



İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın amblemi üzerinde daire şeklinde olup, amblem küreselliği çağrıştırırken, alt kısmındaki yatay çizgi Türkiye'nin 36. ve 42. Paraleller arasındaki yerini gösterir. Yukarı doğru eğri çizgi, Türkiye'nin Avrupa ve Asya kıtaları arasındaki köprü görevini temsil ederken, kuzey ve güney kutuplarını birleştiren ortadaki beyaz çizgi de İstanbul'un "İ" sini oluşturur. Turkuaz rengi ise, tarih boyunca, Türk halkının geleneksel rengi olarak kabul edilmiştir.

İkincil piyasa, menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini ve el değiştirmesini sağlar. Menkul kıymetler aracı kuruluşlar tarafından yatırımcılar için borsada alınıp satılırlar. Bu nedenle önemli borsaların özelliklerinin iyi bilinmesi gerekmektedir.

## 1. Menkul Kıymet Borsaları

### 1.1 Borsanın Tanımı:

Borsa belli kurallara göre, talep edilen mallar için organize edilmiş piyasaya verilen addır. 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 tahvillerin genellikle menkul kıymetler borsalarının içerisinde ticareti yapılır. Bunun yanında döviz ticareti için döviz borsaları (foreign exchange) veya mal ticareti için emtia borsaları (commodity exchange) vardır.

Menkul Kıymet Borsaları hisse senedi, tahvil gibi uzun vadeli yatırım araçlarının alınıp satıldığı pazarlardır. Bu pazarların en önemli özelliği borç verenlerle borç alanları doğrudan doğruya karşı karşıya getirmeleridir. Bu şekilde yatırımcılar şeffaf bir ortamda, kolay ve ucuz bir şekilde alım-satım yapabilmektedirler.

Menkul kıymet borsalarının başlıca yararları;

- Likidite sağlama
- Fiyat oluşturma
- Ekonomik gösterge olma
- Mülkiyeti tabana yayma
- Kaynak yaratma (Menkul kıymet borsaları halkın tasarruflarının şirketlere sermaye olarak çekilmesini sağlamaktadır.)

Gelişmekte olan ülkelerin temel sermaye ihtiyaçlarının önemli bir kısmı hisse senedi portföy yatırımlarından sağlanmaktadır. 1990 yılında gelişmekte olan ülkelere yapılan portföy yatırımları yalnız 3.7 milyar dolarken, bu rakam 2000 yılında 47.9 milyar dolara ulaşmıştır.

### 1.2 Borsaların Tarihçesi:

Borsaların başlangıç tarihi çok eski olup bunlar pazar ve panayırlara dayanmaktadır. İlk borsaların temeli kıymetli madenlerin alım-satımı ile atılmış ve bu meslek sarraflık şeklinde gelişmiştir. Zamanla kıymetli madenlerin alım-satımı, araçların da devreye girmesiyle genişlemiş, kredi belgeleri ile ticari senetlerin alınıp satıldığı bir piyasaya dönüşmüştür.

Avrupa'da ilk borsa 1487 yılında Anvers şehrinde kurulmuştur. 16. yüzyılda bunun yerini Amsterdam Borsası almıştır. Yüzyılın sonlarına doğru Lyon'da ve bunu takiben diğer Fransız şehirlerinde borsaların kurulduğunu görüyoruz. İlk hisse senedi Dutch East India şirketinin senedi olup Amsterdam borsasında işlem görmüştür. Menkul değerlerin alınıp satıldığı diğer bir 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 ve buraya giriş ücrete tabi tutulmuş ve ilk borsa doğmuştur. Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın temeli 1801 yılında 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.

Amerika ve Kanada'daki mevcut borsalar diğer menkul kıymetler borsalarının prototipi şeklinde ve üyelerin meydana getirdiği şirketleşmemiş gönüllü kurumlar olarak işe başlamışlardır. Ancak yönetim kurallarını kendi belirlemekle beraber, 1934 yılından beri SEC (SPK)'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. 2005 yılında Archipelago (Chicago temelli elektronik hisse senedi ve türev araçlar satan operatör), 2007 yılında Euronext (Paris, Brüksel ve Amsterdam borsalarının birleşmesi ile kurulan ve merkezi Paris'te olan Avrupa çapında finans kurumu) ile birleşen New York Menkul Kıymetler Borsası bir holding şirket formunda olup gerçek kişilerden oluşan 1375 üyesi bulunmaktadır. New York borsasında 8000 ulusal ya da uluslararası şirket ve 1000 farklı türev araç aynı anda işlem görebilmektedir. New York Menkul Kıymetler Borsası, aşağı Manhattan bölgesi Wall Street no 11 üzerinde konumlanmış olup 2008 yılı sonu itibariyle, New York Borsası'ndaki şirketlerin toplam piyasa değeri 10.1 trilyon Dolar'dır. 2011 itibariyle bir sandalyenin fiyatı 3.5 milyon dolar etmektedir. En pahalı sandalye fiyatı bugünün ederiyle 6 milyon dolar civarında olup 1929 krizinde gerçekleşmiştir.



