

MİSAFİR MAKALE

ARACI KURUMLARIN HİSSE SENETLERİ PİYASASINDA GERÇEKLEŞTİREBİLECEKLERİ İŞLEMLERİN SINIRLANDIRILMASINA İLİŞKİN 26 ARALIK 1996 TARİHLİ SERMAYE PİYASASI KURULU KARARI ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

Dr. Bülent UYGUN

Finansal Kuruluşlar
Yönetim ve Organizasyon Danışmanı

ÖZET

Bu çalışmada, aracı kurumların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Hisse Senetleri Piyasası'nda (HSP) gerçekleştirdikleri işlemlerin sınırlandırılmasına ilişkin 26 Aralık 1996 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Kararı ele alınmıştır. Söz konusu kararın incelenmesine, kurulca ileri sürülen "aracı kurumların özsermayeleriyle işlem hacimleri arasında bir denge bulunması gerekliliği"nin sorgulanmasıyla başlamıştır. Ardından, aracı kurumların HSP işlem hacimlerinin özsermayeleriyle sınırlandırılmasında SPK'ca saptanan 4 (kat)sayısının üzerinde durulmuştur. Daha sonra, 26 Aralık 1996 tarihli düzenlemenin, "1997'de değil de 1996 yılı başında yürürlüğe girmesi durumunda nasıl bir tabloyla karşılaşmış olacaktır" sorusuna yanıt aranmıştır.

GİRİŞ

SPK, 1996 yılı içinde, Türkiye sermaye piyasasında köklü değişiklikler içeren kimi düzenlemelere gitmiştir. Bu düzenlemelerin başta gelenleri arasında, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankacıların aracılık faaliyetlerini satın alacakları ya da yeni kuracakları bir aracı kuruma devrederek yürütmeleri; İMKB HSP işlemlerinde uygulanacak kurtaj oranına bir alt sınır getirilmesi; ve bu çalışmanın konusunu oluşturan, aracı kurumların HSP'de verebilecekleri alım satım emirlerinin özsermayelerinin 4 katı ile sınırlandırılması yönündeki kararlar sayılabilir. Kurulun Türkiye sermaye piyasasını, belli bir proje çerçevesinde, yeniden biçimlendirmeye çalıştığı izlenimi veren tüm bu düzenlemeler, piyasa katılımcıları arasında geniş tartışmalara yol açmıştır. Bu kararların sermaye piyasasını geliştirmek bir yana daha da geriye götüreceği biçiminde özetlenebilecek olumsuz eleştirilere karşı, kurul, söz konusu düzenlemelerin Sermaye Piyasası Kanunu'nun (S.P.Kanunu) 1. maddesinde de belirtildiği gibi "sermaye piyasasının güven,

açıklık ve kararlılık içinde çalışması”nın sağlanması amacının gerçekleştirilmesine yönelik olduğunu öne sürmüştür.

Bu çalışmada, 1996 yılı içinde kurulca alınan köklü kararlardan sonuncusu, yalnızca aracı kurumların hisse senetleri piyasasındaki işlemlerinin sınırlandırılması açısından ele alınmış; düzenlemenin diğer iki ana unsuru –”asgari özsermaye tutarlarının saptanması” ve “kamu borçlanma senetlerine yatırım”– ise inceleme dışı tutulmuştur. Kapsamın bu denli dar tutulması yüzünden, kararın son derece tartışmalı ve açıklığa kavuşturulması gereken hukuki boyutunun –özellikle dayanağının bulunup bulunmadığı– üzerinde durulamamıştır. Gerçekte, 26 Aralık 1996 tarihli tartışmalı kurul kararı, pek çok açıdan incelenmeye değer; titiz araştırmacılar için adeta çıkarılmaya hazır bekleyen zengin bir altın madeni gibidir. Bu çalışmayla, o zengin madenin yalnızca yüzeye yakın kısımda yer alan sınırlı bir bölümün gün ışığına çıkarılması amaçlanmıştır.

1. 26 ARALIK 1996 TARİHLİ SPK KARARI VE BU KARARI İZLEYEN DÜZENLEMELER

SPK’nın, 26 Aralık 1996 tarih ve 52 sayılı toplantısında alınan İske Kararıyla¹, Türkiye sermaye piyasasında ilk kez, aracı kurumların özsermayeleri ile HSP’de gerçekleştirdikleri işlem hacimleri arasında (doğrudan) bir bağlantı kurulmuş ve bu bağlantının da bir dengeye sahip olmasının gerekliliği belirtilmiştir. Kurul düzenlemesinin en can alıcı noktasını, eskiden (düzenleyici otoritece) hiçbir kısıtlamaya bağlı tutulmaksızın yerine getirilebilen, aracı kurumlar tarafından HSP’de verilebilecek alım satım emirlerinin –daha doğrusu, gerçekleştirilecek işlem hacminin– özsermayelerinin yalnızca 4 katı ile sınırlandırılması oluşturmaktadır. Karar, SPK haftalık bülteninde yayımlanır yayımlanmaz, gerek aracı kurumlar gerekse borsa yönetiminin sert tepkisiyle karşılaşmıştır².

(1) Sermaye Piyasası Kurulu’u 29 Aralık 1996 tarih ve 62 sayılı toplantısında alınan ve “Aracı Kurumların Hisse Senetleri Piyasasında Verilebilecekleri Alım Satım Emirlerinin Sınırlanmasına İlişkin Kararı”nın tam metni aşağıda yer almaktadır:

“Kurulumuzun 26.12.1996 tarihli toplantısında aracı kurumların özsermayeleri ile işlem hacimleri arasında bir denge olması gereğinden hareketle Hisse Senetleri Piyasası’nda,

a. Verilebilecekleri bir alım ya da satım emrinin özsermayelerinin yüzde 25’iyle sınırlı olmasına,

b. Bir günde verilebilecekleri *alım satım emirlerinin toplamının* (işlem hacminin),

b.a. Özsermayelerinin 4 katı ile sınırlandırılmasına,

b.b. Alım satım emirlerinin bölünememesi halinde a fıkrasındaki sınırın en fazla yüzde 5’ine kadar aşılabilmesine, ancak bu aşımın ek emirler vermek suretiyle kullanılmaması gerektiğine,

c. Toplan satışlar pazarında yapılan işlemlerde yukarıdaki sınırların uygulanmamasına,

d. Uygulamanın 02.01.1997 tarihi itibarıyla başlamasına karar verilmiştir.”

(2) Aracı kurumlar ve borsa başkanlığının SPK kararına yönelik ilk tepkileri için bkz. Hayri Çetinkaya, *SPK Ateş Altında*, Hürriyet, 3 Ocak 1997, s. 8: “Borsacılar, bu kararlara her şeyden önce işlem hacmini, ‘zorla’ daraltacağı düşüncesiyle karşı çıkıyorlar. SPK’nın bu kararıyla İMKB’de işlem hacminin yarıya düşeceğini öne süren borsacılar... SPK’nın son kararına yönelik ciddi bir iddia da, işlem hacmi-sermaye sınırlaması kararıyla, gerçek yatırımcının borsadan dışlanacağı, borsanın sermayesi büyük kurumların oyun yeri haline geleceği yolunda...” Yine bkz. Tufan Karaağaç, *İMKB Yönetim Kurulu Danıştay Yolunda*, Finansal Forum, 4 Ocak 1997, s. 8: “SPK’nın aldığı kararları görüşmek üzere İMKB’de toplanan aracı kurumlar, üç ana konuda görüş alışverişini yaptı. Toplantının ilk ve en önemli görüşü, SPK’nın borsa yönetim kurulunun yetkilerine doğrudan müdahale ettiği yönündeydi. İkinci olarak aracı kurumların, borsa yönetim kurulu ile birlikte hareket edip hukuki girişimlerde bulunmamasıydı. Aracı kurumlar son olarak, bu sistemin teknik olarak işlemeyeceği yönünde ortak görüş bildirdiler... Toplantıda SPK’nın küçük aracı kurumların piyasadan silinmesine yönelik bir kararlar dizisi aldığı hükmüne varıldı.” Ve borsa başkanlığının kararın yayımlandığı günkü açıklaması için ise bkz. 27 Aralık 1997 tarihli *İMKB Bülteni*: “Sermaye Piyasası Kurulu’nun aracı kurumların işlem hacimlerine 2 Ocak 1997 tarihi itibarıyla genel ve özel sınırlama getiren 26

Tepkilere aldirmek bir yana, tutumunu daha da katılaştıran düzenleyici otorite, 10 Ocak 1997 tarihli haftalık kurul bülteninde yayımladığı bir başka “ilke kararı”yla düzenlemenin kapsamını “aracı kurumların asgari özsermaye tutarlarının yeniden saptanması ve bu yeni tutarların belli bir bölümünün Takasbank’ta bloke edilmesi”ni de içerecek biçimde genişletmiştir³. Düzenlemenin “Asgari Özsermaye Miktarı” başlığını taşıyan 1. maddesi ile “Kamu Borçlanma Senetlerine Yatırım” adlı 2. maddesinin ele alınması, bu çalışmanın kapsamını fazlasıyla aşmaktadır. Bu yüzden, gerek “sermaye piyasası faaliyetleri” ve “merkez dışı örgüt” temelinde yeni saptanan asgari özsermaye miktarları ve gerekse de bunların beşte dördü kadarının kamu borçlanma senetlerine yatırım yapılarak Takasbank’ta bloke edilmesi yönündeki uygulamalara ilişkin değerlendirmelere bu çalışmada yer verilemeyecektir. 26 Aralık 1996 tarihli konuya ilişkin birinci düzenlemede belirsiz kalmış kimi unsurlar, bu ikinci düzenlemede açıklığa kavuşturulmuştur. Bunların başında, ilk düzenlemede yer alan “bir günde verebilecekleri alım satım emirlerinin toplamı” ifadesinin yerini, çok daha yerinde bir ifade olan “bir günde gerçekleştirilecekleri işlemlerin tutarları”na bırakması gelmektedir⁴. Gerçekte 10 Ocak 1997 tarihli ikinci düzenleme, acele ile kaleme alınmış izlenimi veren birinci düzenlemeyi tümüyle içermektedir. Bu nedenle, çalışmanın ilerleyen kısımlarında her iki düzenleme ya da karar –ve bunları izleyen aynı konuya ilişkin diğer düzenlemeler ya da kararlar– tek bir adla anılacaktır: (26 Aralık 1996 tarihli) Aracı Kurumların (Özsermaye ve) HSP’deki İşlem Sınırlarına İlişkin Düzenleme.

Aralık 1996 tarihli Karar’ın uygulanması, (anılan tarih itibarıyla) teknik olarak olanaksızdır.” Gerçekte, bu nitelikteki bir açıklamanın borsa yönetimine yapılmasının hiçbir rasyonel nedeni bulunmamaktadır. Çünkü, söz konusu kurul kararının uygulanmasında borsa yönetiminin (doğrudan) üstlenebileceği herhangi bir sorumluluk ya da görev yoktur. ‘Kararın uygulanmasının teknik boyutu’ borsa yönetimini değil muhatap aracı kurumları (o da tekil olarak) ilgilendirmektedir. Ancak kurul kararı, borsa yönetimini, uygulanmasının teknik boyutuyla değil, HSP işlem esaslarına SPK’ca bir müdahale olup olmadığı bakımından ilgilendirmektedir. Ayrıca daha ilkeri tarihli İMKB Başkanı tarafından gösterilen bir tepki için bkz. Bu Kararların Altında ya SPK Kalacaktır ya Borsa ya da Her İkisi, Anadolu Ajansı, 9 Ocak 1997: İMKB Başkanı Tuncay Artun, SPK kararlarının, teorik ve pratik olarak her türlü dayanaktan yoksun kararlar olduğunu iddia etti. Artun, ‘hukuksal açıdan da bence geçerli olmayan bu kararların altında ya SPK kalacaktır, ya borsa, ya da her ikisi. Kuşkusuz en sonuncusu, en kötüsü’ dedi... Artun, daha sonra şunları kaydetti: ‘Sınırlandırmanın, bu kurumların mali bünyelerini orta ve uzun vadede olumsuz yönde biçimlendirecek, bekleneni tersine sonuçlar vereceğine de inanıyorum.’”

(3) Sermaye Piyasası Kurulu’nun 10 Ocak 1997 tarihli ve 2 sayılı Haftalık Bülteni’nde yayımlanan “Aracı Kurumların Özsermaye ve İşlem Sınırlarına İlişkin Düzenleme” başlıklı ilke kararının bu çalışma açısından önemli olan unsurlarına aşağıda yer verilmiştir:

“Bu düzenlemenin amacı, *S.P.Kanunu’nun 34. maddesi uyarınca* aracı kurumların özsermaye ve işlem sınırlarına ilişkin faaliyet şartlarını düzenlemektir...

İşlem Sınırları

Madde 3. a. Aracı kurumların Hisse Senetleri Piyasasında,

i. Bir günde gerçekleştirilecekleri işlemlerin tutarı özsermayelerinin 4 katını aşamaz. Şu kadar ki, alım satım emirlerinin bölünememesi halinde bu sınır en fazla yüzde 5’ine kadar aşılabılır; ancak bu aşım ek emirler verme suretiyle kullanılamaz.

ii. verebilecekleri bir alım veya satım emri özsermayelerinin yüzde 25’ini aşamaz...

Yürürlük Hükümleri

Madde 4. b. Bu düzenlemenin 3. maddesinin yürürlüğe giriş tarihi 2 Ocak 1997’dir.

(4) İMKB HSP’de gerçekleşen işlemlerin, verilen emirlerin en çok yarısına ulaşabildiği –bu çalışmanın yazarına göre– göz önünde bulundurulduğunda, aracı kurumlarca yerine getirilebilecek işlem hacimlerinin üst sınırının hesaplanmasında, verdikleri alım satım emirlerinin değil de gerçekleştirdikleri işlemlerin temel alınmasının ne denli önemli olduğu kolaylıkla anlaşılacaktır.

