **İMKB'de Birincil Piyasa İşlemleri**

Hisse senetleri birincil piyasasında, mevzuat çerçevesinde birincil piyasa alanına giren hisse senetlerinin halka arzı yapılır. Borsada halka arz yoluyla satış yapmak isteyen, hisse senedi ihraçsının veya ilgili aracı kuruluşun, SPK'nin kayda alma belgesi, borsa yönetimi tarafından belirlenmiş belge ve bilgiler ile birlikte borsaya yapacağı başvurunun uygun görülmesi halinde, durum işlemin yapılacağı tarihten en az bir hafta önce borsa bülteninde ilan edilir. Borsa'da birincil piyasa, halka arz işlemlerinde borsada satış yönteminin uygulandığı piyasa olarak kabul edilmiştir. Yapılan işlemlerin borsada birincil piyasa işlemi niteliğinde sayılması için satışın halka arz şeklinde olması zorunludur. Tüm hisse senetlerinin birincil piyasa işlemleri saat 11.00–12.00 saatleri arasında yapılır. Blok satış şeklinde gerçekleşen birincil piyasa işlemleri Toptan Satışlar Pazarı'nda yapılmaktadır. Toptan Satışlar Pazarı'nda rüçhan haklarına kısıtlama getirilerek (mevcut ortaklara sermaye artırımına katılma hakkı tanımayarak) sermaye artırımı yoluyla ihraç edilen hisse senetlerinin blok halinde satışı işlemi de şirkete nakit girişi sağladığı için birincil piyasa işlemidir. Ancak satış halka arz yerine blok satış şeklinde olursa, bu işlemler Toptan Satışlar Pazarı'nda gerçekleştirilir**.**[78]

Borsa'da birincil piyasa işlemleri hisse senetleri Borsa'da işlem gören ve görmeyen şirketler için iki grupta incelenebilir.

- **İMKB'de İşlem Gören Ortaklıkların Birincil Piyasası**

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören ortaklıkların nakit karşılığı sermaye artırımlarında yeni pay alma (rüçhan) haklarının kullanımı sonrası arta kalan payların satışı, Borsa'da birincil piyasada yapılır.

Rüçhan hakkı kullanımından sonra arta kalan payların miktarı ilgili hisse senedi için belirlenmiş olan özel emir miktarının altında ise, kalan payların tamamının satışı söz konusu olduğunda, özel emir olarak yazılmasına borsa

[78] Muharrem Karslı, *a.g.e.* , s.297

tarafından izin verilebilir. Rüçhan hakkı kullanımı için şirket tarafından belirlenen sürelerin bitimini takiben, 15 iş günü içinde, rüçhan hakkı kullanımında aracılık yapan banka ya da aracı kurum tarafından, kullanılmayan rüçhan hakkı miktarı tespit edilerek, bir dilekçe ekinde halka arz edileceği tarihler ve satışa aracılık edecek kurum da bildirilmek üzere, pazar açılması isteği ile borsaya başvuruda bulunulur. Gerekli duyuru Borsa tarafından Borsa Günlük Bülteni aracılığıyla, en az bir hafta öncesinden yapılır. Bu sürelerin son gününün resmi tatil gününe rastlaması halinde, işlemlere, izleyen ilk iş günü bitimine kadar devam edilir. Satış süresi ortaklık önerisi de dikkate alınarak, borsa yönetim kurulunca belirlenir. Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıkların birincil piyasa işlemlerinde, alım yapan üyeler aldıkları hisse senetlerini borsanın hisse senedinin bulunduğu, ilgili pazarındaki seansta satabilirler. Üyelerin saklama hesapları takas gününde birincil piyasadan aldıkları hisse senetleri kadar alacaklandırılır ve hisse senetleri karşılığı ödemeler üye tarafından yapılır. Esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıkların birincil piyasa işlemlerinde muvakkat makbuzların satılması söz konusu olduğundan, alım yapan üyelerin aldıkları makbuzları, ihraççı şirket tarafından hisse senetleri ile değiştirilinceye kadar ikincil piyasada satmaları mümkün değildir.[79]

Borsa bülteninde, kalan miktar, satış tarihi ve satışa aracılık eden üye, satış işleminin yapılacağı tarihten en az bir hafta önce duyurulur. Birincil piyasada, yalnızca satışa aracılık eden üye satışa emir girebildiğinden, hisse senedini satın alan üyeler, aldıkları hisse senetlerini birincil piyasada satamazlar. Birincil piyasada satın alınan hisse senetleri, aynı gün satılmak isteniyorsa, ancak ikincil piyasada satılabilir.[80]

İşleyiş Esasları

Üye temsilcisi tarafından birincil piyasada bir defada girilebilecek en yüksek emir miktarı Hisse Senetleri Piyasası Müdürlüğünce belirlenir. Bu miktar Borsa

[79] Çetin Ali Dönmez, Yaman Başaran, Güzin Doğru, Mustafa Yılmaz, Sedat Uğur, Yeşim Kartallı, Gökhan Ugan, *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 2002, s. 58.
[80] İMKB, *a.g.e.* , 2006, s.217.

Başkanlığı tarafından artırılabilir. Rüçhan hakkı kullanılmaması sonucu arta kalan payların satışında fiyat marjı uygulanmaz, üye temsilcileri nominal değerin altında olmamak üzere diledikleri fiyattan alış emri girebilirler. Satışa aracılık eden üyenin diğer bir müşterisi, rüçhan hakkı sonrası kalan hisse senetlerini birincil piyasada satın almak istiyorsa, bu üye de alış emri girebilir. Birincil piyasada, seansın ilk 5 dakikası içinde, satışa aracılık eden üye miktar ve fiyat bildirmeye mecburdur. Bu süre içerisinde, satılması istenen hisse senetleri için değişik fiyattan alışlar girilir. Önerilen fiyatlar uygun görüldüğü takdirde, satışa aracılık eden üye işlemi gerçekleştirir.[81]

Satışa aracılık eden kurum, eğer bir özel emir girmek istiyorsa, özel emir olarak alıp satmayı planladığı minimum miktarı, seansın ilk on dakikasında özel emir olarak girmek zorundadır. Satışa aracılık eden kurum, seansın son 5 dakikası içinde, o ana kadar biriken özel emir fiyatına eşit ve daha iyi fiyatlı lot alış emirlerini karşılamak zorundadır. Diğer üyelere yapılan bu satış işleminden sonra, satıcı aracı üye daha önce girdiği özel emrinin miktarını düzelterek eşleyebilir. Bu işlem Kontrol tarafından onaylanır ve daha sonra girilecek lot emirleri, özel emir eşlemesi için değerlendirilmez. Özel emir, Birincil Piyasa işleminin son gününde, süre yetersizliği veya net miktarın hesaplanamaması gibi nedenlerle yapılmamış ise, satılamayan bölüm için seans sonrasında özel emir girişi Kontrol tarafından yapılarak, Birincil Piyasa işlemi sona erdirilir.[82]

- **İMKB'de İkincil Piyasa İşlemleri**

Şirketlerin kasasına nakit girişi sağlamayan sadece menkul kıymetlerin sahiplerinde değişiklik yaratan işlemler ise ikincil piyasa işlemleri olarak Borsa'da Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı, Gözaltı Pazarı ve Fon Pazarı bünyesinde gerçekleştirilmektedir.[83]

---

[81] Hatice Gökçe Demirel, Krizlerin Menkul Kıymetler Borsalarına Etkisi: İMKB Örneği, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2009, s. 10

[82] Mustafa Eray Yücel, Türkiye Ekonomisi Üstüne 3+1 Makale, Bilkent Üniversitesi İktisat Bölümü Doktora Tezi, 2005, s. 43.