WALL STREET BOĞASI (THE BULL)

Amerika'da 3700 adet daha küçük şirketin işlem gördüğü ilk elektronik borsa olan NASDAQ (National Association of Securities Dealers - Ulusal Menkul Kıymet Aracıları Birliği) da piyasanın yönü ve işleyişine rehber olmaktadır.

1870 yılından günümüze kadar faaliyetlerini sürdüren ve 2000'den fazla şirketin işlem gördüğü Tokyo Menkul Kıymetler Borsası, New York Borsası'na rakip durumdadır. **Nihon Keizai Shimbun (Nikkei)** tarafından 1950 yılından bu yana hesaplanan endeks, Birleşik Devletler'de Charles Dow ve Edward Jones'un 15 büyük demiryolu şirketiyle hesaplamaya başladığı Dow Jones endüstriyel ortalamalarına benzer

şekilde oluşturulmuştur. Güney Kore'de ise Wall Street finans bölgesini andıran 'Yeouido' bölgesinde Asya'nın önemli hisse senetleri alınıp satılmaktadır. Diğer önemli borsalardan 1990 yılında Çin'de kurulan Shangai Menkul Kıymetler Borsası, kendini tam devlet egemenliğinde kuralcı bir borsa olarak nitelemektedir. Asya'nın üçüncü büyük borsası Hong Kong Menkul Kıymetler borsası ise Çin firmaları için likiditesi yüksek ve kuralları daha esnek ikinci pazar görevini üstlenmektedir. Çin firmalarının Hong Kong borsasında çıkardığı hisseler, 'H tip'i hisseler olarak adlandırılmaktadır.

### 1.3. Türkiye'de Borsanın Tarihi

#### OSMANLI DÖNEMİ

- 1838 BALTALİMANI TİCARET ANLAŞMASI
- 1839 TANZİMAT HAREKETİ
- 1854 KIRIM SAVAŞI ERTESİ (Galata Bankerleri)
- 1856 ISLAHAT FERMANI (Yabancılara yeni imkanlar ve Bankalar)
- 1864 HAVYAR HAN DA BANKERLER
- 1866 DERSAADET TAHVİLAT BORSASI
- 1873 (Borsa Maliye Bakanlığı'na bağlanıyor.)
- 1881 MUHARREM KARARNAME (Duyun-u Umumiye)
- 1906 ESHAM VE TAHVİLAT BORSASI

#### CUMHURİYET DÖNEMİ

- 1923 EK TÜZÜK (1906 tüzüğüne ek)
- 1927 ESHAM VE TAHVİLAT, KAMBİYO VE NUKUD BORSASI
- 1929 MENKUL KIYMETLER VE KAMBİYO BORSALARI KANUNU
- 1938 KAMBİYO, ESHAM VE TAHVİLAT BORSASI (isim Değişikliği ve Ankara'ya Taşınma)
- 1941 KAMBİYO, ESHAM VE TAHVİLAT BORSASI (Tekrar İstanbul'a Taşınma)

#### YENİ DÖNEM

- 30.07.1981 2499 SAYILI SERMAYE PİYASASI KANUNU

- 06.10.1983 91 SAYILI MENKUL KIYMETLER BORSALARI HAKKINDA KANUN HÜKMÜNDE KARARNAME

- 06.10.1984 MENKUL KIYMETLER BORSALARININ KURULUŞ VE ÇALIŞMA ESASLARI HAKKINDA YÖNETMELİK

- 18.12.1985 İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI YÖNETMELİĞİ

- 26.12.1985 İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI FAALİYETE GEÇTİ.

- 03.01.1986 HİSSE SENETLERİ PİYASASI'NDA İLK İŞLEM

Baltalimanı anlaşması ile getirilen serbestiler Osmanlı'nın ticari gücünü azaltarak Britanyalılara Osmanlı devletinden hammadde alma ve vergisiz geçiş gibi üstünlükler verdi. Daha sonra başlayan tanzimat hareketleri ile Fransız Ticaret Kanunu kopyalanarak hazırlanan Ticaret Kanunnamesi kabul edildi. Bu kanun ile faiz, anonim şirket ve kambiyo senedi kavramları ilk kez geri kalmış Osmanlı hukukunda yer aldı. Kırım Savaşı'nın yükünü kaldıramayan Osmanlı Devleti dış piyasalardan kredi almaya başladı. Dış piyasalardan alınan kredilerin, devlet tahvili ve hisse senedi işlemlerinin yürütülmesi, zamanla bir menkul kıymet borsası kurulmasını gerektirdi. Bu amaçlara istinaden Osmanlı'da ilk borsa, 1866'da "Dersaadet Tahvilat Borsası" adıyla kurulmuştur.