Aldığı kararları uygulamakta zorlanan kurul, 13 Şubat 1997 tarihli toplantısında "Aracı Kurumların İşlem Sınırlarına İlişkin Düzenleme"nin uygulanmasıyla ilgili bir dizi karar daha almıştır. Söz konusu yeni kararlar içinde bu çalışma açısından en önemli olanı, 26 Aralık 1996 tarihli düzenlemede öngörülen "işlem sınırları"nın günlük hesaplanması yönteminden vazgeçilerek haftalık olarak hesaplanması yönteminin benimsenmesidir⁵.

2. ARACI KURUMLAR İÇİN ÖZSERMAYE-İŞLEM HACMİ DENGESİNİN GEREKLİLİĞİ

"Aracı kurumların özsermayeleri ile İMKB HSP işlem hacimleri arasında bir dengeyin olması gerekli midir" sorusu, 26 Aralık 1996 tarihli kurul düzenlemesini incelemek için oldukça iyi bir başlangıç olacaktır. Bu sorunun yanıtı, aracı kurumlarca İMKB HSP'de gerçekleştirilen işlemlerin, bir yandan hangi sermaye piyasası faaliyeti, diğer yandan da hangi aracılık türleri içinde değerlendirilmesi gerektiğini bulmaktan geçmektedir. İMKB HSP'de gerçekleştirilen işlemler, yasada sayılan (ve ilgili tebliğde de büyük ölçüde yinelenen) 6 adet sermaye piyasası faaliyetinden⁶ "daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı"na –kısaca, alım satıma aracılık–girmektedir⁷. İMKB HSP'de alım satıma aracılık etkinliğine, –bir başka anlatımla, hisse senetleri ikincil piyasasında aracılık– mali sorumluluk ya da yükümlülük ve risk kavramları açısından bakmakta yarar vardır. Alım satıma aracılık, "halka arza aracılık

(5) Sermaye Piyasası Kurulu'nun 13 Şubat 1997 tarihli toplantısında, "Aracı Kurumların Özsermaye ve İşlem Sınırlarına İlişkin Düzenleme" sine ilişkin hükümlerinin uygulanması ile ilgili olarak sektörle yapılan temaslarda ortaya çıkan görüşleri de değerlendirerek aldığı kararlardan bu çalışma açısından önemli olan 1. maddesi a bendi şöyledir:

"1. a. Düzenlemenin 3. maddesinin a. i. bendinde öngörülen "işlem limiti" haftanın işgünleri üzerinden hesaplanacak "haftalık ortalama işlem limiti" şeklinde uygulanacaktır. Hüküm 17 Şubat 1997 tarihinde yürürlüğe girecektir."

(6) Bkz. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, RG: 30.07.1981/17416, madde 30: "*Sermaye Piyasası Faaliyetleri*:"

a. Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz yoluyla satışına aracılık [halka arza aracılık],

b. Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı [*alım satıma aracılık*],

c. Finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık,

d. Menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı [*repo ters-repo*],

e. Yatırım danışmanlığı,

f. Portföy işletmeciliği ya da yöneticiliğidir."

Yukarıda sıralananlara ek olarak, özel bir tebliği ile düzenlenmiş, "kredili menkul kıymet ve açığa satış işlemleri"nin de bir(er) sermaye piyasası faaliyeti gibi sayılması yerinde olacaktır.

Aracı kurumların sermaye piyasası faaliyetleri için ayrıca bkz. Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: V, No: 19, RG: 01.03.1995/22217, madde 4.

(7) Aslında, İMKB HSP'de aracı kurumlarca gerçekleştirilen kimi alımlar kredili menkul kıymet işlemlerinden kaynaklanmaktadır –aynı biçimde, kimi satımların da, İMKB'de pek ilgi görmeyen (kurallı) açığa satış işlemlerinden kaynaklanması olanaklıdır. Dolayısıyla, tüm alım satımların yalnızca alım satıma aracılık faaliyeti kategorisinde değerlendirilmesi yanlış olacaktır. Ancak, (daha önce de belirtildiği gibi, *bir(er) sermaye piyasası faaliyeti olarak kabul edilmesi gereken ve pozisyon riskleri doğuran*) "kredili menkul kıymet, açığa satış işlemleri (ve menkul kıymetlerin ödünç alma ve verme işlemleri)"ne ilişkin sınırlar, doğal olarak, bu işlemlere ilişkin tebliğde düzenlenmiştir. Bu yüzden, aracı kurumların İMKB HSP'deki işlemlerini sınırlayan kurul düzenlemesi, –bu kararın yerinde olduğu ya da doğruluğu bir yana bırakılacak olursa– düklikasyona yol açmaktadır. Bir başka anlatımla, kurulca özsermayenin 4 katı ile sınırlanan HSP işlemlerinin bir bölümü, yine kurulun bir başka düzenlemesiyle özsermayenin 2 katı ile sınırlanmış kredili alımlardan oluşmaktadır.

faaliyetinin –hisse senetleri birincil piyasasında aracılık– aracılık yüklenimi türü⁸ ve “repo ve ters-repo” faaliyetleri gibi mali sorumluluk/yüküm(lülük) üstleni-mi/yüklenimi ve dolayısıyla da (pozisyon) risk(i) alınmasını/üstlenilmesini gerektiren bir sermaye piyasası faaliyeti değildir. En azından mali sorumluluk ve risk üstlenimi kavramları bağlamında, alım satıma aracılık, yukarıda sözü edilen diğer iki tür sermaye piyasası faaliyetiyle aynı kategori içinde değerlendirilemez⁹. Bir başka deyişle, (kural-lara uygun olarak yapılan) alım satıma aracılık etkinliğinde bulunan aracı kurumlar için ne mali sorumluluk üstlenimi ve ne de risk altına girilmesi söz konusudur.

(8) Bkz. *Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği*, Seri: V, No: 19, RG: 01.03.1995/22217, madde 38: Halka arza aracılık, “en iyi gayret aracılığı” ve “aracılık yüklenimi” şeklinde yapılabilir. *En iyi gayret aracılığı [best effort underwriting]*, kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüd etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder. Aracılık yüklenimi, kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, [1] halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmının tamamının, bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının (*bakiyeyi yüklenim [strict underwriting ya da stand-by]*) ve [2] bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödemek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının (*tümünü yüklenim [firm commitment underwriting]*) satışı yapana karşı taahhüd edilmesidir.

(9) Konunun daha da iyi anlaşılması için, iki farklı sermaye piyasası faaliyetinin –alım satıma aracılık ve halka arza aracılığın aracılık yüklenimi türünün– üzerinde karşılaştırmalı olarak durmakta yarar vardır. Alım satıma aracılık etkinliğinde aracı kurumlarca yerine getirilen işlev ya da hizmetler, müşteriler tarafından verilen alım satım emirlerinin İMKB HSP piyasasına ulaştırılması; piyasaya ulaştırılan bu emirlerin izlenmesi ve gerekiyorsa gerçekleştirilmesi; emirlerle ilgili gelişmeler ve sonuçların müşteriye bildirilmesi; ve son olarak da gerçekleşen emirlerin tasfiye edilmesi ve bunlara ilişkin işlemlerin yürütülmesiyle sınırlıdır. Tüm bunlardan da anlaşılacağı üzere, alım satıma aracılık etkinliğinde bulunmakla aracı kurumlar, bu etkinliğin kendisinden kaynaklanan, (söz edilmeye değer) herhangi bir mali sorumluluk üstlenmez ve risk almazlar. Buna karşın, *aracılık yüklenimi biçimindeki halka arza aracılık* etkinliğinde bulunan aracı kurumlar, halka arzına aracılık ettikleri hisse senetlerinden (1) *bakiyeyi yüklenim* türünde, satılmayan kısmı, bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödeyerek satın almayı; (2) *tümünü yüklenim* türünde ise, halka arzına aracılık ettikleri hisse senetlerinin tümünü, bedeli satışın başlamasından önce tam ve nakden ödemek yoluyla, satın alarak halka satmayı, ihraççıya karşı taahhüd ederler. Böylelikle her iki aracılık yüklenimi etkinliğini yerine getirmekle (ikincide birinciye göre, genellikle, çok daha fazla olmak üzere) aracı kurumlar, alım satıma aracılık faaliyetinden farklı olarak, yalnızca mali yükümlülük altına girmez (üstlendikleri mali yükümlülükle orantılı) risk de alırlar. Aracılık yüklenimleri, mali yükümlülük üstlenimini ve dolayısıyla da risk alımını gerektiren etkinlikler olmaları yüzünden, söz konusu etkinlikleri yerine getiren aracı kurumlar için ödeme gücünün (solveney) güvenceye alınması ve bunu sağlayıcı düzenlemelerin gerçekleştirilmesi, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de düzenleyici otoritenin öncelikli görevleri arasında bulunur. Aracılık yükleniminde bulunan aracı kurumların ödeme güçlerini korumanın başta gelen yollarından birisi de, bu etkinlik nedeniyle üstlenilebilecek mali sorumluluğun özsermayenin belli bir katıyla, (düzenleci otorite tarafından) sınırlandırılmasından geçer. Nitekim, Seri: V, 19 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği’nin 44. maddesinin b bendi uyarınca, aracı kurumlar için aracılık yüklenimi yoluyla üstlenilebilecek mali sorumluluğun azami sınırı, özsermayenin 10 katı ile sınırlandırılmıştır.

Görece yüksek mali sorumluluk üstlenimini ve risk alımını gerektiren bir sermaye piyasası faaliyeti olan aracılık yüklenimi biçiminde halka arza aracılığa bulunan aracı kurumlar için (bu etkinlikten kaynaklanan) işlem hacmi –daha doğrusu, üstlenilebilecek mali sorumluluğun üst sınırı– ile özsermaye arasındaki dengenin 10 kata kadar kurulabilmesine izin verilmesine karşın, (bu bağlamda) hiçbir mali sorumluluk yüklenimi ve de risk üstlenimini gerektirmeyen İMKB HSP’de alım satıma aracılık etkinliğinde aynı dengenin ancak 4 katsayısı ile sınırlandırılması, kurulmuş böyle bir düzenleme yaparken, “aracı kurumların özsermayeleri ile işlem hacimleri bir dengenin olması gerektiği” olarak, ifade ettiğinin çok daha ötesinde bir amacının olduğunu düşündürmektedir. SPK’nın bu amacının ne olabileceğine, çalışmanın ilerki bölümlerinde değinilmiştir.

Aracı kurumlarca İMKB HSP'de gerçekleştirilen işlemlerin, sermaye piyasası faaliyetlerinden alım satıma aracılık türüne girdiğini açıklığa kavuşturduktan sonra, konuyu aracılık türleri açısından da çözümlenmek yerinde olacaktır.

S. P. Kanunu'nda *aracılık*, "sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından [yani, aracı kurumlar] kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır"¹⁰. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere, Sermaye Piyasası Mevzuatı (S.P. Mevzuatı) göre aracı kurumlarca yürütülebilecek 3 tür aracılık söz konusudur: (1) Başkası adına ve hesabına işlem, (2) kendi adına başkası hesabına işlem ve (3) kendi adına ve hesabına işlem.

(1) *Başkası adına ve hesabına işlem*, aracı kurumun, sermaye piyasası araçlarının alım-satımında Borçlar Kanunu'nun (BK.) 32. maddesi 1. bendi¹¹ anlamında doğrudan temsilciliğini yapması demektir. Başka bir ifade ile işlem *dolaysız temsili* ifade eder. Bu halde aracı kurum, müşterisi (temsil edilen) adına ve hesabına, üçüncü kişiyle, temsilci olarak (açık temsilci) alım veya satım sözleşmesini yapar. Sözleşmenin hak ve borçları müşteriye aittir. Sözleşmenin tarafları da temsil edilente üçüncü kişidir¹².

Başkası adına ve hesabına işlem, teknik anlatımla brokerlık işlevinin yerine getirilmesidir. Bu işlev yerine getirilirken aracılar, alıcı ve satıcıyı temsil eden bir ajan gibi hareket etmekle hiçbir risk üstlenmezler. Söz konusu işlemlerde aracı kurumların temel amacı, alım-satımlardan bir *aracılık geliri (komisyon/kurtaj)* elde etmektir.

(2) *Kendi adına başkası hesabına işlemde* aracı kurum, BK.'nın 416. maddesi 1. bendine¹³ göre kıymetli evrak alım-satım komisyoncusudur. Dolaylı temsile dayanan bu işlemlere BK.'nın 416 ve diğer hükümleri uygulanır. Aracı kurum kıymetli evrak komisyoncusu olarak işlem yapabileceği gibi, BK.'nın 427. maddesinin¹⁴ verdiği imkan-dan da yararlanabilir, yani işleme bizzat alıcı ve satıcı olarak da girebilir¹⁵.

(10) 2499 sayılı *Sermaye Piyasası Kanunu*, RG: 30.07.1981/17416, madde 30. Aracılık (türleri ya da faaliyetleri) için ayrıca bkz. *Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği*, Seri: V, No: 19, RG: 01.03.1995/22217, madde 37.

(11) Bkz. 818 sayılı *Borçlar Kanunu*, RG: 08.05.1926/366, madde 32: "Salahiyetli bir müessil tarafından diğer bir kimse namına yapılan akdin hakları ve borçları, o kimseye intikal eder..." Bu metnin açıklaması için bkz. Cevat Yavuz, *Medeni Kanun, Borçlar Kanunu ve Diğer Mevzuat*, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ, Yayın No: 354, İstanbul, Ocak 1996, s. 703: "Diğer bir kimseyi temsil etmesi için salahiyyetli [yetkili] kılınmış olan şahıs, o kimse adına bir akit yaptığında, temsilci değil, temsil edilen kimse hak sahibi ve borçlu olur."