[83] http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm (19.05.2012)

2. İMKB'NIN İŞLEYİŞİ

İMKB'de hisse senedi alım satımı üye temsilcilerinin bilgisayar terminalleri aracılığı ile sisteme ilettikleri alış ve satış emirlerinin karşılaşması yoluyla gerçekleşmektedir. Borsada uygulanan sistem sürekli alım satım yöntemi olup emirlerin karşılaştırılması yöntemi ile işlemektedir.

Hisse senedi işlemleri ELİT adı verilen elektronik sistem içerisinde yapılmaktadır. ELİT sisteminin temel fonksiyonları şöyle özetlenebilir:

• Emir girişlerinin yapılması,

• Emirlerin kurallara göre karşılaştırılarak, işlemlerin gerçekleştirilmesi,

• Endeks, işlem hacmi ve işlem miktarına ilişkin bilgilerin sürekli güncelleştirilmesi ve veri dağıtım şirketlerine sürekli veri iletimi,

• Emirler ve gerçekleşen işlemler ile ilgili her türlü bilginin ilgili kişilere duyurulması,

• Kontrol mekanizmasının sağlanması,

ELİT sisteminde işlemler fiyat önceliği, zaman önceliği, müşteri emirlerinin önceliği; kuralları çerçevesinde gerçekleştirilir.

Fiyat önceliği kurallarına göre alış emirlerinde en yüksek satış emirlerinde ise en düşük fiyatlı emrin önceliği vardır. Zaman önceliği kuralına göre ise aynı fiyatlı olan emirlerden daha önce sisteme giren emrin önceliği vardır. Fiyat ve zaman önceliği kurallarına göre ayrım yapılamadığı zaman müşteri emirleri üye emirlerine göre öncelik kazanırlar. Sisteme limitli emirler, küsurat emri ve özel emir girişi yapılabilmektedir.

*Limit Emirler***:** Limitli emirler küsuratsız 1 lot ve katlan şeklinde verilirler. Verilen emirlerde bir fiyat limiti vardır. Limitli emirlerin dört çeşidi vardır; limit fiyatlı emirler, kalanı iptal et emirleri, özel limit fiyatlı emirler, limit değerli emirler.

*Küsurat Emir***:** Borsadaki normal işlem birimi olan 1 lotun altındaki emirlerdir. Küsurat emirler sisteme fiyatsız olarak girilirler. Küsurat emirler normal

emirlerin işlem gördüğü en son fiyat üzerinden gerçekleştirilirler. Emirler dosya girildikçe otomatik olarak gerçekleştirilirler.

*Özel Emirler***:** Borsa yönetim kurulu tarafından belirlenen limitlerin üzerindeki emirlerdir. Özel emirler için mevcut minimum miktarlar ELİT ekranlarında her hisse senedi için ayrı ayrı gösterilir. Özel emirlerde fiyat ve miktar sisteme girildikten sonra eşleşme otomatik olarak değil manüel olarak gerçekleştirilir. Eğer normal emir dosyasında, girilen özel emrin fiyatına eşit veya daha iyi fiyatlı ve miktarını karşılamaya yetecek sayıda emir varsa özel emirler ilk olarak bunlarla eşleştirilir.

Sistemde kullanıcılara süre açısından çeşitli opsiyonlar tanınmıştır. Kalanı iptal şeklinde girilen emirler dosyada bulunan emirlere eşleştikten sonra kalan miktarı iptal edilir. Günlük olarak girilen emirlerde emir girildiğinde dosyada mevcut karşı emirlerle eşleştikten sonra kalan kısmı gün sonuna kadar dosyada tutulur. Eğer gün sonuna kadar eşleşme olmazsa iptal olur. Tarihli emirlerde ise emirlerin karşılanamayan kısmı emri giren temsilcinin girdiği tarihe kadar sistemde bekler. Belirtilen tarih sonunda da karşılanmamışsa iptal olur.[84]

2.1. Hisse Senedi Piyasasında Pazarlar

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasasında, 6 pazar bulunmaktadır.

- Ulusal Pazar
- İkinci Ulusal Pazar
- Toptan Satışlar Pazarı
- Yeni Ekonomi Pazarı
- Gözaltı Pazarı
- Fon Pazarı

[84] Barbaros Yalçıner, *a.g.e.,* s. 97, 98.

Ayrıca Hisse Senetleri Piyasası bünyesinde hisse senetlerinin birincil piyasa işlemleri, küsurat işlemleri, resmi müzayede, temerrüt işlemleri de yapılmakta, rüçhan hakkı kuponları için de kuponları satılacak hisse senedinin işlem gördüğü seansta ayrı pazar açılmaktadır.

Bir menkul kıymetin ilgili olduğu pazarda, işlemlerin başlatıldığı an ile işlemlerin bitirildiği an arasında geçen süre "Seans" olarak adlandırılır.

Borsa'da işlem gören menkul kıymetler, her gün belirli saatler arasında alınıp satılırlar. Bu işlem saatlerine "Borsa Seansı" adı verilmektedir. Aynı pazarda işlem gören tüm menkul kıymetlerin seansı aynı anda başlar ve biter.[85]

2.1.1. Ulusal Pazar

İMKB'nin temel pazarı ulusal pazardır. Bu Pazar borsa kotunda yer alan şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasa olup bu piyasadaki işlemler aşağıdaki gibidir:

- İkinci El Piyasa
  - Eski hisse Senedi Pazarı
  - Yeni Hisse Senedi Pazarı
- Küsurat İşlemleri
- Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı

Yeni Hisse Pazarı: Borsadaki şirketler sermaye artırdıklarında önceki yılın temettüsü ödenmediyse yeni çıkarılan hisse senetlerinde önceki yıla ait temettü kuponu bulunmamaktadır. Bunun sonucunda yeni çıkarılan hisse senetleriyle, tedavülde bulunan hisse senetleri arasında fark doğmaktadır. Böyle bir durumda eski hisse senetlerinden farklı bir fiyat oluşması beklendiği için borsa tarafından yeni hisse senetleri için "Yeni Hisse Pazarı" adı verilen bir pazar oluşturulmuştur. Yeni hisse senedi ayrı bir hisse senedi gibi borsadaki mevcut ikinci piyasa kurallarına göre

[85] İMKB, *Hisse Senedi Alım Satım Kılavuzu*, İMKB. Yayını, İstanbul, 2006, s.12.

işlem görür. Aracılar müşterilerden emirleri yeni veya eski olmak üzere ayrı alır ve bu doğrultuda pazara iletir. Hisselerin takası da yeni ve eski olmak üzere ayrı olarak yerine getirilir. Yeni hisse senedi temettüünün ödenmeye başladığı ilk güne kadar işlem görür.[86]

Küsurat İşlemler: Küsurat işlemler l lot' tan daha az miktarda hisse senedini içeren emirlerdir. Küsurat emirler borsasının normal seansında daha önce açıklandığı şekilde küsurat emir olarak sisteme girilerek yerine getirebilmektedir. Ayrıca küsurat işlemler borsa seansları haricinde ve borsa tarafından izin verilen üyeler tarafından kendi işyerlerinde gerçekleştirebilmektedir. Lot altı işlemleri borsa üyesi aracı kurum ve bankalardan başvuruları borsa yönetim kurulu ve SPK tarafından onaylananlar yapabilmektedir. Yetki alan üyeler en fazla 30 hisse senedinde işlem yapabilir.