20. yüzyılın başlarında Osmanlı Borsası'nda iyileştirme girişimleri başlatılmıştır. 1904 yılından itibaren yeni bir borsa nizamnamesi ve borsa resmine dair nizamname tasarımları hazırlanmaya başlanmıştır. Borsa'daki düzenleme çalışmaları 1906 yılına kadar devam etmiş ve aynı yıl çıkarılan bir nizamname ile Dersaadet Tahvilât Borsası, Esham ve Tahvilat Borsası'na dönüşmüştür (Beşirli, 2009). 1938 yılında Ankara'ya taşınan borsa, 1941 yılında tekrar İstanbul'a taşındı.

24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe konulan istikrar programı, Türk ekonomi ve Sermaye Piyasası tarihinde yeni bir anlayışın ve dönemin açılmasını sağladı. Bu yeni dönem serbest piyasa ekonomisinin kuralları çerçevesinde işleyen bir ekonomik sistemin yaratılmasını amaçlamaktaydı. Aynı dönemin temel iktisat politikaları arasında yer alan KİT'lerin özelleştirilmesi ve yabancı yatırımların ülkeye çekilebilmesi, işlerliğe sahip bir sermaye piyasasının varlığını gerekli kılmaktaydı. Bu anlayış doğrultusunda 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile değişik kanunlarla düzenlenmiş veya bir düzenlemeye sahip olmadan devam eden sermaye piyasası faaliyetleri tek bir yasal çerçeve altında birleştirilmiştir. Bu yasa ile aşağıdaki faaliyetler sermaye piyasası faaliyetleri olarak tanımlanmıştır:

- Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık
- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacı ile alım satımı
- Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçlarının alım satımının yapılmasına aracılık
- Repo İşlemleri
- Yatırım Danışmanlığı

- Portföy işletmeciliği ve yönetimi

Sermaye Piyasası Kanunu, Sermaye Piyasalarını düzenleyici kurum olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nu (SPK) görevlendirmiştir. Sermaye Piyasası faaliyetleri büyük ölçüde şirketlerin ihraç ettikleri hisse senedi, tahvil veya diğer menkul kıymetlere dayanmaktadır. Sermaye piyasasının temel araçları olan bu menkul kıymetler genel olarak anonim şirketler tarafından ihraç edilmektedir. Anonim şirketlerin en önemli özelliği ortak sayısını artırarak, halka açık anonim şirket haline gelebilmeleridir. Pay sahibi 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılmakta ve Sermaye Piyasası Kanununa tabi olarak SPK denetime girmektedirler. Hisse senetlerinin halka arzı SPK'nın, borsada işlem görmesi ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) incelemelerini gerektirmektedir. Ayrıca menkul kıymet alım satımına aracılık eden aracı kurumlar, bireysel yatırımcıların tasarruflarını menkul kıymet borsalarında değerlendirmeyi amaçlayan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi kuruluşlar da Sermaye Piyasası Kanununa tabi olarak SPK denetime girmektedirler. Aracı kuruluşlar aynı zamanda İMKB'nin de bir üyesidir.

26.12.1985 tarihinde kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası henüz genç bir borsa olmakla birlikte gelişmekte olan piyasalar içerisinde önemli bir yer edinmiştir. İMKB'de hisse senetleri alım satımına 03.01.1986 tarihinde başlanmıştır. 1992 yılının Ekim ayında İMKB, Uluslararası Borsa Federasyonuna üye olarak kabul edilmiştir. 1993 yılının Ekim ayında SEC tarafından yatırım yapılabilir yabancı borsa olarak tanınmıştır. Aynı yılın Aralık ayında bilgisayarlı alım-satım sistemine başlanmıştır. 1994 yılının Ağustos ayında piyasa bilgileri TRT tarafından eş anlı olarak Teletex sistemi ile yayınlanmaya başlanmıştır. 1995 yılının Ocak ayında Bölgesel Pazar, Nisan ayında Yeni Şirketler Pazarı oluşturulmuştur. Aynı yılın Temmuz ayında İMKB Takas ve Saklama A.Ş. bankaya dönüştürülmüş, Takasbank tarafından yatırımcıların telefonla hesaplarıyla ilgili bilgi alabildikleri Alotakas hizmete sokulmuştur. Eylül ayında ise Uluslar arası Menkul Kıymet Serbest Bölgesi faaliyet ruhsatı alınmıştır. 1997 yılının Mart, Temmuz ve Ağustos aylarında sırasıyla Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda işleme başlanılmış, Uluslararası Pazar bünyesinde Depo Sertifikaları Piyasası ve Yabancı Yatırım Fonları Piyasası kurulmuştur.

## 2. Küreselleşme ve Menkul Kıymet Borsalarının Karşılaştırılması

Borsa faaliyetleri, 19. yy.dan itibaren tüm dünyada gelişmeye başlamıştır. Bunun arkasındaki temel sebepler küreselleşme, iletişim olanaklarının artması, bilgisayar teknolojisinin gelişmesi, ülkelerde finansal kurumların pazarlara girmelerinin kolaylaştırılması ve doğrudan işlem yapabilme olanağının oluşmasıdır. 1969 yılında Dünyadaki menkul kıymetlerin, tahvillerin ve diğer sermaye araçlarının toplam değeri 2 trilyon dolarken, 1990'ların sonunda 25 trilyon dolar, 2007 yılında 60 trilyon dolar olmuştur. Bu rakamın yarısı ABD'de işlem görmektedir.