(12) Ünal Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar AŞ, Yayın No: 4, İstanbul, 1982, s. 93.

(13) Bkz. 818 sayılı *Borçlar Kanunu*, RG: 08.05.1926/366, madde 416: "Alım ve satım işlerinde komisyoncu, ücret mukabilinde kendi namına ve müvekkili hesabına kıymetli evrak ve menkul eşya alım ve satımını deruhte eden kimsedir..." Bu metnin açıklaması için bkz. Cevat Yavuz, *Medeni Kanun, Borçlar Kanunu ve Diğer Mevzuat*, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ, Yayın No: 354, İstanbul, Ocak 1996, s. 997: "Alım ya da satım konusunda komisyoncu, kendi adına fakat müvekkilinin hesabına, bir komisyon hakkı (provizyon) karşılığında, menkul eşya veya kıymetli evrak alımı ya da satımı muamelesi yapmayı yükümlenen kimsedir."

(14) Bkz. 818 sayılı *Borçlar Kanunu*, RG: 08.05.1926/366, madde 427: "Borsada mukayyet veya piyasada cari fiyatı bulunan kambiyo senedatı veya diğer kıymetli evrakı veya emtiyayı satmağa veya satın almağa memur edilen komisyoncu, müvekkil tarafından hilafına talimat verilmemiş ise, satın alacağı şey yerine kendi şeylerini satabilir, yahut satacağı şeyi kendisi için satın alabilir. Bu hallerde komisyoncu, vekaletin icrası zamanında borsa ve piyasa fiyatını nazara almağa mecburdur. Komisyoncu, komisyon işlerinde mutad olan ücret ve masrafları alabilir. Sair hükümleri satım

Kendi adına ve hesabına işlem, daha çok gelişmiş sermaye piyasalarındaki dealerlık işlevinin yürütülmesine benzer. Bu işlemlerde aracı kurumların temel amacı, alım-satımlardan bir aracılık geliri elde etmek yerine, sermaye piyasası araçlarının akm satım fiyatları arasındaki farktan kar elde etmektir.

(3) *Kendi adına ve hesabına işlemde* aracı kurum, her türlü menkul kıymeti ve diğer evrakı bizzat ihraç edenden alabilir ve kendi ad ve hesabına satabilir. Bunun, komisyoncunun alıcı veya satıcı olması hali ile gösterdiği fark, birincisinde sadece salım aktinin söz konusu olması ikincisinde temelde komisyonun bulunması ve bizzat alıcı veya satıcı olmanın bazı şartlara bağlı bulunmasıdır¹⁶.

Kendi adına başkası hesabına işlemde aracılar, bir yandan dealer gibi hareket eder, öte yandan da brokerlik işlevini yerine getirirler. Aracı kurumlar, kendilerinin alıcı ya da satıcı rolünü üstlendikleri bu durumda, müşterilerine ait sermaye piyasası araçlarını kendi portföylerine satın alabilirler ya da kendi portföylerinde yer alan sermaye piyasası araçlarını müşterilerine satabilirler. Bu türdeki işlemlerde bulunurken aracılar, müşterileri tarafından verilen satış emirlerini kendi portföylerine alım yapma, müşterileri tarafından verilen alış emirlerini kendi portföylerinden satma yoluyla gerçekleştirirler. Böylelikle, hem alım satım fiyatları arasındaki farktan kar sağlamayı amaçladıkları için bir dealer gibi hareket eder; hem de müşteri hesabına alım satım yapmakla komisyon geliri elde etmeyi amaçladıkları için brokerlik işlevini yerine getirmiş olurlar.

S.P.Mevzuatına göre, aracı kurumlarca gerçekleştirilebilecek bu 3 aracılık türünün borsada¹⁷ –bir başka deyişle, İMKB HSP’de– ve borsa kurallarına uygun olarak yapılması gerekmektedir¹⁸. Gerek işlemlerin borsada gerçekleştirilmesinin zorunlu ve gerekse borsa işlemlerinde *öncelik kurallarının*¹⁹ geçerli olması yüzünden, “kendi adına başkası

gibidir.” Bu metnin açıklaması için bkz. Cevat Yavuz, *Medeni Kanun, Borçlar Kanunu ve Diğer Mevzuat*, Beta Basım Yayın Dağıtım AŞ, Yayın No: 354, İstanbul, Ocak 1996, s. 997: “Borsada kote edilmiş ya da piyasada cari fiyatı bulunan emtiayı, kambiyo senetlerini ya da diğer kıymetli evrakı satın almakla veya satmakla görevli komisyoncu, aksine müvekkilinin emirleri yoksa, satın alacağı malı satıcı olarak kendisi vermeye ya da satacağı malı alıcı olarak kendisi almaya yetkilidir. –Bu durumlarda komisyoncu, vekaletin ifası zamanındaki borsa ya da piyasa kuruna göre olan bedeli nazara almalıdır ve onun (komisyoncunun), komisyon konusunda mutad [alışılmış] olan masraflara ve olağan ücrete hakkı vardır.– Bunun dışında muamele satma benzetilir.”

(15) Ünal Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar AŞ, Yayın No: 4, İstanbul, 1982, s. 93.

(16) Ünal Tekinalp, *age*, s. 94.

(17) Bunun tek istisnası, *harsa dışı küsurat işlemleridir*. Söz konusu işlemler, İMKB dışında ve yetkili borsa üyelerinin merkez ve ilan edilen şubelerinde, borsa işlem birimi olan I lotun altında kalan miktarlarda yapılan lot altı alım satımlardır. İMKB Yönetim Kurulu’nca başvuruları uygun görülen ve SPK’nın onayı ile yetkili kılınan borsa üyeleri, müşterileriyle yapabilecekleri borsa dışı lot altı işlemleri, kendi ad ve hesaplarına gerçekleştirebilirler. Bkz. *5 Şubat 1996 tarih ve 40 numaralı Borsa Dışı Lot Altı İşlemleri Genelgesi*, madde 1-3 vd.

(18) Bkz. *Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik*, RG: 06.10.1984/18531, madde 55: “Kota alınmış menkul kıymetlerin borsada alım satımının yapılması esastır... Borsada işlem yapılmasına istisna getirilmediği takdirde borsa üyeleri, müşteri emirlerinin ihtiva ettiği menkul kıymetleri borsaya intikal ettirmeksizin satın alamaz ve satamazlar.”

(19) Bkz. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği*, RG: 19.02.1996/22559, madde. 23: “Öncelik Kuralları: Hisse senetleri işlemlerinde sisteme kaydedilen emirler karşılanırken önceliklerin belirlenmesinde aşağıdaki kurallar sırasıyla uygulanır:

a. *Fiyat Önceliği Kuralı*: Daha düşük fiyatlı satım emirleri, daha yüksek fiyatlı satım emirlerinden; daha yüksek fiyatlı alım emirleri, daha düşük fiyatlı alım emirlerinden önce karşılanır.

hesabına" türünden bir aracılık etkinliğinin İMKB HSP'de gerçekleştirilmesinin neredeyse olanaksızdır²⁰. Tüm bu nedenlerden ötürü, aracı kurumlarca hisse senetleri ikincil piyasasında yerine getirilen alım satım aracılık faaliyeti sırasında yapılabilecek aracılık türleri, "başkası adına ve hesabına" ve "kendi adına ve hesabına" işlemlerle sınırlıdır. Bu saptamaların ardından, İMKB HSP'de alım satım aracılık faaliyeti sırasında yerine getirilebilecek her iki aracılık türüne, -bir başka deyişle, alım satım aracılık faaliyetinin hangi aracılık türünün gerçekleştirilmesi amacıyla yapıldığına- *mali sorumluluk ve risk* gibi iki temel kavram bağlamında daha da yakından bakmak yerinde olacaktır.

Gerçekte, alım satım aracılık faaliyeti sırasında yerine getirilen aracılık hangi türden olursa olsun, aracı kurumlar için, bu *aracılık türlerinin kendilerinden* kaynaklanan herhangi bir mali sorumluluk ve riskten söz edilemez. Ancak, yukarıda belirtilen iki farklı aracılık türünün aynı kategori içinde değerlendirilmesi de doğru değildir. Bunlardan "başkası adına ve hesabına" alım satım, kurallara uygun yapıldığında, hiçbir biçimde, mali sorumluluk üstlenmeyi gerektirmediği gibi aracı kurumlar açısından risk de doğurmayan bir aracılık türüdür²¹. Buna karşın, ikinci aracılık türünü oluşturan "kendi adına ve hesabına" işlemlerde kimi riskler söz konusu olabilir²². Bunlar, doğrudan

b. Zaman Önceliği Kuralı: Fiyat eşitliği halinde, sisteme zaman açısından daha önce kaydedilen emirler öncelikle karşılanır.

c. Müşteri Emirlerinin Önceliği Kuralı: Fiyat ve zaman öncelikleri açısından eşitliğin söz konusu olduğu emirler arasında müşteri emirleri, Borsa üyelerinin kendi nam ve hesaplarına verdikleri borsa emirlerinden önce karşılanır..."

(20) Müşterisinden bir hisse senedine ilişkin hemen yerine getirilecek bir emir -örneğin piyasa fiyatından (serbest fiyatlı) bir satın alma emri- alan bir aracı kurum, (her nasılsa) bu sırada söz konusu emri doğrudan kendi karşılayabilecek durumda bulursa ve bu yönde bir istekliliğe sahip olsa bile, işlemi (borsa dışında) portföyünden satış yaparak gerçekleştiremez. Bu konuda olan aracı kurumun tek yapabileceği; önce müşterisinin alım emrini ardından da kendi (portföyünün) satım emrini borsaya ulaştırmak ve bunlara ilişkin alım ve satım işlemlerini sırayla yerine getirmeye çalışmaktır. Böyle bir durumda da, (ilgili hisse senedinin yeterli *derinlikliliğe* (*thickness*) sahip olduğu varsayıldığında) aracı kurumun satış emri ile müşterisinin alış emrinin karşı karşıya gelerek eşleşmesi olanaksız olacaktır.

(21) İMKB HSP işlemlerine ilişkin çok sayıda kural, S.P.Mevzuatı'nda düzenlenmiştir. Bu düzenlemelere göre, bir yandan borsada işlemlerin peşin -kredili işlemler hariç- ve Türk Lirası esaslarına göre yapılması; diğer yandan da borsa üyelerinin (gerekli görmeleri durumunda) alım emri veren müşterilerinden kaparo, teminat ya da alım bedelinin tümünün ödenmesini, satım emri verenlerden ise satışa konu hisse senetlerinin bir bölümünün ya da tümünün teslimini emri borsaya ulaştırmanın önkoşulu olarak isteyebilmeleri, HSP işlemleri nedeniyle aracı kurumların karşılaşılabilecekleri riskleri büyük ölçüde azaltmaktadır.

S.P.Mevzuatı'nda yalnızca aracı kurumları koruyacak düzenlemelere yer verilmemiş; tersine, yatırımcıların hak ve çıkarlarının gözetilmesi ve kollanması amacı ana ilkelerden birisi olarak benimsenmiştir. Aracı kurumların kendi mali yükümlülüklerini içeren evrak çıkarmalarının önlenmesi; müşterilere ait menkul değerleri kendi emanetlerinde tutmalarının kısıtlanması; yine müşterilere ait sermaye piyasası araçları ve nakit üzerinde, hak ve yetkileri olmaksızın kendileri ya da üçüncü şahıslar lehine herhangi bir tasarrufla bulunmalarının yasaklanması; İMKB HSP'de işlem yapmanın gerekli teminatların yatırılması koşuluna bağlanması gibi çok sayıda hüküm, yatırımcıların korunmasına yönelik düzenlemeler arasında yer almaktadır.

Ayrıca Türkiye sermaye piyasasında, yerine getirilen faaliyet ve aracılığın türüyle doğrudan ilgili olmayan birtakım genel risklere karşı da çok sayıda önlem, mekanizma ve düzenleme geliştirilmiştir. Tüm bunlardan ötürü, kurallara uygun hareket edilmesi durumunda İMKB HSP'de gerçekleştirilen etkinlik ve işlemlerin, aracı kurumlar ve müşterileri için risk doğurma olasılığı ihmal edilebilir düzeyde olduğunu söylemek olanaklıdır.

(22) Türkiye'deki aracı kurumlar "kendi adına ve hesabına" alım satımında bulunurken, -yani kendi portföyleri için işlem gerçekleştirirken- gelişmiş sermaye piyasalarında dealerlarca yerine getirilen temel işlevleri yerine getirmekten çok, dealer gibi hareket ederler. Gelişmiş sermaye piyasalarında işlevsel olarak farklılaştırılmış iki aracı türünü oluşturan dealerlar ve brokerlar ile

aracılık türünün kendisinden değil de, aracı kurumun portföy tutmasından kaynaklanabilen *pozisyon riskleri*dir. Pozisyon risklerinin kökeninde, aracı kurumların ellerinde bulundurdıkları menkul değerlerin –burada hisse senetleri– fiyat değişimlerinden doğabilecek zararlar yatar. Pozisyon riskleri de dahil olmak üzere aracı kurumların karşı karşıya kalabilecekleri çeşitli risklere yönelik yükümlülükler konulması, tümüyle farklı ve kapsamlı bir düzenlemenin –*sermaye yeterliliği düzenlemesi*– konusunu oluşturur²³.