Yetkili üyeler lot altı işlem yapmak isteyen yatırımcılara alım satım fiyatı belirterek işlemler gerçekleştirilir. Bu yönüyle lot altı işlemler bir aracı piyasası düzenindedir. Yetkili üyeler lot altı işlemleri sabah 10.00–14.00 daha sonra da 14.00'den itibaren yapabilmektedir. Üyelerin verdikleri alım satım fiyatları arasındaki fark sabah yapılan işlemlerde söz konusu hisse senedi için önceki günkü ikinci seansın ağırlıklı ortalama fiyatının %5'inden, 14.00'den sonraki işlemlerde ise o günkü ilk seansını kapanış fiyatının % 10'undan fazla olamaz. Üyelerin verdikleri fiyatlar seans içinde gelişmelere paralel olarak değişir. Yetkili üyeler verdikleri alım satım fiyatları üzerinden en az 5 lot işlem yapmak zorundadırlar. 1 lotun altındaki işlemler borsada üyeler aracılığıyla küsurat işlemlerinde de gerçekleştirilebilir. Ancak lot altı işlemlerin farkı, gün boyunca yatırımcıların işlem yapabilmesi, alım veya satım yapılacak fiyatın önceden bilinmesi ve teslimatın anında yapılmasıdır. Küsurat işlemlerde işlemler, borsada oluşacak fiyattan gerçekleşir ve takas seansı izleyen bir gün sonra yapılmaktadır. Borsa dışı küsurat işlemlerindi İMKB Hisse Senetleri Piyasasında maksimum lot miktarı 250 olan hisse senetlerinde 1 lot, 500 olan hisse senetlerinde 2 lot, 1000 lot olan hisse senetlerinde 5 lot, 2500 lot olan

[86] Arif Seçkin Tokatlı, *Tasarrufların Yatırıma dönüşmesinde Borsanın Rolü: İMKB Üzerine Bir İnceleme.* İstanbul 1998, s.117.

hisse senetlerinde 12 lot, 5000 lot ve üzerinde olan hisse senetlerinde 25 lot ve altında kalan miktarlarda yapılabilir.[87]

Rüçhan Hakkı Pazarı: Ülkemizde şirketlerin sık sık nakit olarak sermaye artırımına gitmesi sonucunda mevcut ortaklar bu sermaye artırımları sonucunda zarar etmemek için sermaye artırımına katılmak zorunda kalmaktaydılar. Yatırımcıların zarara uğramaması amacıyla rüçhan hakkı kullanım süresi içerisinde rüçhan hakkı kuponlarını satabilecekleri "Rüçhan Hakkı Pazarı" adı altında bir Pazar oluşturulmuştur.

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler nakit olarak sermaye artırımına gittiklerinde rüçhan hakkı kullanım süresinin başlamasıyla rüçhan hakkı kuponunun alınıp satılabildiği geçici bir Pazar oluşturulur. Pazarın kapanış günü rüçhan hakkı kullanma süresinin sonunda önceki beşinci işgünüdür. Bu pazarda sadece normal emir verilebilir. Özel, küsurat veya blok emir verilemez. Pazardaki öncelik kuralları yazılabilecek azami lot miktarı hisse senetleri piyasasındaki ile aynıdır.[88]

2.1.2. İkinci Ulusal Pazar

Borsa yönetim kurulu 323 sayılı genelgesiyle İkinci Ulusal Pazar'ında (Borsa Kot Dışı Pazar) işlem görecek hisse senetleri ile ilgili işlemlere ilişkin esasları belirlemiştir. Bu genelgeye göre Kot Dışı Pazar'ın amacı; İMKB Yönetim Kurulunca uygun görülen İMKB Kot İçi Pazar'ında işlem görme koşullarını taşımayan şirketler ile bu piyasada işlem gören, ancak işlem görme koşullarım kaybettiği için borsa yönetim kurulunca geçici veya sürekli olarak Kot İçi Pazar'dan çıkarılmasına karar verilen şirketlerin, hisse senetlerine likidite sağlamak ve fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.

Kot İçi Pazar'ın koşullarını sağlayamayan şirketlerin hisse senetlerinin "Kot Dışı Pazar"da işlem görebilmesi için aşağıda belirtilen şartlara sahip olması gerekmektedir:

---

[87] Hatice Bengin, *Türkiye'de Menkul Kıymet Borsası,* U.Ü.İ.İ.B.F. Bursa, 1993. s.93.
[88] Mustafa Çapanoğlu, *a.g.e.* , s.189-190.

• Kuruluşundan itibaren en az iki yıl geçmiş olması, sermayenin %25'inin 100'den fazla kişi elinde bulunduğunun belirlenmiş olması halinde l yıl geçmiş olması,

• Menkul kıymetin piyasada mevcut veya muhtemel tedavül hacminin borsaca yeterli kabul edilmesi,

• Son yıl ve ilgili ara dönemler (ara dönemde başvurmuşsa) dâhil olmak üzere malî tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması,

• Borsa tarafından istenen beyan yazısının borsa başkanlığına teslim edilmesi,

• Esas sözleşmede Kot Dışı Pazar'da işlem görecek hisse senetlerinin devir tedavülünü kısıtlayacak veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak maddelerin bulunmaması.

• Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere borsaya bildirileceğinin taahhüdü,

• Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların çözümlenmiş olması ve makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,

• Borsaca gerekli görülecek bilgi ve belgelerin süresi içinde borsaya teslim edilmiş olması,

• Borsa, yönetimce geçerli kabul edilecek durumlar dışındaki nedenlerle son bir yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato ilan edilmemiş olması ve borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması.

Hisse senetleri Kot İçi Pazar'da işlem görme koşullarını kaybetmiş olan şirketlerin hisse senetlerinin Kot Dışı Pazar'da işlem görebilmesi için İMKB Yönetim Kurulu'nca izin verilmesi koşuluyla yukarıda belirtilen şartlar aranmamaktadır. İMKB Yönetim Kurulu mevzuata ve İMKB Yönetmeliği'ne uymayan şirketleri Kot Dışı Pazar'dan geçici veya sürekli olarak çıkarabilir. Kot Dışı Pazar'da işlem görme

ve takas ile ilgili esaslar Kot İçi Pazar ile aynıdır. Kot Dışı Pazar'da işlemler öğleden sonraki seanstan sonra 15 dakika süresince yapılmaktadır.[89]

2.1.3. Toptan Satışlar Pazarı

Toptan Satışlar Pazarının kuruluş amacı, esas olarak alıcıları önceden belli olan veya olmayan belli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin borsada güven ve şeffaflık ortamı içerisinde organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamaktır.