Küreselleşme akımı öncelikle gelişmiş ülkelerin ekonomilerini olumlu yönde etkilerken ülkelerin finansal piyasalarını giderek birleştirmektedir. Küreselleşmenin gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarına başlıca etkileri şunlar olmuştur:

- Finansal piyasalar arası ilişkiler artmış, karşılıklı işlem hacimleri artmıştır.



- Pazarlar beraber hareket etmeye başlamış, pazarlar arası korelasyon artmıştır.
- Pazarlar arası reel faiz oranı farklılığı azalmıştır.
- Uluslararası pazarlar entegre olarak küresel tek bir pazar haline gelmeye başlamıştır.

Küreselleşme gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde ve finansal piyasalarında tüm ülkeler açısından eşit bir gelişme sağlayamamıştır. Küreselleşme akımı gelişmekte olan ülkelere bir taraftan önemli fırsatlar yaratırken diğer tarafta ekonomilerini olumsuz yönde etkileyerek ülkelerin geleceğine yönelik bir tehdit haline gelmiştir. Küresel ekonomiye hızlı bir şekilde adapte olan ülkeler küreselleşmenin yararlarından istifade ederken, uyum gösteremeyen ülkelerde önemli sorunlar ortaya çıkmıştır.

Menkul kıymet borsalarını başlıca iki şekilde sınıflandırabiliriz:

- Gelişmiş Borsalar
- Gelişmekte Olan Borsalar

Gelişmiş Borsalar:

Dünya Bankası'nın tanımına göre kişi başı GSMH'sı 11.456 dolardan fazla ülkelerdeki borsalar gelişmiş borsalardır. Bununla beraber kişi başı GSMH'sı bu seviyede olmasa bile Yunanistan ve İsrail Borsaları da büyüklükleri ve işlem hacimleri nedeniyle gelişmiş borsalar arasındadır. Gelişmiş borsaların toplandığı merkezler:

- ABD Borsaları
- Avrupa Borsaları
- Uzakdoğu Borsaları

Gelişmekte Olan Borsalar:

Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren borsalardır. Dünya Bankası kişi başına GSMH'sı 9.656 dolardan daha az olan ülkelerdeki borsaları gelişmekte olan borsalar sınıfına sokmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bu borsalar arasında önemli bir yere sahiptir. Macaristan ve Polonya Borsaları ile Doğu Avrupa ve Asya'daki birçok borsa bu grubun içindedir.

Tablo 1: Başlıca Gelişmekte Olan Borsaya Sahip Ülkeler

Çin	Hindistan	Malezya	Endonezya	Türkiye
Meksika	Brezilya	Filipinler	Şili	Tayland
Rusya	Polonya	Arjantin	Macaristan	Peru
Vietnam	Nijerya	Çek Cumhuriyeti	Fil Dişi	Romanya
İsrail	Mısır	Güney Afrika	Körfez Ülkeleri	Fas

1990'lı yıllardan sonra ülkelerin liberal politikalara dönmesi, uluslararası piyasalarda faiz ve enflasyonun düşmesi sonucunda piyasaların canlanmasıyla, gelişmekte olan ülkelerin borsaları başta olmak üzere uluslararası hisse senedi piyasalarında büyük gelişmeler olmuştur. Gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan borsalara yaptıkları yatırımlarla büyük kazanç elde ederken, bir yandan da gelişmekte olan borsalar için döviz kaynağı yaratmışlardır. 1986-2009 döneminde özellikle Güney Asya ve Güney Amerika borsaları çok daha fazla gelişmiştir.

2008 yılında yaşanan kriz sebebiyle finansal piyasalar bir gerileme yaşamıştı. 2009 yılında toparlanmaya başlayan piyasanın, toplam piyasa değeri 47 trilyon \$ iken, 2010 yılında %18 artarak 55 trilyon \$'a ulaşmıştır. 2010 yılında toplam piyasa değerinin %70'ini ilk 10 borsa oluşturmuştur. Bu borsalar içinde en çok artışı gösteren %35 ile TSX Grup (Kanada) olmuştur.

Tablo 2'den piyasa değerlerine göre borsa sıralamasına bakarsak ilk sırada New York Borsası (NYSE\_New York Stock Exchange) bulunmaktadır. New York Borsasını ise NASDAQ takip etmektedir. Tokyo Borsası ve Euronext artan piyasa değerlerine rağmen birer sıra gerilemişlerdir. Brezilyalı BM&FBOVESPA ve Hintli Bombay Borsası da 2010 yılında ilk on borsa içerisinde yer almıştır.