Buraya kadar yapılan değerlendirmelerin, 2 ana başlık altında özetlenmesi olanaklıdır. İMKB HSP’de aracı kuruluşlarca gerçekleştirilen ve 1997 başı itibarıyla kurulca özsermayenin 4 katı ile sınırlanan işlemlerin, (1) yerine getirilen sermaye piyasası faaliyetinin türünden kaynaklanan herhangi bir riski bulunmamaktadır. (2) Aracılık türü bakımından ise, yalnızca “kendi adına ve hesabına” işlemler için bir riskten söz edilebilir. Ancak bu risk de doğrudan aracılık türünden değil, bu nitelikteki aracılığın nedenini oluşturan portföy tutma ve bu tutulan portföyün de pozisyon riski ile karşı karşıya kalmasından kaynaklanmaktadır. Borsa üyeleri arasında, gerek hisse senedi ağırlıklı portföy bulundurma, gerekse “kendi adına ve hesabına” türünden aracılık yapma eğiliminin sınırlı olduğu da göz önünde bulundurulduğunda, “aracı kurumların özsermayeleri ile İMKB HSP işlem hacimleri arasında bir dengenin olması gerektiği”nin büyük ölçüde

bunlar tarafından yerine getirilen etkinlikler için bkz. F. J. Fabozzi, F. Modigliani ve M. G. Ferri, *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice Hall International, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1994, s. 312-314 ve 316-317: “Brokerlar, bir komisyon ya da ücret karşılığında, yatırımcıların siparişlerinin toplanması ve borsaya ulaştırılması; alıcı ve satıcıların bir araya getirilmesi; fiyatların uzlaştırılması; ve alım satım emirlerini gerçekleştirilmesi işlevlerini yerine getiren birer *ajanlardır* (*agent of the investors*)... Dealerların yürüttükleri işlevler ise 3 temel başlık altında toplanabilir: (1) Kısa erimli fiyat istikrarını (*süreklilik, continuity*) koruyarak, işlemlerin diğer taraflarına yeterli emirlerin varışı için beklemeksizin, yatırımcılara, hemen alım satımda bulunma fırsatı sağlamak (*anındalık, immediacy*); (2) diğer piyasa katılımcılarına fiyat enformasyonu sunmak; ve (3) belli piyasa yapılarında müzayedeci (*dealers as auctioneers*) olarak hizmet verme yoluyla pazara *doğruluk ve düzenlilik* (*order and fairness*) getirmektir... Dealerler, bu etkinliklerini, işleme konu finansal değerlerde pozisyon alarak (*taking a position*); bunlardan oluşan bir portföy tutarak; diğer piyasa katılımcılarına karşı alım satımda bulunmaya hazır bekleyerek gerçekleştirirler. Dealerların finansal varlıklarda pozisyon almaları, brokerlardan farklı olarak, onları bir *taşıma riski* (*bearing risk*) ile karşı karşıya bırakır... *Bir dealer pozisyonu* (*a dealer's position*), menkul değerlerden oluşan bir portföyün taşınması (*bir uzun pozisyon, a long position*) ya da portföyde olmayan menkul değerlerin satılmasını (*bir kısa pozisyon, a short position*) içerebilir. Belli bir menkul değerde kısa ya da uzun bir pozisyonu korumakla ilişkili 3 tür risk söz konusudur. İlk olarak, bu menkul değerın gelecekteki fiyatına ilişkin bir belirsizlik vardır. Bu belirsizlik, menkul değerde net uzun pozisyona sahip bir dealer için, gelecekte fiyatın düşmesiyle; net kısa pozisyona sahip bir dealer içinse gelecekte fiyatın artmasıyla ilgilidir. İkinci tür risk, dealerın pozisyonunu ve belirsizliğini çözmeyen alacağı zamana ilişkindir. Sonuçta bu da, söz konusu menkul değerın piyasa derinlikliliğine (*the thickness of the market*) bağlıdır. Son olarak da, her ne kadar emir akışına ilişkin bilgiye ulaşmada bir dealer kamudan daha olumlu konumda ise de, yine de kendisinden daha iyi enformasyona sahip (olabilecek) olanlarla alım satımda bulunmakla ticari bir risk üstlenir.”

Dolayısıyla, gelişmiş sermaye piyasalarında dealerların portföy tutmaları, alım satıma hazır beklemeleri, yeri geldiğinde pozisyon almaları ve bu yolla da sürekli olarak risk üstlenmeleri yerine getirdikleri işlevlerin olmazsa olmaz koşullarının (ve de varlık nedenlerini) oluştururken; Türkiye’deki aracı kurumlar için “kendi adına ve hesabına aracılık” etkinliklerinin ise tümüyle isteğe bağlı olarak yürütüldüğünü gözden kaçırmamak gerekir. Bu yüzden, ellerinde hisse senetlerini içeren portföyler tutan İMKB üyeleri açısından, “pozisyon riski” ve “taşıma riski” gibi kavramlara, çok daha dikkatli yaklaşmak yerinde olacaktır.

(23) Ayrıca, bu çalışmanın yazarı, borsa üyeleri arasında portföy tutma eğiliminin çok yaygın olmadığını; sahip olunan sınırlı büyüklükteki portföylerde de hisse senetlerine pek ağırlık verilmediğini düşünmektedir. Buradan hareketle yazar, İMKB HSP işlem hacminden “kendi adına ve hesabına” türünden aracılık işlemlerinin aldığı payın, “başkası adına ve hesabına” işlemlerinin aldığı payın oldukça gerisinde kaldığını ifade etmektedir.

temelsiz bir iddia olduğu ortaya çıkmaktadır²⁴. Aslında sorunun –bir başka deyişle, zaman zaman kimi aracı kurumların finansal başarısızlığa uğraması ve müşterilerini mağdur etmesi– kökeninde, aracıların ve çalışanlarının kural dışı işlemleri ile (Türkiye’de bugüne değin bir türlü yerleşik kılınamamış) (evrensel finansal) çalışma ahlakına aykırı davranışları yatmaktadır. Bu konuda alınabilecek önlemlerin başında, aracıların kural dışı davranışlarına yönelik *etkin işleyen bir denetim ve gözetim sisteminin* geliştirilmesi; aracı kurumlar nezdinde bulunan müşteri *hesaplarının korunmasını* sağlayacak köklü mekanizmaların oluşturulması; yatırımcı zararlarının karşılanmasına yönelik bir tazmin fonunun kurulması; *gerçek anlamda bir sermaye yeterliliği* düzenlemesinin gerçekleştirilmesi²⁵; sermaye piyasası çalışanlarının meslek standartlarını, aracı

(24) Buna karşın SPK Başkanı Ali İhsan Karacan, aracı kurumların HSP işlemlerinin sınırlandırılması kararını piyasadaki risk unsurunu azaltmak amacıyla aldıklarını belirtmektedir. Bkz. *SPK Aracı Kurumların Sermaye Tabanlarını Yükseltecek, Yeni Yüzyıl, 4 Ocak 1997, s. 12*: “Sektörün günlük işlem hacmi ortalaması sermayesinin 1.6 katı. Buna karşın, sermayesinin 50 katı kadar işlem yapan firmalar var. Bu çok riskli bir durum.” Bu çalışmada da incelendiği üzere, aracı kurumların İMKB HSP’de yaptıkları alım satıma aracılık faaliyeti ve bu sırada yerine getirdikleri aracılık türlerinden ötürü sözü edilmeye değer düzeyde risk ya da riskler oluşmaktadır. Kurul başkanının sözünü ettiği “risk unsurunun” ne olduğunu ve bu “çok riskli durumun” nelerden kaynaklandığını yalnızca kendine saklamayıp kamuoyuyla da paylaşması son derece yararlı olacaktır.

Bu çalışmanın yazarı, kurul yönetiminin hisse senetleri ikincil piyasasında aracı kurumlarca yerine getirilen aracılık işlemlerini, ticari bankaların kredi verme işlemleriyle karıştırdığı kuşkusunu ciddi biçimde taşımaktadır. 26 Aralık 1996 tarihli SPK İlke Kararı’nda temel alınan özsermaye kavramı, *Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği*’nin 2. maddesinde tanımlanmıştır. Buna göre, “*Öz Sermaye*: Aracı kurumların ödenmiş sermayeleri ve yedek akçeleri toplamından zararların düşülmesi suretiyle bulunacak tutarı ifade eder.” Burada tanımı yapılan özsermaye, 538 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ile değişik 3182 sayılı *Bankalar Kanunu*’nun (Ban.K.) 3. maddesinde tanımlanan özkaynak kavramına büyük ölçüde benzemektedir. Söz konusu maddede ödenmiş sermaye ve *özkaynak* şöyle tanımlanmıştır: “*Ödenmiş sermaye*, bankaların üç aylık hesap özetlerindeki fiilen ödenmiş veya Türkiye’ye ayrılmış ve ödenmiş sermayelerinden, bilançoda görülen zararın yedek akçelerle karşılanmayan kısmı düşüldükten sonra kalan tutarı; *öz kaynak* da, bankaların ödenmiş veya Türkiye’ye ayrılmış sermayeleri ile yedek akçeleri toplamını ifade eder.”

Benzerlikler bunlarla da sınırlı değildir. Aslında SPK’nın 10 Ocak 1997 tarihli ilke kararının “İşlem Sınırları” başlıklı bölümünün, Ban.K.’da yer alan “toplam (genel) kredi sınırı” kuralına –yasada yer aldığı biçimiyle, “Genel Risk Sınırları” bölümü– önemli ölçüde benzediğini söylemek olanaklıdır. Özellikle, SPK 10 Ocak 1997 tarihli düzenlemesinin 3. maddesinin i ve ii bendleri ile Ban.K.’nın 38. maddesinin 1.a ve 2. a bendlerini arasındaki benzerlik dikkat çekici düzeydedir. Ban.K.’nın konuya ilişkin hükümleri şöyledir: “Madde 38-1. a. Bir bankanın vereceği nakdi krediler ve satın alacağı tahvil ve benzeri sermaye piyasası araçlarının tutarı ile teminat mektupları, kefaletler, aval, ciro ve kabuller gibi gayri nakdi kredilerin toplam *özkaynaklarını 20 katını aşamaz*. 2. a. Bir banka gerçek ya da tüzel bir kişiye nakit, mal, kefalet ve teminat şekil ve mahiyetinde veya herhangi bir şekil ve surette kendi özkaynakları toplamının *yüzde 20’ünden fazla kredi veremez*, aval ve kefaletlerini kabul edemez veya hisse senetleri hariç, menkul değerlerini satın alamaz.”

Ancak burada sorun, (ticari) bankaların mevduat toplama ve kredi vermeden oluşan temel işlemleri ya da işlevleriyle, aracı kurumların hisse senetleri ikincil piyasasında aracılık işlemleri arasında bir analoginin bulunmamasından kaynaklanmaktadır. Bilindiği üzere, bir finansal aracı kuruluş olarak bankaların temel işlevi, mevduat kabulü yoluyla elde ettikleri yabancı kaynakları kredi olarak vermektir. Bir başka deyişle, bankalar, bir yandan mevduat kabul ederek mali yükümlülük altına girmekte, öte yandan da bu yolla elde ettikleri yabancı kaynakları kredi olarak kullanırmakta ve böylelikle de risk üstlenmektedirler. Oysa SPK’nın aracı kurumlar için sınırlamaya çalıştığı İMKB HSP’de alım satıma aracılık etkinliğinde, daha önce de belirtildiği gibi, kurallara uygun hareket edilmesi durumunda, ne mali yükümlülük ve ne de risk üstlenimi söz konusudur.

(25) Gelişmiş sermaye piyasalarında varolan *sermaye yeterliliği (capital adequacy)* düzenlemeleri, temelde, mali aracı kuruluşların karşı karşıya buldukları piyasa risklerini

kurumların da *çalışma kurallarını (conduct of business)* oluşturmaya *cesaretlendirilmesi* gelmektedir. Tüm bunları büyük ölçüde bir kenara bırakarak, İMKB HSP'ye katılımı sınırlandırmayı ve işlem maliyetlerini artırmayı bir çözüm olarak sunmak, kamuoyunda gereksiz bir iyimserliğin oluşmasına yol açacaktır.

3. ARACI KURUMLAR İÇİN İŞLEM SINIRLARININ NİCEL BOYUTLARI

“Aracı kurumların özsermayeleriyle İMKB HSP'deki işlem hacimleri arasında bir dengenin olması gerekliliği” sorunsallığının açıklığa kavuşturulmasının ardından, bir başka soruya daha yanıt aranmalıdır: Düzenleyici otorite tarafından (bir yolu bulunarak) kurulan bu denge ya da bağıntı, nicelik bakımından ne anlama gelmektedir? Bunun için 2 ayrı sorunun daha sorulması gerekmektedir. Bunlardan birincisi, S.P.Mevzuatı'nda aracı kurumların diğer sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getirme yeterlikleriyle, özsermayeleri arasında benzer türden nicel bir bağıntı kurulmuş mudur? İkinci soru ise, aracı kurumlar için özsermayelerinin 4 katı olarak saptanan işlem hacmi üst sınırı, piyasada geçerli olan durumla ne denli bağdaşmaktadır? Aşağıda, her iki soru sırayla ele alınmış ve yanıtlanmaya çalışılmıştır.

3.1. SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİYLE ARACI KURUMLARIN ÖZSERMAYELERİ ARASINDAKİ BAĞINTI

Daha önce de belirtildiği üzere, aracı kurumların özsermayeleri ile İMKB HSP işlem hacimleri arasında bir dengenin kurulması, gerekli olmadığı gibi gerçekçi bir tutum da değildir. Tüm bunlara karşın, 26 Aralık 1996 tarihli kurul kararıyla yeniden düzenlenen (İMKB HSP'de yürütülen) alım satıma aracılık etkinliği ile diğer sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemlerini, özsermaye bağıntısı açısından karşılaştırmak, getirilen sınırlamanın nicel boyutlarının daha iyi kavranmasına yardımcı olacaktır.