Toptan Satışlar Pazarı 9.1.1995 tarih ve 331 sayılı Borsa genelgesi ile kurulmuştur. Toptan Satışlar Pazarında, hisse senetleri borsada işlem gören veya görmeyen şirketlerin belli bir miktarın üstündeki hisse senetleri satılabilecektir. Ayrıca özelleştirme ile ilgili olarak Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın yapacağı blok satışlar da bu piyasada yapılabilecektir. Bu pazarda önceden belirlenmiş veya daha önceden belirlenmemiş alıcılara satış yapılabilecektir. Satışlar ortakların elindeki mevcut hisse senetleri olabileceği gibi sermaye artırımı yoluyla yapılan ihraç sonucu ortaya çıkan hisse senetleri de olabilir. Borsa da hisse senetleri işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin bu piyasada blok olarak el değiştirmesi tedavülü artırıcı satış veya halka arz sayılmayacaktır. Ancak daha sonra bu hisse senetleri Ulusal Pazar'da satılırsa bu tedavülü artırıcı satış sayılır.

Bu piyasada asgari işlem miktarı hisse senetleri borsada işlem gören şirketleri için asgari borsadaki özel işlemlere konu olan miktar, hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketler içinse 1000 TL nominal değerli hisse senedidir. (1000 TL'nin altında kalmakla birlikte şirketin ödenmiş sermayesinin veya toplam oy haklarının % 10'una tekabül eden imkan da asgari işlem miktarı olarak kabul edilir.)[90]

---

[89] İlknur Çiçek, *Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar Yayımlanmamış Ders Notları*, İstanbul 2006, s, 21.

[90] Milli Eğitim Bakanlığı, *Türkiye'de Finansal Piyasalar,* Ankara 2007, s. 35.

2.1.4. Yeni Ekonomi Pazarı

Yeni Ekonomi Pazarı borsanın 8.3.1995 tarih ve 20 numaralı genelgesi ile kurulmuştur. Yeni Ekonomi Pazarı'nda yeni kurulmuş gelişme potansiyeli yüksek şirketler hisse senetlerim halka arz ederek fon temin edebileceklerdir. Ayrıca bu şirketlerin hisse senetleri borsada kurumuş olan organize bir piyasada işlem görerek şeffaf bir ortamda belli işlem kuralları çerçevesinde el değiştirecektir. Bu piyasa özellikle risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve getirisi ve riski yüksek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen yatırımcılara da yatırım olanağı sunacaktır. Yeni Ekonomi Pazar'ında ki işlemler İkinci Ulusal Pazar içerisinde gerçekleştirilir. Yeni Ekonomi Pazar'ında hisse senetleri işlem gören şirketler Ulusal Pazar'ın veya İkinci Ulusal Pazar'ın işlem görme koşullarını karşılayabilirlerse asgari l yıl azami 3 yıl sonra bu piyasalara geçebilirler. Yeni Ekonomi Pazar'ında yapılacak satışlar için verilecek başvurular halka arza aracılık yapma yetkisi bulunan kuruluşlar aracılığı ile yapılmalıdır. Ayrıca garantör sıfatı taşıyan banka ve/veya kurucular ile şirket yönetim kurulu üyelerinden borsa tarafından belirlenen teminat kefalet garanti vermeleri ve gerekli sigortalan yaptırmaları istenir. Bu yolla bu kişi veya kuruluşlar söz konusu şirketin hisse senetlerinin Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görmeye başlamasından ilk olağan genel kurulun yapılması ve bağımsız denetimden geçmiş ilk mali tabloların yayınlanmasına kadar kötü niyetli iflas, konkordato, tasfiye ve benzeri durumlara karşı yatırımcının korunması ve oluşabilecek zararların karşılanmasında benzeri durumlara karşı yatırımcının korunması ve oluşabilecek zararların karşılanmasında diğer sorumlularla birlikte başvuru tarihindeki şirketin piyasa değerinden az olmamak üzere peşi sıra sorumlu olurlar.[91]

Yeni Ekonomi Pazar'ında hisse senetlerinin işlem görmesini isteyen şirketler aşağıdaki koşulları sağlamalıdırlar:

• Hisse senetlerinin sermaye artırımı veya mevcut payların satışı yoluyla ilk kez borsa kanalı ile halka arz ediliyor olması,

[91] Anadolu Üniversitesi Yayınları, Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar, Eskişehir 2004, s.28.

• Kuruluş amacı, faaliyet konusu ve kapsamı, iş planları projeleri bakımından Yeni Ekonomi Pazar'ında işlem görebilecek düzeyde olduğunun borsa yönetimince uygun görülmesi,

• Menkul kıymetin piyasada muhtemel tedavül hacminin borsa yönetimince yeterli kabul edilmesi,

• Borsa tarafından istenen beyan yazısının şirketin başlıklı kâğıdına aktarılarak, birinci derece imza yetkilisi en az iki yönetici tarafından imzalanıp noter tasdikinden sonra borsa başkanlığına teslim edilmesi,

• Esas sözleşmenin Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görecek hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,

• Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların çözümlenmiş olması veya makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,

• Tasfiye ve konkordato ilan edilmemiş olması ve borsa yönetimince geçerli kabul edilecek durumlar dışındaki nedenlerle üretime ara verilmemiş olması ve borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,

Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde kamuoyunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde, değişiklik yapacak her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklamak üzere yazılı olarak borsaya bildirileceğinin taahhüdü,

• Kurucuların ve garantörlerin zimmet, ihtilas irtikâp, rüşvet, emniyetli suiistimal, sahtecilik, hırsızlık dolandırıcılık, kaçakçılık gibi suçlardan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının ilgili Cumhuriyet Savcılığı'ndan belgelendirmeli ve Sermaye Piyasası Mevzuatına muhalefetten dolayı hüküm giymemiş bulunmaları,

• Kurucuların ve garantörlerin müflis olmaları ve sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler çerçevesinde faaliyet izlerine ilişkin sürekli veya geçici olarak kaldırılmış yahut borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş bulunun kişilerden olmaması,

• Borsaca gerekli görülecek bilgi ve belgelerin süresi içinde borsaya teslim edilmiş olması.[92]

2.1.5. Gözaltı Pazarı

Gözaltı pazarının (GP) kuruluş amacı, borsada işlem gören hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağan dışı durumların ortaya çıkması durumunda, sürekli gözetim, denetim ve izlenme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır.[93]

Aşağıda belirtilen durumların gerçekleşmesi halinde borsanın diğer pazarlarında işlem görmekte olan hisse senetleri gözaltı pazarına alınabilir:

• Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağan dışı durumların ortaya çıkması,

• Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemeler uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi[94].

Pazardan Çıkarma ve İşlemlerin Durdurulması

GP'de işlem görme hisse senetleri için önceden işlem görme süresi belirlenmiş ise bu sürenin bitiminde hisse senetleri ilgili olduğu pazarda işlem görmeye devam eder. Geçici veya sürekli olarak, önceden belirlenmemiş bir süreyle GP'ye alınan hisse senetlerinin ilgili pazara geçmesine Yönetim Kurulu karar verebilir. Bu durumda, söz konusu hisse senetleri, konu hakkında borsa bülteninde yapılan duyuruyu izleyen 2. iş günü ilgili pazarda işlem görmeye başlayabilir. GP'ye alınmasına neden olan durumların düzeltilmesi için Borsa Yönetim Kurulu ilgili

[92] http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu (05.06.2012)
[93] http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten_files/2006/2006_9.pdf (14.02.2012)
[94] İMKB, *a.g.e.*,2006,s.226.