Tablo 2: 2010 Yılında Borsaların Piyasa Değeri

	Borsalar	Piyasa Değeri (Milyar \$)	Piyasa Değeri/GSMH	Piyasa Değeri Payı
1	NYSE(ABD)	13.394	%91	%24.4
2	NASDAQ (ABD)	3.889	%27	%7.1
3	Tokyo Borsası (Japonya)	3.828	%70	%7.0
4	Londro Borsası Grubu(İngiltere, İtalya)	3.613	%84	%6.6
5	Euronext (Hollanda, Belçika, Fransa, Portekiz)	2.930	%72	%5.3
6	Şanghay Borsası (Çin)	2.716	%46	%4.9
7	Hong Kong Borsası (Hong Kong)	2.711	%1205	%4.9
8	TSX Grup (Kanada)	2.170	%138	%4.0
9	Bombay Hindistan	1.632	%106	%3.0
10	BM&FBOVESPA (Brezilya)	1.546	%74	%2.8
28	İMKB	308	%42	%0.6

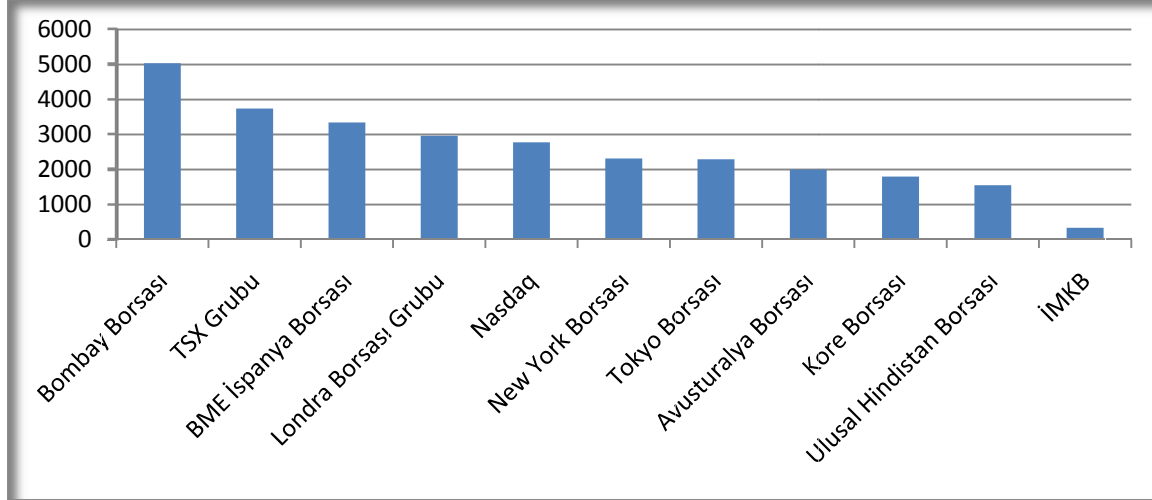
Hisse senetleriyle ilgili veriler, Dünya Borsalar Federasyonundan (World Federation of Exchanges-WFE) alınmıştır.

WFE'ye üye borsaların toplam piyasa değeri büyüklüklerinin, bu borsaların yer aldığı ülkelerdeki GSYH büyüklüğüne oranı 2009 yılında %90 iken, 2010 yılında %94'e yükselmiştir. Bu karşılaştırmada milli gelirin 12 katı piyasa büyüklüğüne sahip olan Hong Kong dikkat çekmektedir.

2008 yılında İMKB piyasa değerinin düşmesiyle 30. sıraya gerilemişti. 2009 yılında 25. sıraya kadar çıkmıştı. Fakat 2010 yılında, 2009'a göre %30'luk bir artış göstermesine karşın 28. sıraya gerilemiştir. Bunun sebebi 2010 yılında daha yüksek piyasa değerine sahip Suudi Arabistan ve Rus MICEX borsalarının Dünya Borsa



Federasyonu'na üye olması ve yükselen borsalardan Şili ve Endonezya Borsalarının piyasa değerinin daha hızlı artmasıdır.



Şekil 1: 2010 Yılında Borsaya Kote Olan Toplam Şirket Sayısı

Borsalara kote olan yerli ve yabancı şirket sayısına göre yapılan sıralamada Bombay Borsası, tamamı yerli olan 5.034 şirket ile ilk sırada yer almaktadır. Bu şirket sayısı ile Bombay Borsası, dünya genelinde kote olan şirketlerin %11'ini barındırmaktadır. Diğer taraftan Bombay Borsasını sırasıyla 3.741 şirketle Kanadalı TSX Grubu ve 3.345 şirketle BME İspanya Borsası takip etmektedir. Dördüncü sırada Londra Borsası Grubu bulunmaktadır.