Tablo 1'de kimi sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri ile aracı kurumların özsermayeleri arasındaki bağıntı verilmiştir.

Bu tabloda yer alan etkinlik ve işlemler, mali sorumluluk ve risk kavramları bakımından, iki ayrı kategoride değerlendirilebilir. Bu kategorilerden ilki, yerine getirilmeleri durumunda aracı kurumlar için mali sorumluluk ve risk üstleniminin söz konusu olmadığı faaliyetlere ilişkindir. Bunlar, “alım satıma aracılık”, “portöy yönetimi” ve “yatırım danışmanlığı”dır. İkinci kategori ise, aracı kurumların mali sorumluluk üstlenimini, yükümlülük altına girmesini gerektiren ve böylelikle de bu kuruluşlar için risk doğuran “halka arza aracılık”, “repo ve ters-repo” ve “kredili menkul kıymet, açığa

karşılacak yeterli sermayeye sahip olmaları üzerinde yoğunlaşmıştır. Müşterilerin korunması ilkesini ön planda tutan söz konusu düzenlemelerle, aracı kurumların faaliyetlerini kolaylıkla tasfiye edebilmeleri; yatırımcıların taleplerini karşılayacak ve tüm yükümlülüklerini yerine getirebilecek *likit varlıklara* sahip olması amaçlanmaktadır. Bu yüzden sermaye yeterliliğiyle, birincil olarak, hisse senetleri, aracılık yüklenimi, sabit getirili menkul değerler, türev piyasa işlem sözleşmeleri, repo ve ters-repo gibi işlemler ile menkul değerler üzerinde yoğunlaşmalardan doğan çok sayıda *pozisyon riskine* yönelik yükümlülükler düzenlenmektedir. Ayrıca, döviz kurlarından ve ertelenmiş ya da tamamlanmamış işlemler ile bu işlemlerin karşı taraflarından kaynaklanan risklere karşı da yükümlülükler söz konusudur. Türkiye'de etkinlikte bulunan aracı kurumlar için yukarıda sıralanan risklerin önemli bir bölümü bulunmamaktadır; varolanlar da çok daha düşük düzeylerde. İMKB üyelerinin finansal başarısızlıklarının ardında risk üstlenmeleri ve yükümlülük altına girmelerinden çok kuraf dışı hareket etmeleri yattığı için getirilecek bir sermaye yeterliliği düzenlemesine, yatırımcıların mağdur olmalarını önleyecek bir kurtarıcı olarak sarılmamak gerekmektedir.

satış ve ödünç menkul kıymet işlemleri” gibi kimi etkinlikler ve işlemlerden oluşmaktadır.

Bir bütün olarak tablo incelendiğinde, kurulun sermaye piyasası faaliyetleriyle kimi işlemleri bir risk hiyerarşisine bağımlı kıldığı ve bunlara uygun işlem sınırları saptadığı anlaşılmaktadır. Kredili menkul değer alımları bu risk hiyerarşisinin en tepesinde yer alırken, bunu sırayla, yine kredili menkul değerler alımlarının da arasında bulunduğu, açığa satış ve ödünç menkul değer alımlarından oluşan işlemler grubu; halka arza aracılığın aracılık yüklenimi türü ve (İMKB HSP’de) alım satım aracılık faaliyeti izlemektedir.

Bu tür bir sıralama, SPK’nın risk algılamasını ve yönetsel seçimlerini göstermektedir. Kuşkusuz, her ülkenin düzenleyici otoritesinin, sermaye piyasasındaki kimi etkinlik ve işlemlerin risk düzeyini kendi özel koşullarını göz önünde bulundurarak saptaması olanaklıdır. Ancak önemli olan, böyle bir düzenleme yaparken düzenleyici otoritenin, (en azından) tüm bu etkinlikler ve işlemleri, öncelikle risk alınmasını ve mali sorumluluk üstlenilmesini gerektirenler ve gerektirmeyenler olarak sınıflandırması; ardından da birinci grupta bulunan etkinlik ve işlemler için, üstlenilen mali sorumluluk ve risk düzeyine uygun düşen işlem sınırlarını belirlemesi gerekir.

Gerek aracı kurumların HSP’deki işlem sınırlarına ilişkin son kurul düzenlemesi gerekse kimi sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemlerinin sınırlarına ilişkin diğer düzenlemeler, bu bağlamda ele alındığında, aşağıdaki değerlendirmelerin yapılması olanaklıdır: (1) 26 Aralık 1996 tarihli kurul düzenlemesiyle, mali sorumluluk ve risk üstlenimini gerektirmeyen alım satım aracılık faaliyeti, (yanlış bir biçimde) tümüyle farklı bir kategori içinde değerlendirilmiş ve aracı kurumların bu faaliyetten kaynaklanan hisse senetleri ikincil piyasası işlemleri SPK’ca özsermayenin 4 katı ile sınırlandırılmıştır. (2) Mali sorumluluk ve yükümlülük üstlenimini gerektiren ve risk doğuran etkinlikler ve işlemler arasında ise, işlem sınırlarının saptanması bakımından, bir *dengesizlik* ya da *orantısızlık* ortaya çıkmıştır. Özellikle yüksek mali yükümlülük üstlenimini gerektire(bile)n aracılık yüklenimi için özsermayenin 10 katı olarak saptanan işlem sınırı, diğer etkinlik ve işlemlere ilişkin sınırlarla *karşılaştırıldığında* önemli derecede geniş kalmaktadır²⁶. Ayrıca, repo ve ters-repo işlemlerinin ilk düzenlendiği dönem için öngörülen 20 katsayısının²⁷ da, finansal başarısızlığa uğramış ve yatırımcılarını mağdur

(26) Bunun pratik bir sonucu şöyle olacaktır: İMKB HSP’de özsermayesinin ancak 4 katıyla sınırlı alım satım aracılık faaliyetinde bulunabilen bir aracı kurum, (yetki belgesine sahip olmak koşuluyla) yine özsermayesinin 10 katına kadar aracılık yükleniminde bulunabilecektir. Bu etkinliklerden ilkinde mali sorumluluk üstlenimini söz konusu değilken; ikincisi ise yüksek yükümlülük üstlenimi ve dolayısıyla da üst düzey risk alımını gerektirmektedir. Böyle bir örnek bile, düzenleyici otoritenin sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemlerinde, risk, mali sorumluluk ve yükümlülük kavramları bağlamında, bir denge kurma kaygısı taşımadığını fazlasıyla ortaya koymaktadır.

(27) Yetkili aracı kurumlarca İMKB bünyesinde kurulu Tahvil ve Bono Piyasası’nda gerçekleştirilen “repo ve ters-repo” ve “kesin alım-satım” işlemlerine ilişkin borsa yönetimi de kimi sınırlamalar uygulanmaktadır. Borsa tarafından saptanmış “işlem yapabilme limitleri” ve “işlem limiti karşılıkları” için bkz. *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İMKB, Eğitim Yayınları No. 1, Mayıs 1996, s. 318, 324-328: “Tahvil ve Bono Piyasası’nda işlem yapmak isteyen banka ve aracı kurumların her biri için borsamız tarafından üç kademeli olarak (üç trans) “işlem yapabilme limiti” tespit edilmektedir. Bu limitin tespit edilmesinde, geçmiş yıllar menkul kıymet işlem hacimleri, ödenmiş sermaye, özkaynaklar gibi çeşitli kriterler esas alınmaktadır. Üyelerimiz, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerinde {ve de repo ve ters-repo işlemlerinde} borsa

etmiş aracı kurumlarda doğrudan sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin olarak rastlanan kural dışılıkların ağırlıklı bölümünü karşılıksız (açığa yapılan) repo işlemlerinin oluşturduğu göz önünde bulundurulduğunda, *görece olarak* yüksek düzeyde belirlenmiş olduğu anlaşılmaktadır.

Burada bir başka unsurun önemle altının çizilmesi gerekmektedir. Aracı kurumlar için sermaye piyasası etkinlikleri ve işlemlerinde bulunma yeterliğinin özsermayenin belli katlarına bağlı kılınması, bu etkinlikler ve işlemlerden kaynaklanabilecek risklerin başarılı bir biçimde sınırlandırıldığı anlamına gelmemektedir. Bunun en başta gelen nedeni, kuruldan gerekli yetki (ve izin) belgelerinin alınması koşuluyla, her bir aracı kurumun aynı (tek bir) özsermaye ile çok sayıda etkinlik ve işlemi yerine getirmesinin olanaklı olmasıdır. Bir başka deyişle, aracı kurumlar için, aynı özsermaye temel alınarak çok sayıda ve birbirinden farklı riskli etkinlik ve işlem için ayrı ayrı işlem sınırları ve dolayısıyla da risk üstlenim düzeyleri oluşturulabilir. Bu nedenle, burada özsermayenin işlevinin, riskin sınırlandırılması ya da risk için karşılık bulundurulması amacıyla hizmet etmekten çok, risk için referans alınan (sıradan) nicel bir büyüklüğe indirgenmiş olduğu söylenebilir. Oysa sermaye yeterliliği düzenlemelerinde, ilk olarak aracı kurumların karşı karşıya kalabilecekleri tüm riskler sınıflandırılmakta ve gruplandırılmakta; daha sonra da bunların her biri için ayrı ayrı yükümlülükler getirilmektedir. Getirilen tüm bu yükümlülüklerle, gerekli karşılıkların ayrılması sağlanmakta ve riskler gerçekçi biçimde sınırlandırabilmektedir.

3.2. ARACI KURUMLARIN İŞLEM SINIRLARI İLE İŞLEM HACİMLERİNİN OCAK 1996 BAKIMINDAN SINANMASI

İMKB HSP'de yürütülen alım satım aracılık etkinliği ile diğer sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri, "işlem sınırları" açısından karşılaştırıldıktan sonra, "aracı kurumların özsermayeleriyle İMKB HSP'deki işlem hacimleri arasında SPK'ca kurulan denge, nicel boyutları"nın sorgulamanın bir başka yolu da, belirlenen işlem sınırının piyasada geçerli olan durumla sınılanmasıdır. Bunun için aşağıda, şöyle bir yöntem izlenmiştir: Önce "26 Aralık 1996 tarihli kurul kararı, 1997'de değil de 1996 yılı başında uygulanmış olsaydı, ne gibi sonuçlar ortaya çıkacaktı" sorusu sorulmuştur. Ardından, bu sorunun yanıtlanması amacıyla, her bir aracı kurumun bir yandan 31 Ocak 1995 tarihli mali tablolarından özsermaye ve günlük işlem sınırı tutarları, öte yandan da 1996 yılının ilk ayına ait İMKB HSP ortalama günlük işlem hacmi (kurul düzenlemesine uygun olarak) hesaplanmıştır²⁸.

tarafından belirlenen "işlem yapabilmeme limiti"ni aşmamak koşuluyla, yatırdıkları net işlem limiti karşılığının *yirmi misli* işlem yapabilmektedirler."

(28) Böyle bir karşılaştırmanın ya da sınımanın, Ocak 1996 tarihi bakımından yapılmasının pek çok nedeni vardır. İlk olarak, Ocak 1996 dönemi için temel alınabilecek 31 Aralık 1995 tarihli bağımsız denetimden geçmiş tüm aracı kurumlara ait mali tablolarının bilinebilmesidir. Düzenlemenin yayım tarihinin 26 Aralık 1996 ve yürürlük tarihinin de 2 Ocak 1997 olduğu göz önünde bulundurulduğunda, 1997 yılı başı için geçerli olacak işlem sınırlarının hesaplanmasında 31 Aralık 1996 tarihli mali tabloların temel alınabilmesinin olanaklı olmadığı kolaylıkla anlaşılabilmektedir. Seri: XI ve 1 sayılı *Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ* ve Seri: XI ve 3 sayılı *Sermaye Piyasasında Ara Mali Tablolara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ*'e göre, söz konusu dönem için temel alınabilecek en yakın tarihli mali tablolar, 31 Haziran 1996 tarihini taşıyacaktır. Ancak 6 aylık bu tablolarda yer alan özsermaye tutarları, 31 Aralık 1996 tarihlerinden, büyük olasılıkla, daha düşük çıkacaktır. Ve bu yüzden, 2 Ocak 1997 tarihi bakımından hesaplandığında, aracı kurumların işlem sınırları olması gerekenden daha dar olacaktır. İkinci neden, kurul düzenlemesine uyan aracı kurumların (önemli bölümünün), işlem sınırlarını

31 Ocak 1996 bakımından İMKB HSP'de etkinlikte bulunan 97 aracı kurumun²⁹ her birine ait özsermaye, günlük işlem sınırı, ortalama günlük işlem hacminin yanı sıra günlük ortalama işlem hacminin günlük işlem sınırına oranına ilişkin sayısal veriler, Tablo 2'de sunulmuştur. Buna göre, 4 trilyon 241 milyar 705 milyon 33 bin lira özsermaye toplamı ve 16 trilyon 966 milyar 820 milyon 132 bin liralık toplam günlük işlem sınırına sahip 97 aracı kurum, 2 Ocak ile 31 Ocak arasında kalan 22 gün boyunca 1996'da HSP'de 13 trilyon 826 milyar 651 milyon 955 bin liralık günlük ortalama işlem hacmi gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde için tüm aracı kurumların, günlük ortalama işlem hacmi toplamının günlük işlem sınırları toplamına oranı da yüzde 81.49'a kadar ulaşmıştır. Bunun anlamı, 97 aracı kurumun Ocak 1996 döneminde İMKB HSP'deki ortalama günlük işlem hacmi toplamının, toplam günlük işlem sınırının yalnızca 3 trilyon 140 milyar 168 milyon 177 bin lira altında kaldığı; toplam günlük işlem sınırının doldurulması için 18.51 puan gibi oldukça dar bir marjın yeterli olacağıdır³⁰. 97 aracı kurumdan 51 tanesi ya da yüzde 52.58'i işlem sınırlarının üzerinde, 46 tanesi ya da yüzde 47.42'si de işlem sınırlarının altında hisse senetleri alım satımında bulunmuştur.