şirkete süre vermiş ise, söz konusu sürede şirket tarafından bu durumların düzeltilmesi zorunludur. Aksi takdirde, şirket hisse senetleri Borsa pazarlarından sürekli çıkarılabilir. GP'de hisse senetleri işlemlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulmasında borsa mevzuatının ilgili hükümleri uygulanır. GP'de hisse senetleri işlem görmesine karar verilen şirketlerle ilgili önem taşıyan hususlar ve pazara alınma nedenleri, söz konusu şirketlerin hisse senetleri GP'de işlem gördüğü serece borsa tarafından istenen bilgi ve belgeler, borsa tarafından yapılan incelemelerden elde edilen bilgi ve belgeler borsa günlük bülteninde yatırımcılara duyurulur. Ayrıca GP'de hisse senetleri işlemlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulması halinde, konu ile ilgili bilgiler günlük bülten yoluyla yatırımcılara açıklanır.[95]

2.1.6. Fon Pazarı

Borsa Yatırım Fonları'nın (BYF) işlem gördüğü pazardır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (Seri: VII, No: 10) 37. maddesine dayanarak Borsa Yönetim Kurulu'nca işlem görmesi uygun bulunan A tipi yatırım fonları katılım belgeleri için pazar açabilir.[96]

3. İMKB HİSSE SENEDİ ENDEKSLERİ

İMKB Hisse Senetleri Piyasası Endeksleri, Borsa'da işlem gören hisse senetlerinin fiyat ve getirilerinin bütünsel ve sektörsel bazda performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

Fiyat endeksleri, endeksin hesaplanmasında ve sürekliliğinin sağlanmasında ödenen temettüü dikkate almayan endekslerdir. Bu tür endekslerde sadece hisse senedinin değer kazanmasından doğan kazanç endekse yansımaktadır.

Getiri endeksleri, endeksin hesaplanmasında ödenen temettüü de dikkate alan, sürekliliğinin sağlanmasında ödenen temettülere göre de düzeltme yapılan endekslerdir. Bu tür endekslerde hisse senedinin değer kazanmasından doğan

[95] Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi, Ekin Kitabevi, Bursa, 2006, s.56
[96] http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/haberduyuru.htm?tur=aylikbulten (17.01.2012)

kazancın yanında temettüden dolayı elde edilen kazanç da endekse yansımaktadır. İMKB Endekslerinin hesaplanma şekli aşağıda gösterilmiştir.

3.1. İMKB Ulusal–100 Endeksi

Ulusal Pazar için temel endeks olarak kullanılmaktadır. Tüm endeksler tamsayıdan sonra iki haneli olarak gösterilir ve ilan edilir. Tamsayıdan sonraki üçüncü hane 5'ten küçük ise atılır, 5 ve 5'ten büyük ise ikinci hane yukarıya yuvarlanır.[97]

Fiyat endekslerinden sadece İMKB Ulusal–100, İMKB Ulusal-Sınaî, İMKB Ulusal-Hizmetler ve İMKB Ulusal-Mali 1997 yılı başından itibaren seans süresince yayınlanmakta iken, İMKB Yönetim Kurulu'nun 24.06.1997 tarihli toplantısında fiyat endekslerinin tümünün seans süresince yayınlanması kararlaştırılmıştır.

3.2. İMKB Ulusal - Tüm Endeksi

Yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

3.3. İMKB Ulusal - 30 Endeksi

Vadeli İşlemler Piyasasında kullanılmak üzere, yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerden sektörel temsil kabiliyeti de göz önünde bulundurularak seçilmiş hisse senetlerinden oluşmakta olup,

İMKB Ulusal–30 hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

Sektörel Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri: Yatırım ortaklıklar; hariç Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

[97] Mustafa Canbaz, İMKB'de Hisse Senedi Yatırımı Nasıl Yapılır? , İstanbul 2003, s. 6.

İMKB İkinci Ulusal ve YEP Endeksi: İkinci Ulusal ve Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

İMKB Yatırım Ortaklıkları Endeksi: Ulusal Pazar'da işlem gören yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşmaktadır.[98]

Aşağıdaki tabloda çeşitli ülkelerde kullanılan borsa endeksleri verilmiştir.

Tablo 10: Bazı Borsa Endeksleri

ENDEKS	ÜLKE	BORSA	
NYSE komposite	ABD	New York Borsası	Ağırlıklı Ortalama
Dow Jones	ABD	New York Borsası	30 Büyük Firma
Standarts and Poor 500	ABD	Tüm ABD Borsaları	500 Büyük Firma
AMEX komposite	ABD	AMEX	Ağırlıklı Ortalama
TOPİX	Japonya	Tokyo Borsası	Ağırlıklı Ortalama
Nikkei	Japonya	Tokyo Borsası	225 Büyük Firma
FT30	İngiltere	Londra Borsası	30 Büyük Firma
FTSElOO	İngiltere	Londra Borsası	100 Büyük Firma
DAX	Almanya	Frankfurt Borsası	30 Büyük Firma
FAZ	Almanya	Frankfurt Borsası	100 Büyük Firma
CAC	Fransa	Paris Borsası	40 Büyük Firma
Hang Seng	Hong Kong	Hong Kong Borsası	Ağırlıklı Ortalama
TSE 300	Kanada	Toronto Borsası	300 Büyük Firma
SPI	İsviçre	İsviçre Borsaları	400 Büyük Firma
EAFE	ABD	Tüm Dünya Borsaları	21 Ülke
Financial Times World	ABD	Tüm Dünya Borsaları	Çeşitli Ülkeler

Kaynak: M. Baha Karan.”*Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*”, Ank., 2001, s.57

[98] İMKB. *a.g.e.*,2006, s.347.

3.4. İMKB–30 ve İMKB–100 Endekslerindeki Hisse Senetlerinin Seçimi

İMKB Yönetim Kurulu, Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü tarafından hazırlanan periyodik piyasa verilerini inceleyerek endekslerde ve yedek listelerde yer alacak hisse senetlerini belirler.

Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin İMKB Ulusal–30 ve İMKB Ulusal–100 endeksine alınabilmesi için; Borsa'da en az 60 gün süreyle işlem görmesi şarttır.

İMKB Ulusal–30 ve İMKB Ulusal–100 endeksine, birden fazla grup (örneğin A, B, C) hisse senedi bulunan şirketin, sadece bir grup hisse senedi dahil edilir.

İMKB Ulusal–30 ve İMKB Ulusal–100 endeksine seçilecek hisse senetlerinin büyüklük, likidite bakımından aşağıdaki şartları sağlaması gereklidir:

a) Büyüklük: Aynen saklamada bulunanlar hariç, Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerinin değerleme dönemi sonu itibariyle piyasa değeri; İMKB Ulusal–30 için Ulusal Pazar'da yer alan hisse senetlerinin medyan piyasa değerinden büyük, İMKB Ulusal–100 için ilk %75'in içinde olmalıdır.

b) Likidite: Endekslerde yer alacak hisse senetlerinin; birincil piyasa, toptan satış ve özel emir işlemleri hariç son bir yıl içinde günlük ortalama işlem hacmi; İMKB Ulusal–30 için meydana gelen işlem hacminden büyük, İMKB Ulusal–100 endeksi için ise ilk %75'in içinde olmalıdır.[99]

[99] Ali Kemal Özbay, Borsa Kavramı ve İMKB'nin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkisi, Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi 2007, s. 92, 93.