Tablo 3: 2010 Yılında Borsalara Kote Olan Şirket Sayısı

		Şirket Sayısı	Toplamdaki Payı
1	Bombay Borsası	5034	%11.1
2	TSX Grubu	3741	%8.2
3	BME İspanya Borsası	3345	%7.3
4	Londra Borsası Grubu	2966	%6.5
5	Nasdaq	2778	56.1
6	New York Borsası	2317	%5.1
7	Tokyo Borsası	2293	%5.0
8	Avustralya Borsası	1999	%4.4
9	Kore Borsası	1798	%4.0
10	Ulusal Hindistan Borsası	1552	%3.4

29	İMKB	338	%0.7
----	------	-----	------

Uluslararası finans merkezlerinden olan New York ve Londra, yabancı şirketlerin ilgisini çekmektedir. ABD'li Nasdaq ve New York borsalarında sırasıyla 2.778 ve 2.317 şirket kote iken, bu şirketlerin toplamda %16'sı yabancı kökenlidir. Londra Borsasında ise 2.966 kote şirketin %20'si diğer bir ifadeyle 604 tanesi yabancı merkezlidir. Londra Borsası Grubu WFE'ye üye borsalar arasında en fazla yabancı şirketin kote olduğu borsa konumundadır.

Toplam şirket sayısında İMKB, 338 adet şirket ile 29. sırada yer almaktadır. 2008 yılında başlatılan Halka Arz Seferberliği'nin sonuçlarının alındığı 2010 yılında, borsada işlem gören şirketlerin sayısında artış yaşanmış, ilk defa yabancı bir şirket İMKB'ye kote olmuş, sonuç olarak sıralamada İMKB bir önceki seneye kıyasla 2 basamak yükselmiştir.

Tablo 4.: 2010 Yılında Hisse Senedi Hacmi

		HS Hacmi (Milyar \$)	HS Hacmi Payı	Hacim/Piyasa Değeri
1	New York Borsası	17,796	%28.2	%133
2	Nasdaq	12,659	%20.1	%325
3	Şanghay Borsası	4,496	%7.1	%166
4	Tokyo Borsası	3,788	%6.0	%99
5	Şenzhen Borsası	3,573	%5.7	%272
6	Londra Borsası Grubu	2,741	%4.3	%76
7	Euronext	2,018	%3.2	%69
8	Deutsche Börse	1,628	%2.6	%114
9	Kore Borsası	1,607	%2.5	%147
10	Hong Kong Borsası	1,496	%2.4	%55
19	İMKB	426	%0.7	%138

WFE'ye üye borsaların toplam hisse senedi işlem hacimleri 2010 yılında 63 trilyon dolar düzeyindedir. İlk on borsa detaylı incelendiğinde NYSE'nin işlem hacminde hemen hemen bir değişim olmadığı; Euronext, Şenzhen ve Kore borsaları dışındaki tüm borsaların hisse senedi işlem hacminin ise gerilediği görülmektedir. En büyük gerileme 2009 yılında ilk sırada yer alan Nasdaq'ta yaşanmıştır. Bir önceki yıla kıyasla %56 gerileyen Nasdaq'ın işlem hacmi 13 trilyon \$'a inmiştir. %29 ile en yüksek artışın yaşandığı Çin'in Şenzhen Borsası ise bir önceki yılın sıralamasına kıyasla bir basamak yükselmiştir. ABD'li borsaların toplamına bakıldığında, 2009 yılında Nasdaq ve New York borsaları, toplam hisse senedi işlem hacminin %58'ini

üretirken, bu oran 2010 yılında 10 puan düşerek %48'e inmiştir. Bu iki borsanın toplam işlem hacmi (30 trilyon \$) neredeyse WFE üyesi diğer borsaların toplam işlem hacmi (33 trilyon \$) kadardır.

Bu dönem içinde, işlem hacmini %35 oranında artırarak 426 milyar \$'a çıkaran İMKB, 2009 yılına kıyasla sırasını 2 basamak yükselterek, 19. sıraya yerleşmiştir.

## 3. İMKB

### 3.1. İMKB Piyasaları:

İMKB piyasaları dört ana grupta teşkilatlanmıştır:

- Hisse Senetleri Piyasası:

Çok farklı endüstriyel sektörlerden halka açık şirketlerin işlem gördüğü İMKB Hisse Senetleri Piyasası, yerli ve yabancı yatırımcılar için likit, şeffaf ve güvenli yatırım ortamı sağlamaktadır.

Hisse senetlerinden pay alan pazarlar: Ulusal Pazar, Kurumsal Ürünler Pazarı, İkinci Ulusal Pazar, Gözaltı Pazarı, Birincil Piyasa, Toptan Satışlar Pazarı.