“Ortalama günlük işlem hacminin günlük işlem sınırına oranı” açısından tekil olarak aracı kurumlar incelendiğinde, Garanti Menkul Kıymetler AŞ yüzde 3.27 ile en düşük, Genel Yatırım Hizmetleri ve Menkul Kıymet Ticareti AŞ ise yüzde 1811.13'le en yüksek oranlara sahip aracı kurumlar olarak hemen göze çarpmaktadırlar. İki ayrı uçta yer alan bu aracı kurumlardan, Ocak 1996 bakımından, Genel Yatırım Hizmetleri ve Menkul Kıymet Ticareti AŞ 5 milyar 282 milyon 191 bin liralık özsermaye ile “özsermaye büyüklüğü”nde 89. olurken, –borsanın en düşük özsermayeli aracı kurumlarından birisi- Garanti Menkul Kıymetler AŞ de 247 milyar 37 milyon 47 bin liralık özsermayesiyle aynı sıralamada 3. lüğü almıştır. İlerde de görüleceği üzere, yüksek özsermayeye sahip 10 aracı kurum işlem sınırlarının ancak üçte birini doldururken, düşük özsermayeli 87 firma ise işlem sınırlarını yaklaşık yüzde 30 oranında aşmaktadır.

Tablo 2'deki sayısal verilerden çıkarılabilecek en önemli sonuç, kurulca saptanan işlem sınırının, aracı kurumların yarısından fazlası için yüksek olduğu ve özellikle küçük

aşmamak amacıyla, 1997'nin ilk işgününden başlayarak İMKB HSP işlem hacimlerini daraltma yoluna gitmeleridir. Aracı kurumların bu tür bir tutum takımları nedeniyle, Ocak 97 döneminde gerçekleştirilen işlem hacminin olması gereken bir miktar altında gerçekleştiğini söylemek olanaklıdır. Üstelik SPK, düzenlemenin yürürlük tarihi ile göreceği işlev arasında zamansal bir bağlantı da kurmamıştır. Bir başka deyişle kurul, düzenlemenin zamanlamasına, ne bir konjonktürel değer ve ne de bir özel önem yüklemiştir. Bundan çıkarılması gereken anlam, düzenleyici otorite kararının yürürlük tarihinin yalnızca 1997 başı değil, herhangi bir tarihte –ömeğin, bir yıl önce ya da bir yıl sonra da olabileceğidir.

(29) Tablo 2'de yer verilen 97 aracı kurumun dışında, Ocak 1996'da, HSP'de faaliyet gösteren 3 firma daha vardır. Ancak, Boğaziçi Menkul Değerler AŞ, Soy-Men Menkul Kıymetler AŞ ve Tür Menkul Değerler ve Finansman AŞ'den oluşan bu 3 aracı kurumdan, birincisinin 30 Ocak 1996'da, ikincisinin 18 Nisan 1996'da ve sonuncusunun da 19 Nisan 1996'da faaliyetleri geçici olarak durdurulmuştur. Bunlardan Soy-Men Menkul Kıymetler AŞ, 31 Mayıs 1996'da faaliyetine yeniden başlamış, diğer 2'sinin ise yetki belgeleri daha sonra iptal edilmiştir. Bunlara ek olarak, yinc tabloda yer alan aracı kurumlardan Başak Menkul Değerler AŞ'nin faaliyetleri Ocak 1996 bakımından durdurulmuş bulunmaktaydı.

(30) Tablo 2'de yer alan aracı kurumlardan 2 tanesi, –Başak Menkul Değerler AŞ ve Finauscorp Finansman Yatırım AŞ– Ocak 1996 döneminde İMKB HSP'de alım satım gerçekleştir(e)memiştir. Söz konusu araçların anılan dönemde etkinlik göstermemelerinden ötürü, toplam günlük işlem sınırı bir miktar yukarı taşınmış; buna karşın ortalama günlük işlem hacmi toplamı ise bir miktar aşağı çekilmiştir. Olağan koşullarda bu aracı kurumların da işlemde bulunacak olmaları yüzünden, yüzde 81.49 olarak gerçekleşen “günlük ortalama işlem hacmi toplamının günlük işlem sınırları toplamına oran”nın biraz daha yukarılarda oluşacağını göz ardı edilmemelidir.

(öz)sermayeliler için oldukça dar tutulduğudur. Aracı kurumlar için belirlenen işlem sınırları toplamının ise, Ocak 1996 dönemi temel alındığında, İMKB HSP işlem hacminin ancak bir miktar üzerinde saptandığı görülmektedir. Hisse senetlerine yönelik (küçük dahi olsa) bir talep artışı ile karşılaşılması durumunda -İMKB'de, genellikle, en az yılda bir kez, birkaç ay kadar sürebilen dönemsel talep patlamaları ortaya çıkmaktadır- aracı kurumların sayısal olarak ezici bölümü, ya işlem sınırlarını aşarak SPK düzenlemesine aykırı hareket edecek ya da alım satıma aracılık etkinliklerini kısıtlamak zorunda kalacaktır. Bu da, kaçınılmaz olarak, İMKB HSP'ye katılımı ve bu piyasanın işlem hacmini olumsuz yönde etkileyecektir.

Tablo 3'ü izleyen, diğer 2 tablo gibi, Tablo 2'den özetlenmiştir. Bu tablonun en önemli özelliği, özsermayesi en büyük 2 aracı kuruma ilişkin sayısal verileri içermesidir. Global Menkul Değerler AŞ ve Ata Menkul Kıymetler AŞ'den oluşan bu 2 seçkin borsa üyesi, Ocak 1996 bakımından, 1 trilyon 34 milyar 716 milyon 537 bin liralık özsermaye toplamlarıyla tüm aracı kurumların, 4 trilyon 241 milyar 705 milyon 33 bin lira olan özsermaye toplamlarının yüzde 24.39'unu oluşturmaktadır. Oysa aynı aracı kurumlar, tüm aracı kurumlarca İMKB HSP'de gerçekleştirilen günlük ortalama işlem hacminin yüzde 10.50'sini yerine getirmiştir. Dolayısıyla, 97 aracı kurum için düzenleyici otoritece belirlenmiş toplam işlem sınırının neredeyse dörtte biri, yalnızca 2 firmanın kullanımında kalmaktadır. Buna karşın söz konusu, aracı kurumlar, Ocak 1996'da gerçekleştirdikleri alım satımlarla özsermayelerine uygun düşen işlem sınırlarının ancak yüzde 35.09'unu doldurabilmektedirler.

Özsermaye sıralamasında ilk 10 sırayı alan aracı kurumlara, Tablo 4'te yer verilmiştir. Tüm aracı kurumların özsermayelerinin yüzde 52.69'unu elinde tutan bu 10 adet firmadan hiçbirisi, kurulca belirlenen işlem sınırlarını aşmamaktadır. Ocak 1996'da, tüm aracı kurumların günlük işlem sınırları toplamının yarısından fazlasına sahip özsermayesi en yüksek bu 10 firma, günlük ortalama işlem hacminin yalnızca yüzde 23.06'sını yerine getirmiştir. Gerçekleştirdikleri 3 trilyon 188 milyar 92 milyon 545 bin liralık günlük ortalama işlem hacimleriyle özsermayesi en yüksek 10 aracı kurum, işlem sınırlarının ancak yüzde 35.66'sını kullanabilmektedir.

Tablo 5'te, özsermaye büyüklüklerine göre 11 ile 97. sıraları paylaşan aracı kurumlar bulunmaktadır. Burada sıralanan 87 firma, daha önceki 2 tabloda yer alan aracı kurumlardan farklı bir görünüm sergilemektedir. Tüm aracı kurumların özsermaye toplamının yalnızca yüzde 47.31'ini sahip olan bu 87 adet aracı, kendilerine tanınan toplam günlük işlem sınırlarını 32.53 puan aşmaktadır. Ocak 1996 boyunca 10 trilyon 638 milyar 559 milyon 409 bin liralık günlük ortalama işlem hacmine ulaşarak işlem sınırlarının 2 trilyon 611 milyar 520 milyon bin lira üzerinde alım satımda bulunan geride kalan bu 87 firma, İMKB HSP'de tüm aracı kurumlarca gerçekleştirilen işlem hacminin yüzde 76.94'ünü yerine getirmişlerdir.

Tablo 2, 3, 4 ve 5'in incelenmesinden, düzenleyici otoritece "aracı kurumların özsermayeleriyle İMKB HSP işlem hacimleri arasındaki denge" için belirlenen 4 katsayısının oldukça düşük tutulduğu ve piyasa gerçekleriyle bağdaşmadığı açıkça anlaşılmaktadır. Tablo 6'da SPK tarafından saptanan katsayının 5, 6, 10, 15 ve 20 olarak kabul edilmesi durumlarında, "işlem sınırını aşan aracı kurum sayıları" ve "tüm aracı kurumlar için ortalama günlük işlem hacminin günlük işlem sınırına yüzde olarak

oranları”nın Ocak 1996 bakımından, neler olabileceğine ilişkin sayısal veriler yer almaktadır.

26 Aralık 1996 tarihli kurul ilke kararında öngörülen 4 katsayısı Ocak 1996 dönemine uygulandığında, daha önce de belirtildiği gibi, 51 firma işlem sınırlarını aşmakta ve 97 aracı kurumun toplam ortalama günlük işlem hacmi, günlük işlem sınırı toplamının yüzde 81.49’una kadar erişmektedir. Aracı kurumların İMKB HSP işlemleri için temel alınacak katsayı 5 olarak kabul edildiğinde, işlem sınırını dolduran aracı sayısı 43’e inmekte ve tüm aracı kurumlar için “ortalama günlük işlem hacminin günlük işlem sınırına oranı” yüzde 65.19’a gerilemektedir. Söz konusu katsayı 6, 10, 15 ve 20’ye yükseltildiğinde, işlem sınırını aşan aracı kurum sayısı, sırasıyla 39, 21, 12 ve 6’ya düşmekte; toplam ortalama günlük işlem hacminin günlük işlem sınırı toplamına oranı ise, yine sırasıyla yüzde 54.33, yüzde 32.60, yüzde 21.73 ve yüzde 16.30 olarak gerçekleşmektedir.

SPK’ca 4 olarak belirlenen katsayı 20’ye çıkarıldığında bile aracı kurumlardan 6 tanesinin işlem sınırlarını aştığı ve bunun da, HSP işlem hacminin görece düşük olduğu Ocak 1996 gibi bir dönem temel alındığında gerçekleştiği göz önünde bulundurulduğunda, kararın piyasa gerçeklerine ne denli aykırı olduğu çok daha kolaylıkla görülebilmektedir.

SONUÇ

26 Aralık 1996 tarihli Kurul Kararı ile sınırlandırılan işlemler, gerek sermaye piyasası faaliyeti gerekse de aracılık türü bakımından, düzenleyici otoritenin iddialarının tersine, aracı kurumlar için (herhangi bir mali sorumluluk üstlenimini gerektirmediği gibi) kayda değer bir risk (de) doğurmamaktadır. Düzenlemenin yanlışlığı bir yana bırakılacak olursa, özsermayenin 4 katı olarak belirlenen işlem sınırı, hem aracı kurumların çoğunluğunun İMKB HSP etkinliklerini sınırlayacak düzeyde, hem de piyasa gerçekleriyle çelişmektedir.

Üstelik ilke kararı, yalnızca aracı kurumlara (ve borsaya) değil, yatırımcılara da zarar verebilecek niteliktedir. Müşterisi oldukları aracı kurumların işlem sınırlarını doldurması yüzünden, bu konuda hiçbir sorumluluğu (ve çoğu zaman da bilgisi) olmayan yatırımcıların alım satımda bulunamaması olasılığı belirecektir. Yatırımcıların düzenleyici otorite eliyle cezalandırılması anlamına gelecek böyle bir durumun, ne herhangi bir gerekçeye sığınarak savunulabilmesi ve ne de menkul değerler borsalarının varoluş nedenleriyle bağdaştırılabilmesine olanak yoktur.

SPK’nın bu ilke kararı ile ulaşmaya çalıştığı amacın, yalnızca, aracı kurumların üstlendikleri riskleri azaltmak ya da HSP işlemleriyle özsermayeleri arasında bir denge kurmakla sınırlı olmadığı açıktır. Kurulun bu tür bir düzenlemeye gitmekteki asıl amacını kavramak için, bir başka ilke kararma –10 Ocak 1997 tarihli SPK Haftalık Bülteni’nde yayımlanan kararlar– dikkatle bakmak yeterlidir. Söz konusu karardan çıkarılabilecek amaç(lar), aracı kurumları, özsermayelerini artırmaya zorlamak; artırılacak özsermayenin ağırlıklı bölümünün de risksiz (kabul edilen) kamu borçlanma senetlerine yatırılarak Takasbank’ta bloke edilmesini sağlamak olarak özetlenebilir. Ancak SPK’nın, faaliyette bulunan aracı kurumların tümü için yeni asgari (öz)sermaye tutarları saptaması ve bu kuruluşların cari (öz)sermayelerini, sözkonusu yeni tutarlara yükseltmelerini zorunlu tutmasının *hukuki dayanaktan yoksun olduğu* da bir başka gerçektir.