İMKB'de işlem gören şirket sayısı göreceli olarak azalmakla birlikte hisse senedi sayısı her geçen yıl büyük oranlarda artarak şirketlerin toplam piyasa değeri yaklaşık 500 milyar lira düzeyine yükselmiştir.

Grafik 4: 2002-2012 Yılları Arasında İMKB Performansı



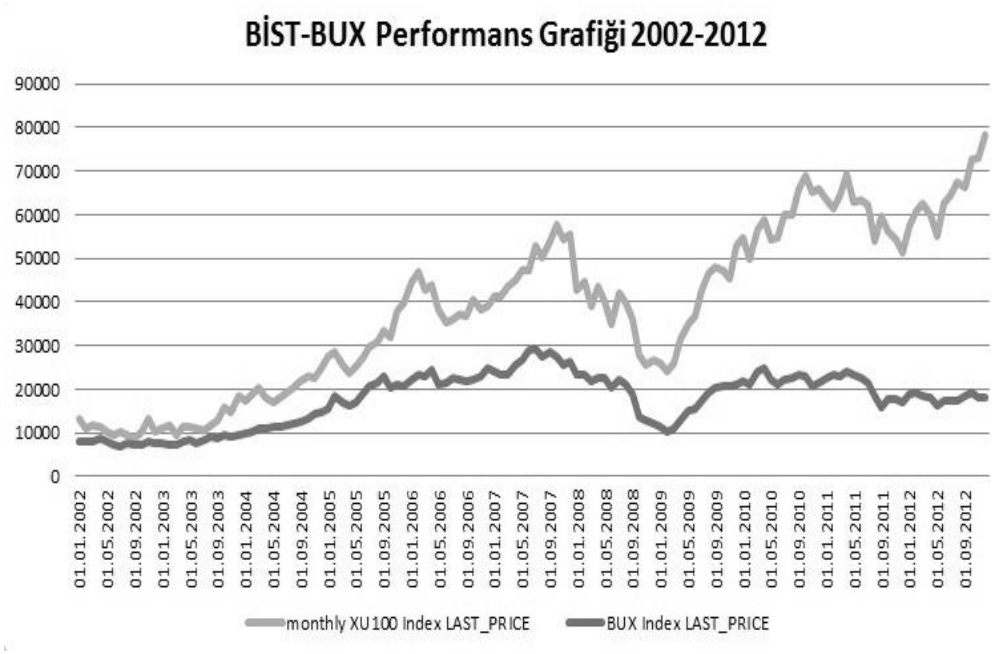
Kaynak: http://www.bloomberg.com/professional/ (12.04.2013)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1. BUDAPEŞTE BORSASI, İMKB VERİLERİ VE VERİLERİN ANALİZİ

Bu bölümde Budapeşte Borsası ve İMKB'nin 2005 ile 2012 yılları arasındaki borsa verileri ile Macaristan para birimi olan Forint ile Türkiye para birimi Lira arasındaki ilişki, endekslerinin dolar kuruna verdikleri tepki ile ölçülecek, verilen yıllar aralığındaki günlük borsa kapanış verileri ve günlük kur verileri ele alınarak iki ülke ve borsa arasındaki etkileşim değerlendirilecektir. Öncesinde iki borsa arasında etkileşimi daha net yorumlayabilmemiz açısından aşağıdaki grafikten de faydalanabiliriz.

Grafik 5: Borsa İstanbul ve Budapeşte Borsası Performansları Karşılaştırmalı Grafiği 2002-2012



Kaynak: http://www.bloomberg.com/professional/ (Erişim Tarihi: 12.04.2013)

1.1. Panel Veri Analizi ve Sonuçları

2005-2012 yılları arasında Budapeşte Borsası ve Borsa İstanbul günlük borsa kapanış endeksleri ve yine aynı yıllar arasındaki 1 dolar karşılığı Türk Lirası ve Macar Forinti kur değerleri arasındaki ilişki, aşağıda belirtilen model ve hipotez kapsamında incelenmiştir.

$ENDEKS_{it} = \alpha_1 + \alpha_{2it}$

$ENDEKS_{it} = C + KUR_{it}$

Tablo 11: Bağımlı değişken borsa performansları, bağımsız değişken döviz kuru verileri

Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık
KUR?	102.5597	3.779362	27.13677	0.0000

R-kare	-3.375490	Anlamlı bağımlı var.	33812.55
Düzeltilmiş R-kare	-3.375490	S.D. bağımlı var.	16603.18
Regresyonun Std. Hatası	34729.99	Akaike bilgi kriteri	23.74883
Artık kareler toplamı	5.03E+12	Schwarz kriteri	23.75035
Olabilirlik oranı	-49515.32	Hannan-Quinn kriteri	23.74937
Durbin-Watson istatistik	0.000336		

H_0: Borsa endeks değerleri arasındaki değişim, döviz kurunda oluşan değişimlere bağımlıdır.

H_1: Borsa endeks değerleri arasındaki değişim, döviz kurunda oluşan değişimlerden bağımsızdır.

Tablo 12: Küçük Kareler Yöntemi ile Sabit Etkinin Gösterilmesi

Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık
C	41882.76	1091.228	38.38131	0.0000
KUR?	-80.02224	10.71217	-7.470217	0.0000
Sabit Etki (Cross)				
_MACARISTAN--C	-5298.474			
_TURKIYE--C	5298.474			
Etki Özellikleri				
Ara-kesit sabit (kukla değişkenler)				
R-kare	0.641806	Anlamlı bağımlı var.		33812.55
Düzeltilmiş R-kare	0.641635	S.D. bağımlı var.		16603.18
Regresyonun Std. Hatası	9939.268	Akaike bilgi kriteri		21.24709
Artık kareler toplamı	4.12E+11	Schwarz kriteri		21.25165
Olabilirlik oranı	-44297.19	Hannan-Quinn kriteri		21.24871
F istatistiği	3733.188	Durbin-Watson istatistik		0.003571
Prob(F istatistiği)	0.000000			

Olasılık değerleri 0.05 değerinden küçük olduğu için H_1 hipotezi kabul edilebilir, yani sabit etki vardır denilebilir. Bu durumda modeli sabit etki ile tahmin etmek gereklidir. Sabit etki tahmin sonuçları aşağıda verilmiştir.