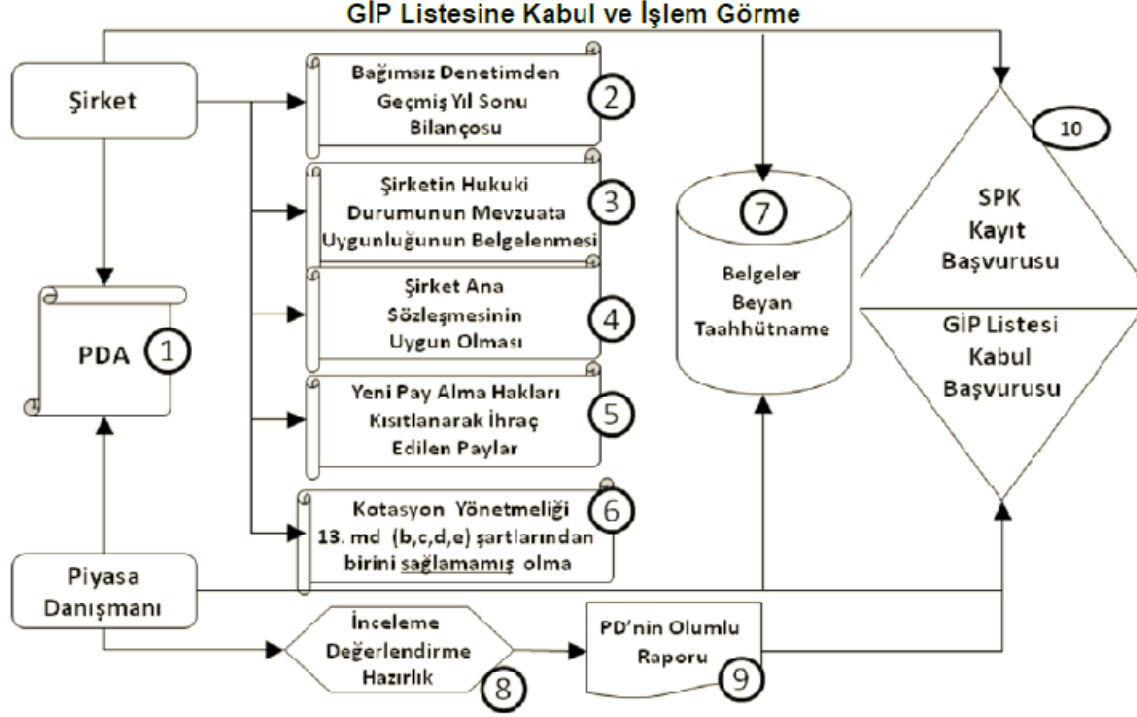
İMKB'de işlem gören şirketler için standart işlem birimi veya standart "lot" büyüklüğü, 1 TL nominal değerli hisse senedir. Bir hisse senedine bir seferde girilebilecek "maksimum lot miktarı" 250, 500, 1.000, 2.500, 5.000, 10.000, 25.000, 50.000, 75.000 veya 100.000 lot olmak üzere her hisse senedi için her ay yeniden belirlenmektedir.

Limitli ve özel emirler ile hisse alımı yapılabildiği gibi, kredili işlem ve açığa satış yapmak da İMKB bünyesinde mümkündür. Baz Fiyat, Fiyat Adımları ve Fiyat Marjı/Fiyat Aralığı

"Baz fiyat" bir hisse senedinin bir seans süresince işlem görebileceği en alt ve en üst fiyat limitlerinin belirlenmesine esas teşkil eden fiyattır. "Baz fiyat" bir önceki seans "ağırlıklı ortalama fiyat"ının en yakın fiyat adımına yuvarlanması ile hesaplanır. "Fiyat adımı" her hisse senedi fiyatı için bir defada gerçekleşebilecek en küçük fiyat değişimidir.

Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP):

Borsa kotasyon şartlarını sağlayamayan, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem görebileceği piyasadır. Süreç aşağıdaki grafikten izlenebilir.



Şekil 2: GİP Listesine Kabul Süreci

- Tahvil ve Bono Piyasası:

Tahvil ve Bono Piyasası hem kesin alım-satım işlemleri hem de repo-ters repo işlemleri için tek organize piyasadır.

Tahvil ve Bono Piyasası 'nda;

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- Borsa üyeleri ve Sermaye Piyasası Kurulundan yetki belgesi almak koşuluyla Bankalar işlem yapabilirler.

- Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası:

Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası'nda Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi tarafından ihraç edilen ve borsa kotunda bulunan dış borçlanma araçları ("Eurotahvil") işlem görmektedir.

### 3.2. İMKB Endeksleri:

İMKB, yatırımcıların hisse senedi ve tahvil-bono piyasalarında oluşan hareketleri takip edebilmeleri amacıyla her iki piyasaya ilişkin farklı nitelikte endeksler hesaplamaktadır. Hisse senetleri piyasalarında 43, tahvil ve bono piyasalarında 18 endeks üretilmektedir. Hisse senetleri endeksleri hem fiyat hem de getiri endeksi olarak hesaplanmaktadır. Fiyat endeksleri, sadece fiyattaki değişimi yansıtırken, getiri endeksleri kar payı ödemelerini de dikkate almaktadır.

- İMKB 100 Endeksi:

İMKB Hisse Senetleri Piyasası için temel endeks olarak kullanılmaktadır. 1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayan ve zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan Bileşik Endeks'in devamı niteliğindedir. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 100 hisse senedinden oluşmakta olup, İMKB 30 ve İMKB 50 endekslerine dahil hisse senetlerini de kapsar.