“Aracı Kurumların Hisse Senetleri Piyasasında Gerçekleştirebilecekleri İşlemlerin Sınırlandırılmasına İlişkin 26 Aralık 1996 Tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Kararı Üzerine Bir Değerlendirme” başlıklı bu çalışmadan çıkarılabilecek temel sonucun tek bir tümcede özetlenmesi olanaklıdır: Türkiye sermaye piyasasının pek çok sorunu bulunmaktadır; ancak bunlardan hiçbirisi, düzenleyici otoritenin iddia ettiği gibi, “aracı kurumların İMKB HSP’deki işlemlerinin özsermayelerinin belli bir katıyla sınırlandırılması gerekliliği” değildir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Kitaplar

Aracı Kurumlar 1995, SPK Yayın No: 45, Temmuz 1996.

Fabozzi F. J., Modigliani F. ve Ferri M. G., Foundations of Financial Markets and Institutions, Prentice Hall International, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1994.

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB, Eğitim Yayınları No. 1, Mayıs 1996.

Tekinalp Ünal, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar AŞ, Yayın No: 4, İstanbul, 1982.

Yavuz Cevat, Medeni Kanun, Borçlar Kanunu ve Diğer Mevzuat, Beta Basım Yayın Dağıtım AŞ, Yayın No: 354, İstanbul, Ocak 1996.

Sürelî Yayınlar ve Bu Yayınlarda Yayımlanan Haberler ve Yazılar

27 Aralık 1997 tarihli İMKB Bülteni.

Bu Kararların Altında ya SPK Kalacaktır ya Borsa ya da Her İkisi, Anadolu Ajansı, 9 Ocak 1997.

Çetinkaya Hayri, SPK Ateş Altında, Hürriyet, 3 Ocak 1997, s. 8.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bülten, Ocak 1996, Nisan 1996 ve Haziran 1996.

Karaağaç Tufan, İMKB Yönetim Kurulu Danıştay Yolunda, Finansal Forum, 4 Ocak 1997, s. 8.

SPK Aracı Kurumların Sermaye Tabanlarını Yükseltecek, Yeni Yüzyıl, 4 Ocak 1997, s. 12.

Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Diğer Mevzuat

538 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ile değişik 3182 sayılı Bankalar Kanunu, RG: 02.05.1985/18742.

818 sayılı Borçlar Kanunu, RG: 08.05.1926/366.

3794 sayılı Kanun’la Değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, RG: 30.07.1981/17416.

5 Şubat 1996 tarih ve 40 numaralı Borsa Dışı Lot Altı İşlemleri Genelgesi.

Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: V, No: 19.RG: 01.03.1995/22217.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği, RG: 19.02.1996/22559.

Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ, Seri: V, No: 18, RG: 27.12.1994/22154.

Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, RG: 06.10.1984/18531.

Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ, Seri: V, No: 7, RG: 31.07.1992/21301.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 29 Aralık 1996 tarihli toplantısında alınan Aracı Kurumların Hisse Senetleri Piyasası'nda Verebilecekleri Alım Satım Emirlerinin Sınırlandırılmasına İlişkin İlke Kararı.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10 Ocak 1997 tarihli ve 52 sayılı Haftalık Bülteni'nde yayımlanan Aracı Kurumların Özsermaye ve İşlem Sınırlarına İlişkin Düzenleme.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 13 Şubat 1997 tarihli toplantısında, "Aracı Kurumların Özsermaye ve İşlem Sınırlarına İlişkin Düzenleme"sine İlişkin Hükümlerinin Uygulanmasıyla İlgili Olarak Aldığı Kararlar.

Sermaye Piyasasında Ara Mali Tablolara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ, Seri: XI, No: 3, RG: 26.07.1989/20233.

Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ, Seri: XI, No: 1, RG: 29.01.1989/20064.

TABLOLAR

Tablo 1
Sermaye Piyasası Faaliyetleri ve Kimi İşlemlere İlişkin Sınırlar

Sermaye Piyasası Faaliyeti ya da İşlemi	İşlem Sınırı*
Alım Satım Aracılık (İMKB HSP)	4
Halka Arza Aracılık (Aracılık Yüklenimi)	1
Repo ve Ters-repo İşlemleri**	2
Kredili Menkul Kıymet İşlemi	0
Kredili Men.Kıy.+Açığa Satış+Ödünç Men.Kıy. İşlemleri	2
Portföy Yönetimi	-
atırım Danışmanlığı	-

* İşlem sınırı kolonunda yer alan sayılar, özsermayenin katı anlamındadır.

** Repo ve Ters-repo işlemlerine ilişkin limitler, ilk olarak 31 Temmuz 1992 tarihli Seri: V, 7 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Söz konusu tebliğin 11. maddesine göre, "aracı kurumlarca yapılan vadesi gelmemiş repo işlemlerinin utarından ters repo işlemlerinin tutarı düşüldükten sonraki bakiye özkaynakların [özsermayenin] 20 katını aşamaz." Ancak bu madde, 5 Nisan 1994 tarihli Seri: V, 14 sayılı Tebliğ'le değiştirilmiştir. Anılan maddenin yeni hali şöyledir: "Repo işlemlerinin limitine ilişkin düzenlemeler 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 4. maddesine istinaden Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından yapılır."

Kaynak: Seri: V, 7 sayılı Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satım Taahhüdü ile Alım Satım Hakkında Tebliğ; Seri: V, 19 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği, ve Seri: V, 18 sayılı Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ'den derlenerek hazırlanmıştır.

Tablo 2
Ocak 1996 Bakımından Aracı Kurumların Özsermaye, Günlük İşlem Sınırı ve Ortalama Günlük İşlem Hacimleri (bin TL)

Sıra	Aracı Kurum	Ödenmiş Sermaye	Yedek Akçeler	Zararlar	Özsermaye	Gün. İş. Sınırı (a)	Ort. Gün. İş.Hac. (b)	Yüzde (a/b)
1	Acir	50,000,000	4,064,923		54,064,923	216,259,692	139,543,318	64.53
2	Akdeniz	25,000,000	1,333,594	-80x,504	25,527,090	102,108,360	86,493,909	84.71
3	Aks	15,719,375	2,973,605		18,692,980	74,771,920	213,049,227	284.93
4	Aküf	10,000,000	1,007,197		11,007,197	44,028,788	151,885,773	344.97
5	Alan	25,000,000	619,691		25,619,691	102,478,764	61,873,727	60.38
6	Alfa	50,000,000		-10,582,151	39,417,849	157,671,396	117,321,000	74.41
7	Ali Alpay	10,000,000	168,741	-949,308	9,219,433	36,877,732	72,126,091	195.58
8	Altay	50,000,000	568,738		50,568,738	202,274,952	173,620,864	85.83
9	Altın	5,000,000	2,318,131		7,318,131	29,272,524	67,160,864	229.43
10	Ar	32,500,000	1,745,000		34,245,000	136,980,000	63,469,000	46.33
11	Arı	20,000,000	3,815,787		23,815,787	95,263,148	80,927,182	84.95
12	Arçil	6,352,140	97,783		6,449,923	25,799,692	2,680,682	10.39
13	Arı	50,000,000	336,111	-3,511,316	46,824,795	187,299,180	91,606,545	48.91
14	Arz	20,000,000	354,332	-1,561,871	18,792,461	75,169,844	81,888,955	108.94
15	As	50,000,000	223,311		50,223,311	200,893,244	315,696,364	157.15
16	Ata	100,000,000	196,206,537		296,206,537	1,184,826,148	484,922,727	40.93
17	Aybarsa	10,000,000	882,698		10,882,698	43,530,792	52,644,773	120.94
18	BAB	25,000,000	419,319		25,419,319	101,677,276	164,709,091	161.99
19	Bahadır	5,500,000	123,708		5,623,708	22,494,832	64,385,136	286.22
20	Bahar	10,000,000	447,981		10,447,981	41,791,924	70,519,591	168.74
21	Barın	5,000,000	27,515		5,027,515	20,110,060	102,591,318	510.15
22	Başak	25,000,000	117,000	-22,678,000	2,439,000	9,756,000	0	0.00
23	Buşkent	50,000,000		-5,404,696	44,595,304	178,381,216	57,242,955	32.09
24	Bayındır	76,000,000	3,564,000		79,564,000	318,256,000	135,075,136	42.44
25	Bender	10,000,000	916,624		10,916,624	43,666,496	130,930,000	299.84
26	Boyut	5,000,000	956,101		5,956,101	23,824,404	215,577,455	904.86
27	Bumerang	25,000,000	1,140,000	-4,205,000	21,935,000	87,740,000	62,156,273	70.84
28	Camış	27,500,000	6,812,746		34,312,746	137,250,984	10,270,909	7.48
29	Çam	5,000,000	205,844		5,205,844	20,823,376	79,361,955	381.12
30	Censu	5,000,000	124,000	-41,000	5,083,000	20,332,000	182,422,000	897.22
31	Çağdaş	5,000,000	12,392,390		17,392,390	69,569,560	169,679,591	243.90
32	Çağrı	20,000,000		-3,903,263	16,096,737	64,386,948	57,352,500	89.07

33	Data	15,000,000	2,813,957		17,813,957	71,255,828	193,872,773	272
34	Değer	5,000,000	23,013		4,846,881	19,387,524	15,430,409	79
35	Deha	30,000,000	5,675,549	-176,132	35,675,549	142,702,196	60,510,727	42
36	Delta	10,000,000	918,814	-56,569	10,862,245	43,448,980	243,928,682	561
37	Dünya	10,000,000	668,191		10,668,191	42,672,764	57,762,773	135
38	Eczacıbaşı	150,000,000	12,418,267		162,418,267	649,673,068	233,864,000	36
39	Egeim	50,000,000	305,328		50,305,328	201,221,312	127,492,409	63
40	Ekinciler	100,000,000	563,000		100,563,000	402,252,000	226,302,818	56
41	Ekol	6,000,000	215,990		6,215,990	24,863,960	49,827,000	200
42	Enper	28,750,000	1,618,893		30,368,893	121,475,572	202,816,182	166
43	Entez	20,000,000	622,000		20,622,000	82,488,000	118,112,136	143
44	Erçiyos	50,000,000		-1,985,484	48,014,516	192,058,064	367,116,091	191
45	Evgin	25,500,000	134,260		25,634,260	102,537,040	200,018,227	195
46	Evis	10,000,000	133,434		10,133,434	40,533,736	41,816,000	103
47	Financorp	25,000,000	65,000	-10,403,000	14,662,000	58,648,000	0	0
48	Forin	10,000,000	200,000		10,200,000	40,800,000	187,961,182	460
49	Garanti	30,000,000	217,037,047		247,037,047	988,148,188	32,342,591	3
50	Gedik	62,500,000	5,644,012		68,144,012	272,576,048	319,878,091	117
51	Genborsa	20,000,000	4,759,029		24,759,029	99,036,116	10,391,773	10
52	Genel Yatırım	5,000,000	282,191		5,282,191	21,128,764	382,669,045	1811
53	GFC General Finans	33,500,000	1,091,491		34,591,491	138,365,964	96,361,909	69
54	Global	700,000,000	38,510,000		738,510,000	2,954,040,000	967,302,318	32
55	Güney	5,000,000	4,890,378		9,890,378	39,561,512	316,715,045	800
56	Güven	25,000,000	1,888,911		26,888,911	107,555,644	109,885,227	102
57	Hak	24,193,250	4,138,162		28,331,412	113,325,648	42,659,818	37
58	Hedef	10,000,000	785,721		10,785,723	43,142,892	186,911,409	433
59	Işıkhar	25,000,000	574,000		25,574,000	102,296,000	92,243,318	90
60	İfo	40,000,000	144,000		40,144,000	160,576,000	156,050,727	97
61	Kapital	20,000,000	450,515		20,450,515	81,802,060	44,690,045	54
62	Karar	35,000,000	21,323,285		56,323,285	225,293,140	445,941,864	197
63	Marbaş	15,000,000	132,547		15,132,547	60,530,188	233,208,864	385
64	Med	50,000,000		-5,694,000	44,306,000	177,224,000	293,823,000	165
65	Meksa	100,000,000	756,424		100,756,424	403,025,696	154,229,273	38
66	Menka	8,400,000	132,164		8,532,164	34,128,656	23,065,136	67
67	Meridyen	5,000,000	1,121,402		6,121,402	24,485,608	24,299,136	99
68	Murad Kuran	5,000,000	179,908		5,179,908	20,719,632	65,848,455	317
69	Mustafa Yılmaz	21,000,000	638,571		21,638,571	86,554,284	94,479,000	109
70	Nurol	120,000,000	5,542,239		125,542,239	502,168,956	123,733,909	24
71	Oki	50,000,000	759,102		50,759,102	203,036,408	184,735,864	90
72	Öncü	30,000,000	1,203,505		31,203,505	124,814,020	228,955,227	183
73	Önder	57,500,000	1,032,755		58,532,755	234,131,020	75,930,136	32
74	Öner	10,000,000	352,000		10,352,000	41,408,000	114,378,773	276
75	Oyak	100,000,000	16,760,238		116,760,238	467,040,952	176,475,091	37
76	Özhan Oral	10,000,000	588,236		10,588,236	42,352,944	192,394,909	454
77	Park	15,000,000	31,000	-791,000	14,240,000	56,960,000	22,366,136	39
78	Pay	10,000,000		-297,809	9,702,191	38,808,764	108,607,000	279
79	Piramit	25,000,000	32,761		25,032,761	100,131,044	126,286,091	126
80	Polen	60,000,000	845,573		60,845,573	243,382,292	286,755,818	117
81	Prestij	5,000,000	4,897,002		9,897,002	39,588,008	80,808,682	204
82	Prim	5,750,000	200,000		5,950,000	23,800,000	44,856,545	188
83	Riva	10,000,000	601,944		10,601,944	42,407,776	102,033,909	240
84	Sun	6,500,000	2,176,610		8,676,610	34,706,440	50,738,364	146
85	Sayılgan	5,000,000	370,155		5,370,155	21,480,620	49,970,318	232
86	Stok	5,000,000	414,341		5,414,341	21,657,364	42,755,727	197
87	Strateji	50,000,000	22,889	-225,168	49,797,721	199,190,884	205,328,409	103
88	Şaltın	56,250,000	68,241	-2,402,333	53,915,908	215,663,632	150,035,545	69
89	Şetiborsa	5,000,000	433,844	-1,339,843	4,094,001	16,376,004	9,234,909	56
90	Tacirler	150,000,000	24,453,312		174,453,312	697,813,248	654,197,045	93
91	Taksim	10,000,000	3,006,313		13,006,313	52,025,252	140,327,864	269
92	Tan	5,000,000	1,080,106		6,080,106	24,320,424	13,078,364	53
93	Tektay	5,000,000	59,993		5,059,993	20,239,972	83,215,364	411
94	Tezal	5,000,000	12,408	-5,748	5,006,660	20,026,640	17,850,455	89
95	Tiros	30,000,000	1,580,959		31,580,959	126,323,836	76,983,136	60
96	Universal	50,000,000	267,957		50,267,957	201,071,828	150,883,227	75
97	Yatırım Finansman	125,000,000	47,698,117		172,698,117	690,792,468	134,722,773	195
	Toplam	3,629,414,765	689,310,463	-77,020,195	4,241,705,033	16,966,820,132	13,826,651,955	81

Kaynak: Aracı Kurumlar 1995 ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bülten Ocak 1996'dan derlenerek hazırlanmıştır.