Tablo 13: Test Sonucu Olabilirlik Oranı (Likelihood ratio) Sabit Etki Sonuçları

Etki Testi	İstatistik	d.f.	Olasılık
Ara-kesit F	24.271230	(1,4167)	0.0000
Ara-kesit Ki-kare	24.218241	1	0.0000

Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık
C	47150.26	218.7692	215.5252	0.0000
KUR?	-132.2534	1.537333	-86.02781	0.0000

R-kare	0.639720	Anlamlı bağımlı var.	33812.55
Düzeltilmiş R-kare	0.639634	S.D. bağımlı var.	16603.18
Regresyonun Std. Hatası	9966.976	Akaike bilgi kriteri	21.25242
Artık kareler toplamı	4.14E+11	Schwarz kriteri	21.25546
Olabilirlik oranı	-44309.30	Hannan-Quinn kriteri	21.25350
F istatistiği	7400.783	Durbin-Watson istatistik	0.003719
Prob(F istatistiği)	0.000000		

En küçük kareler yöntemi kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Bu şekilde bağımlı değişken olan borsa kapanış endekslerinin bağımsız değişken olan döviz kuru ile ilişkisi ortaya konulmak istenmiştir. Olasılık değerleri 0.05 değerinden küçük çıkmıştır. Panel veri regresyon modellerinde 'Test Sonucu Olabilirlik Oranı' (Likelihood ratio) test sonuçlarına göre model için sabit etki sonuçları kullanılmıştır. Analiz sonucuna göre H_0 hipotezi reddedilmiş, H_1 hipotezi, yani iki ülke borsa endekslerinin, döviz kurlarıyla arasında kuvvetli bir ilişki olmadığı saptanmıştır.

SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının uygulanan liberal ekonomik politikalar çerçevesinde düzenlenmesi, bu ülke ekonomileri ve borsalarının büyümesine ve gelişmesine neden olmuştur. Uygulanan ekonomik politikalar, yüksek getiri arayışı içindeki uluslararası fonların bu ülke pazarlarına akışını hem kolaylaştırmış hem de hızlandırmıştır.

Bu çalışmada incelediğimiz gelişmekte olan iki ülke, Türkiye ve Macaristan ekonomik ve finansal açıdan benzerlik göstermektedirler. Sermaye piyasalarını büyük ölçüde liberalleştiren bu ülkeler, yabancı yatırımcıların doğrudan hisse senedi satın almalarına izin vermeye başlamışlar ve portföy yatırımları üzerindeki kısıtlamaları kaldırmışlardır. Bu ülkeler sermaye piyasalarının geliştirilmesi yönünde çeşitli kurumsal ve finansal reform çabaları içine de girmişlerdir. Bütün bunlar gelişen borsaların büyümelerini teşvik eden faktörlerdir. Ancak 2002 ve 2009 yıllarında yaşanan krizler her iki ülkeyi de gözle görülür biçimde etkilemiştir. Bununla birlikte her iki ülkede de uygulanan bu liberal politikalar, yabancı sermayeyi kuvvetlendirmiştir. Günümüzde Macaristan ve Türkiye'deki yabancı sermayeli şirketlerin, ülke ihracatlarının yüzde 60 seviyelerindeki kısmını gerçekleştirdiği görülmektedir. Dış ticaret rakamları incelendiğinde ise, Macaristan'ın hacmi Türkiye kadar büyük olmasa da, son birkaç yıldır izlenen istikrarlı politikalar sonucunda, geçtiğimiz yıl 10 milyar dolar civarında bir dış ticaret fazlası ortaya çıktığını da göz ardı etmemek gerekir.

Budapeşte Borsası ve Borsa İstanbul arasındaki ilişki ele alındığında ise, Borsa İstanbul'un Budapeşte Borsası'ndan daha güçlü olduğunu söylemek gerekir. 2002 krizinden sonrası ele alınarak 2012 sonlarına kadar yapılan incelemelerde, iki borsanın da etkilendiği net bir biçimde görülmekte, ancak Budapeşte Borsası'nın Borsa İstanbul'a göre daha kırılgan olduğu da açıkça ortadadır. Aynı sonuç para birimleri arasındaki ilişki incelendiğinde de ortaya çıkmaktadır.

Yapılan analiz çalışması ile de iki ülkenin 2005-2012 yılları arasındaki borsa kapanış rakamları ile günlük döviz kurları arasındaki ilişki incelenmiş ve bu iki değişken arasındaki bağın kuvvetli olmadığı görülmüştür. Bu da bizlere borsayı ve döviz kurunu etkileyen faktörlerin birbirlerinden farklı olabileceğini ve tüm ekonomik ve finansal gelişmelerin tüm piyasalarda aynı yönde etki etmeyeceğini, farklı piyasalarda benzer olaylara verilen tepkilerin farklı olabileceğini göstermektedir. Yatırımcılar bu iki borsaya yatırım yapma kararı vermeden önce döviz kurları ile borsa kapanış endeksleri arasındaki bu etkileşimi dikkate almalıdırlar.

KAYNAKÇA

Kitaplar

BAŞOĞLU Ufuk. CEYLAN Ali. PARASIZ İlker. *Finans (Teori, Kurum, Uygulama),* Ekin Yayınları, Bursa, 2009.

BERETI, *Andras. A Budapesti Ertektözsde törtenete,* Budapest 2007.

BOLAK, Mehmet. *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetlerde Portföy Analizi*, Beta Yayınları, İstanbul, 2001.

ÇAPANOĞLU, Mustafa. *Türkiye'de ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası, Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsaları*, Beta Yayıncılık, İstanbul, 1993.

DÖNMEZ, Çetin Ali. BAŞARAN, Yaman. DOĞRU, Güzin. YILMAZ, Mustafa. UĞUR, Sedat. KARTALLI, Yeşim. UGAN, Gökhan. *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002.

KARACAN, Ali İhsan. *Finans, Ekonomi ve Politika*, Creative Yayıncılık, İstanbul, 1997.

KARAN, Baha. *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, HÜFAM Yayınları No:1, 2001.

KARSLI, Muharrem. *Sermaye Piyasası BORSA Menkul Kıymetler*, Genişletilmiş 5. Baskı, Alfa Yayıncılık, İstanbul, 2003.

KILINÇ, Kazım. *200 Soruda A'dan Z'ye Borsa*, Ekim, İstanbul, 1995.

KONDAK, Nuray. *Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş*, Der Yayınları, İstanbul, 1999.

KONURALP, Gürel. *Sermaye Piyasaları,* Alfa Yayınları, İstanbul, 2005.

KORANYI, G. Tamás. SZELES, Nóra. *Tozsde születik /1864-1990/,* Budapesti Értéktozsde, 2005.

LOSONCZ, Miklos. *The Global Financial Crisisand the European Union, Public Finance Quarterly,* Journal of Public Finance, Györ 2010.

SEYİDOĞLU, Halil. *Ekonomik Tanımlar Ansiklopedik Sözlük*, Gizem Yayınları, Ankara, 1992.

Szent Istvan University, *Capital Markets*, Gödöllö 2006.

KORKMAZ Turhan. CEYLAN, Ali. Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi, Ekin Kitabevi, Bursa, 2006.

ULUDAĞ, İlhan. *Finansal Hizmetler Ekonomisi*, Beta Yayınları, İstanbul, 1999.

VERSENY, Keba. *A Budapesti Értéktőzsde szerepe, jelentősége a közép-európai (osztrák, cseh és lengyel) tőzsdék között*, Budapest 2011.

YALÇINER, Barbaros. *Tezgah Üstü Hisse Senedi Piyasaları*, S.P.K. Yayın No:34, 1996.

Makaleler

CANBAZ, Mustafa. "*İMKB'de Hisse Senedi Yatırımı Nasıl Yapılır?"* , İstanbul 2003.

GÖZBAŞI, Onur. "*İmkb ile Gelişmekte Olan Ülkelerin Hisse Senedi Piyasalarının Etkileşimi: Eşbütünleşme ve Nedensellik Yaklaşımı",* Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi *Dergisi,* Aralık, 2010.

HALİSÇELİK, Ergül. *"Kıymetli Madenler, Kıymetli Madenler Mevzuatının Değerlendirilmesi ve İstanbul Altın Borsasının Mali Sektör İçerisindeki Yeri"*, Ankara, 2000.

TOKATLI, Arif Seçkin. "*Tasarrufların Yatırıma dönüşmesinde Borsanın Rolü: İMKB Üzerine Bir İnceleme".* İstanbul 1998.

ZALEWSKA, Anna. HALL, Stephen. "*Do Market Participants Learn? The Case of the Budapest Stock Exchange*", London 2000.

Tezler

AĞIR. Hüseyin. *"İMKB'nin Ekonomik Büyümeye Katkısının Ekonometrik Analizi"*, K.S.Ü.S.B.E.İ.A.B.D. Yük. Lisans Tezi, Kahramanmaraş. 2003.

BENGİN, Hatice. *"Türkiye'de Menkul Kıymet Borsası",* Doktora Tezi, U.Ü.İ.İ.B.F. Bursa, 1993.

ÇİÇEK, İlknur. *"Avrupa Topluluğu Bütünleşme Sürecinde Türk Sermaye Piyasaları Ve Topluluk Ülkeleri Sermaye Piyasaları İle Karşılaştırılması",* Lisans Bitirme Tezi, Ankara, 2001.

DEMİREL, Hatice Gökçe. "*Krizlerin Menkul Kıymetler Borsalarına Etkisi: İMKB Örneği"*, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2009

İVGEN, Ali Rıza. *"İstanbul Altın Borsası ve Finans Sektörüne Katkıları",* Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2004.

KIRMIZI, Abdulkadir. *"İMKB'nin Türkiye Ekonomisindeki Yeri ve Önemi"* M.Ü.S.B.E.İ.A.B.D. İstanbul, 2008.

ÖZBAY, Ali Kemal *"Borsa Kavramı ve İMKB'nin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkisi"*, Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi 2007.

PARMAKSIZ, Yasemin. *"Türkiye Sermaye Piyasası İçinde İMKB'nin Gelişimi, Sorunları ve Türk Ekonomisindeki Önemi",* Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bil. Enstitüsü, Eskişehir, 1994.

YÜCEL, Mustafa Eray. *"Türkiye Ekonomisi Üstüne 3+1 Makale"*, Bilkent Üniversitesi İktisat Bölümü Doktora Tezi, 2005.

Yayınlar – Raporlar

Anadolu Üniversitesi Yayınları, *"Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar",* Eskişehir 2004.

Budapest Stock Exchange, *"Budapest Stock Exchange at a Glance"*, Budapest 2012.

Budapest Stock Exchange, *"Tözsdek Újraegyesülese Magyarorszagon"*, Budapest 2005.

ÇİÇEK, İlknur. *"Sermaye Piyasası ve Finansal Kurumlar Yayımlanmamış Ders Notları"*, İstanbul 2006.

DAĞLI, Hüseyin. *"Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri",* Sermaye Piyasası ve İMKB üzerine Çalışmalar 1995.

Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu, *"Macaristan Ülke Bülteni"*, 2011.

DOĞU, Murat. *"Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye"* Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1996.

ERCAN, Metin Kamil. *Kobi Borsaları*, Gazi Üniversitesi Yayını, Bandırma, 2005.

FERTEKLİGİL, Azmi. *"Türkiye'de Borsanın Tarihçesi",* İMKB Yayınları, Yayın No:3, İstanbul, 1993.

İMKB, *"Hisse Senedi Alım Satım Kılavuzu"*, İMKB Yayını, İstanbul, 2006.

İMKB, *"Global Sermaye Piyasaları"*, İMKB Dergisi, Yıl l, Sayı 1. Ocak, Şubat, Mart, 1997.

İMKB*, "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgileri Kılavuzu",* Ağustos, 2000.

İMKB, *"Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu",* 19. Basım, İstanbul, Mayıs-2006.

İMKB*, "Sorularla Borsa ve Sermaye Piyasası",* İstanbul, Ekim-2009.

İstanbul Ticaret Odası, *"Macaristan Ülke Raporu"*, Mayıs 2009.

İstanbul Ticaret Odası, *"Macaristan Ülke Raporu"*, 2011.

KUTLUHAN, M. K. Savaş. *"Gelişen Borsalar",* İst. Üniversitesi. 1994.

Milli Eğitim Bakanlığı, *"Türkiye'de Finansal Piyasalar"*, Ankara 2007.

TARGAN, Ünal. *"Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları",* İ.T.Ü, Yayını, İstanbul, 1991.

TC Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, *"Macaristan Ülke Raporu"*, Ankara 2009.

TC Budapeşte Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, *"Türk İhracatçısı ve Yatırımcısı için Macaristan Pazarı"*, Nisan 2012.

The CEE Stock Exchange Group, *"The CEE Stock Exchange Group and Its Indices"*, Wienna 2011.

Thomas White Global Investing, *"Country Profile: Hungary"*, Mayıs 2011.

Turkish Bank Ekonomik Araştırmalar Bölümü, *"Türkiye Raporu"*,Ekim 2012.

Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, *"Macaristan'da AB Temel Değerlerinden Geriye Gidiş: AB Acz İçinde mi?",* Ocak, 2012.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, *"Sermaye Piyasasında Gündem"*, Nisan 2011.

<u>İnternet Kaynakları</u>

http://borsaistanbul.com/datum/ilgili_dosyalar_tr/Borsa_Istanbul_AS_Esas_Sozlesme.pdf (Erişim Tarihi: 30.04.2013).

http://borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelismeler (Erişim Tarihi: 30.04.2013).

http://www.bloomberg.com/professional/ (Erişim Tarihi: 12.04.2013)

http://www.ibp.gov.tr/pg/section-pg-ulke.cfm?id=Macaristan (Erişim Tarihi: 30.04.2013).

http://www.imkb.gov.tr.yayinlar.html. (Erişim Tarihi: 25.04.2012).

http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm (Erişim Tarihi: 19.05.2012).

http://www.imkb.gov.yayinlar.html (Erişim Tarihi: 14.01.2012).

http://www.keler.hu/keler/keler_angol.head.page?nodeid=137 (Erişim Tarihi: 25.01.2013).

http://www.kutbo.org.tr/?r=ilk-borsa. (Erişim Tarihi: 16.09.2012).

http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=5&pid=2&submenuheader=-1 (Erişim Tarihi: 20.03.2012).

http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/haberduyuru.htm?tur=aylikbulten (Erişim Tarihi: 17.01.2012).

http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/haftalikbulten/bulten_files/2006/2006_9.pdf (Erişim Tarihi: 14.02.2012).

http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=faaliyetraporu (Erişim Tarihi: 05.06.2012).

http://www.turkmacar.org.tr/index.php/haberler/295-imf-macaristan-analizi-aciklamasi (Erişim Tarihi: 02.05.2013).

http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2010_gundem_201002.pdf, (Erişim Tarihi: 25.04.2012)