Tablo 3

Ocak 1996 Bakımından Özsermaye Büyüklüklerine Göre İlk 2 Aracı Kurum (bin TL)

Sıra	Aracı Kurum	Öd. Sermaye	Yedek Akçeler	Zararlar	Özsermaye	Gün. İşlem Sınırı (a)	Ort. Gün. İş. Hac. (b)	Yüzde (a/b)
1	Global	700,000,000	38,510,000		738,510,000	2,954,040,000	967,302,318	32.75
2	Ata	100,000,000	196,206,537		296,206,537	1,184,826,148	484,922,727	40.93
	Toplam	800,000,000	234,716,537		1,034,716,537	4,138,866,148	1,452,225,045	35.09

Kaynak: Aracı Kurumlar 1995 ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bülten Ocak 1996'dan derlenerek hazırlanmıştır.

Tablo 4

Ocak 1996 Bakımından Özsermaye Büyüklüklerine Göre İlk 10 Aracı Kurum (bin TL)

Sıra	Aracı Kurum	Öd. Sermaye	Yedek Akçeler	Zararlar	Özsermaye	Gün. İşlem Sınırı (a)	Ort. Gün. İş. Hacmi (b)	Yüzde (a/b)
1	Global	700,000,000	38,510,000		738,510,000	2,954,040,000	967,302,318	32.75
2	Ata	100,000,000	196,206,537		296,206,537	1,184,826,148	484,922,727	40.93
3	Garanti	30,000,000	217,037,047		247,037,047	988,148,188	32,342,591	3.27
4	Tacirler	150,000,000	24,453,312		174,453,312	697,813,248	654,197,045	93.75
5	Yatırım Finansman	125,000,000	47,698,117		172,698,117	690,792,468	134,722,773	19.50
6	Eczacıbaşı	150,000,000	12,418,267		162,418,267	649,673,068	233,864,000	36.00
7	Nürol	120,000,000	5,542,239		125,542,239	502,168,956	123,733,909	24.64
8	Oyak	100,000,000	16,760,238		116,760,238	467,040,952	176,475,091	37.79
9	Meksa	100,000,000	756,424		100,756,424	403,025,696	154,229,273	38.27
10	Ekinciler	100,000,000	563,000		100,563,000	402,252,000	226,302,818	56.26
	Toplam	1,675,000,000	559,945,181		2,234,945,181	8,939,780,724	3,188,092,545	35.66

Kaynak: Aracı Kurumlar 1995 ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bülten Ocak 1996'dan derlenerek hazırlanmıştır.

Tablo 5

Ocak 1996 Bakımından Özsermaye Büyüklüklerine Göre Son 87 Aracı Kurum (bin TL)

Sıra	Aracı Kurum	Öd. Sermaye	Yedek Akçeler	Zararlar	-Özsermaye	Gün. İşlem Sınırı (a)	Ort. Gün. İş. Hacmi (b)	Yüzde (a/b)
11	Bayındır	76,000,000	3,564,000		79,564,000	318,256,000	135,075,136	42.44
12	Gedik	62,500,000	5,644,012		68,144,012	272,576,048	319,878,091	117.35
13	Polen	60,000,000	845,573		60,845,573	243,382,292	286,755,818	117.82
14	Onder	57,500,000	1,032,755		58,532,755	234,131,020	75,930,136	32.43
15	Kuron	35,000,000	21,323,285		56,323,285	225,293,140	445,941,864	197.94
16	Acar	50,000,000	4,064,923		54,064,923	216,259,692	139,543,318	64.53
17	Şahin	56,250,000	68,241	-2,402,333	53,915,908	215,663,632	150,035,545	69.57
18	Oki	50,000,000	759,102		50,759,102	203,036,408	184,735,864	90.99
19	Altay	50,000,000	568,738		50,568,738	202,274,952	173,620,864	85.83
20	Egemen	50,000,000	305,328		50,305,328	201,221,312	127,492,409	63.36
21	Üniversal	50,000,000	267,957		50,267,957	201,071,828	150,883,227	75.04

22	Aç	50,000,000	223,311		50,223,311	200,893,244	315,696,364	157.1
23	Stütuji	50,000,000	22,889	-225,168	49,797,721	199,190,884	205,328,409	103.0
24	Erciyes	50,000,000		-1,985,484	48,014,516	192,058,064	367,116,091	191.1
25	Artı	50,000,000	336,111	-3,511,316	46,824,795	187,299,180	91,606,545	48.9
26	Başkent	50,000,000		-5,404,696	44,595,304	178,381,216	57,242,955	32.0
27	Med	50,000,000		-5,694,000	44,306,000	177,221,000	293,823,000	165.7
28	Info	40,000,000	144,000		40,144,000	160,576,000	156,050,327	97.11
29	Alfa	50,000,000		-10,582,151	39,417,849	157,671,396	117,321,000	74.4
30	Deha	30,000,000	5,675,549		35,675,549	142,702,196	60,510,727	42.4
31	GFC General Finans	33,500,000	1,091,491		34,591,491	138,365,964	96,361,909	69.6
32	Camış	27,500,000	6,812,746		34,312,746	137,250,984	10,270,909	7.4
33	Ar	32,500,000	1,745,000		34,245,000	136,980,000	63,469,000	46.3
34	Toros	30,000,000	1,580,959		31,580,959	126,323,836	76,983,136	60.94
35	ÖncY	30,000,000	1,203,505		31,203,505	124,814,020	228,955,227	183.44
36	Emper	28,750,000	1,618,893		30,368,893	121,475,572	202,816,182	166.96
37	Hök	24,193,250	4,138,162		28,331,412	113,325,648	42,659,818	37.64
38	Güven	25,000,000	1,888,911		26,888,911	107,555,644	109,885,227	102.17
39	Evgin	25,000,000	134,260		25,634,260	102,537,040	200,018,227	195.07
40	Aflan	25,000,000	619,691		25,619,691	102,478,764	61,873,727	60.38
41	Işıklar	25,000,000	574,000		25,574,000	102,296,000	92,243,318	90.17
42	Akdeniz	25,000,000	1,333,594	-806,504	25,527,090	102,108,360	86,493,909	84.71
43	BAB	25,000,000	419,319		25,419,319	101,677,276	164,709,091	161.99
44	Piramit	25,000,000	32,761		25,032,761	100,131,044	126,286,091	126.12
45	Genborsa	20,000,000	4,759,029		24,759,029	99,036,116	10,391,773	10.49
46	Artı	20,000,000	3,815,787		23,815,787	95,263,148	80,927,182	84.95
47	Bumerang	25,000,000	1,140,000	-4,205,000	21,935,000	87,740,000	62,156,273	70.84
48	Mustafa Yılmaz	21,000,000	638,571		21,638,571	86,554,284	94,479,000	109.16
49	Entez	20,000,000	622,000		20,622,000	82,488,000	118,112,136	143.19
50	Kapital	20,000,000	450,515		20,450,515	81,802,060	44,690,045	54.63
51	Arz	20,000,000	354,332	-1,561,871	18,792,461	75,169,844	81,888,955	108.94
52	Aks	15,719,375	2,973,605		18,692,980	73,771,920	213,049,227	284.93
53	Data	15,000,000	2,813,957		17,813,957	71,255,828	193,872,773	272.08
54	Çağdaş	5,000,000	12,392,390		17,392,390	69,569,560	169,679,591	243.90
55	Çağrı	20,000,000		-3,903,263	16,096,737	64,386,948	57,352,500	89.07
56	Marbaş	15,000,000	132,547		15,132,547	60,530,188	233,208,864	385.28
57	Finanscorp	25,000,000	65,000	-10,403,000	14,662,000	58,648,000	0	0.00
58	Park	15,000,000	31,000	-791,000	14,240,000	56,960,000	22,366,136	39.27
59	Taksim	10,000,000	3,006,313		13,006,313	52,025,252	140,327,864	269.73
60	Aktif	10,000,000	1,007,197		11,007,197	44,028,788	151,885,773	344.97
61	Bender	10,000,000	916,624		10,916,624	43,666,496	130,930,000	299.84
62	Ayborsa	10,000,000	882,698		10,882,698	43,530,792	52,644,773	120.94
63	Delta	10,000,000	918,814	-56,569	10,862,245	43,448,980	243,928,682	561.41
64	Hedef	10,000,000	785,723		10,785,723	43,142,892	186,911,409	433.24
65	Dünya	10,000,000	668,191		10,668,191	42,672,764	57,762,773	135.36
66	Riva	10,000,000	601,944		10,601,944	42,407,776	102,033,909	240.60
67	Özhan Oral	10,000,000	588,236		10,588,236	42,352,944	192,394,909	454.27
68	Bahar	10,000,000	447,981		10,447,981	41,791,924	70,519,591	168.74
69	Öner	10,000,000	352,000		10,352,000	41,408,000	114,378,773	276.22
70	Fonn	10,000,000	200,000		10,200,000	40,800,000	187,961,182	460.69
71	Evis	10,000,000	133,434		10,133,434	40,533,736	41,816,000	103.16
72	Prestij	5,000,000	4,897,002		9,897,002	39,588,000	80,808,682	204.12
73	Güney	5,000,000	4,890,378		9,890,378	39,561,512	316,715,045	800.56
74	Pay	10,000,000		-297,809	9,702,191	38,808,764	108,607,000	279.85
75	Ali Alpaz	10,000,000	168,741	-949,308	9,219,433	36,877,732	72,126,091	195.58
76	San	6,500,000	2,176,610		8,676,610	34,706,440	50,738,364	146.19
77	Menka	8,400,000	132,164		8,532,164	34,128,656	23,065,136	67.58
78	Altın	5,000,000	2,318,131		7,318,131	29,272,524	67,160,864	229.43
79	Argül	6,352,140	97,783		6,449,923	25,799,692	2,680,682	10.39
80	Ekol	6,000,000	215,990		6,215,990	24,863,960	49,827,000	200.40
81	Meridyen	5,000,000	1,121,402		6,121,402	24,485,608	24,299,136	99.24
82	Tan	5,000,000	1,080,106		6,080,106	24,320,424	13,078,364	53.78
83	Boyut	5,000,000	956,101		5,956,101	23,824,404	215,577,455	904.86
84	Prim	5,750,000	200,000		5,950,000	23,800,000	44,856,545	188.47
85	Bahadır	5,500,000	123,708		5,623,708	22,494,832	64,385,136	286.22
86	Stok	5,000,000	414,341		5,414,341	21,657,364	42,755,727	197.42
87	Sayılan	5,000,000	370,155		5,370,155	21,480,620	49,970,318	232.63
88	Genel Yatırım	5,000,000	282,191		5,282,191	21,128,764	382,669,045	1811.13
89	Çıru	5,000,000	205,844		5,205,844	20,823,376	79,361,955	381.12
90	Münid Kuran	5,000,000	179,908		5,179,908	20,719,632	65,848,455	317.81

1	Censa	5,000,000	124,000	-41,000	5,083,000	20,332,000	182,422,000	897.22
2	Tektaş	5,000,000	59,993		5,059,993	20,239,972	83,215,364	411.14
3	Baran	5,000,000	27,515		5,027,515	20,110,060	102,591,318	510.15
4	Tezul	5,000,000	12,408	-5,748	5,006,660	20,026,640	17,850,455	89.13
5	Değer	5,000,000	23,013	-176,132	4,846,881	19,387,524	15,430,409	79.59
6	Şetaborsa	5,000,000	433,844	-1,339,843	4,094,001	16,376,004	9,234,909	56.39
7	Başak	25,000,000	117,000	-22,678,000	2,439,000	9,756,000	0	0.00
	Toplam	1,954,414,765	129,365,282	-77,020,195	2,006,759,852	8,027,039,408	10,638,559,409	132.53

Ynak: Aracı Kurumlar 1995 ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bülten Ocak 1996'dan derlenerek zırlanmıştır.

Tablo 6

Ocak 1996 Bakımından Farklı Katsayılara Göre İşlem Sınırını Aşan Aracı Kurumlar ve Ortalama Günlük İşlem Hacminin Günlük İşlem Sınırına Oranları

Kat	I	II
4	5	8
5	4	6
6	3	5
1	2	3
1	1	2
2	6	1

İşlem Sınırını Aşan Aracı Kurum Sayısı

: Tüm Aracı Kurumlar İçin Ortalama Günlük İşlem Hacminin Günlük İşlem Sınırına Yüzde Olarak

Oran