- İMKB 50 Endeksi

Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 50 hisse senedinden oluşmakta olup, İMKB 30 endeksine dâhil hisse senetlerini de kapsar.

- İMKB 30 Endeksi

Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 30 hisse senedinden oluşur.

- İMKB 10 Banka Endeksi

Ulusal Pazar'da işlem gören bankalar arasından seçilen 10 hisse senedinden oluşur.

- İMKB 100-30 Endeksi

İMKB 100 endeksine dahil olup, İMKB 30 endeksinde yer almayan 70 hisse senedinden oluşur.

- İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi

İMKB pazarlarında işlem gören ve belirlenmiş asgari kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

- İMKB Tüm Endeksi

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları hariç olmak üzere, İMKB pazarlarında işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

- İMKB Tüm-100 Endeksi

İMKB Tüm endeksine dahil olup, İMKB 100 endeksinde yer almayan hisse senetlerinden oluşur.

- Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları hariç olmak üzere, İMKB pazarlarında işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

- İMKB Ulusal Endeksi

Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

- İMKB İkinci Ulusal Endeksi

İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

- İMKB Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi

İMKB pazarlarında işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşur.

- İMKB Şehir Endeksleri

İMKB pazarlarında işlem gören ve ana üretim/hizmet faaliyetlerinin gerçekleştiği ya da şirket merkezinin bulunduğu şehre göre gruplandırılmış hisse senetlerinden oluşur. Holdingler hariç mali sektörde faaliyet gösteren şirketler ile perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren şirketler kapsam dışındadır.

İMKB'de Hisse Senedi için Belirtilen Endeks Hesaplama Yöntemleri ([www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr) web sitesinden aynen alınmıştır):

Endeksler, kapsamlarında bulunan hisse senetlerinin fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değerleri ile ağırlıklı olarak hesaplanmakta, endekslerin hesaplanmasında tescil edilmiş en son fiyatlar kullanılmaktadır. Endekslerin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmaktadır:

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n F_{it} \cdot N_{it} \cdot H_{it}}{B_t}$$

$E_t$  =Endeksin t zamandaki değeri

$n$  =Endekse dahil olan hisse (şirket) sayısı



$F_{it}$ ="i" nci hisse senedinin t zamandaki fiyatı

$N_{it}$ ="i" nci hisse senedinin t zamandaki toplam sayısı

$H_{it}$ ="i" nci hisse senedinin t zamandaki fiili dolaşımdaki pay oranı

$B_t$  =Endeksin t zamandaki bölen değeri

Endeks hesaplama formülünün payında yer alan piyasa değerlerinde aşağıda sayılan durumlar nedeniyle değişiklik meydana gelirse, endeksin bölen değerinde de düzeltme yapılarak, endeks değerinde devamlılık sağlanmaktadır. Endekslerin düzeltilmiş bölen değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$B_{t+1} = \left(1 + \frac{\Delta PD}{PD_t}\right) * B_t$$

$B_{t+1}$  = $t+1$  gününde kullanılacak düzeltilmiş bölen değer

$\Delta PD$ =Hisse senetlerinin fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değerinde meydana gelen toplam değişiklik

$PD_t$  ="t" günü endeks kapsamındaki hisselerin fiili dolaşımdaki paylarının kapanış fiyatından hesaplanan toplam piyasa değeri

$B_t$  ="t" günü bölen değeri

Çevreye duyarlılık konusunda sürdürülebilirlik endeksi hesaplanması konusundaki çalışmalar devam etmektedir. Hisse senetleri endeksleri dışında DİBS endeksleri, uluslararası endeksler, temettü endeksi, kurumsal yönetim endeksi ve şehir endeksleri hesaplanmaktadır. Bu endeksler lisanslanarak piyasada işlem görmektedir.

### 3.3. İMKB'nin Ülkemiz Ekonomisi Üzerindeki Etkisi

- Devamlı ve Likit Bir Pazar Oluşturulması

Mali bireysel yatırımcıların ellerinde veya aracı kurumların kasalarında buldukları menkul kıymetleri, en kolay biçimde paraya çevirebildikleri yer, borsalardır. Borsalar, tasarruflara hareket ve canlılık kazandırır. Menkul değer arz ve talebinin bulunduğu bir piyasa olan bir borsada alıcılar ve satıcılar karşılıklı olarak alım-satım yaparlar. Bu açıdan borsalar, fon talep edenler, tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ve ellerinde menkul kıymet bulundurup da bunları satmak isteyenler için kurulmuş bir pazardır. Menkul kıymetler borsaya kote olduklarından yatırımcılara güven verebilir ve mali yatırımcı, ikincil piyasada menkul kıymet satışından elde ettiği kaynağı, birincil piyasada yeniden menkul kıymete yatırarak, talep yaratımında katkılı olur. Böylelikle devamlı bir piyasanın oluşmasında potansiyel yaratır.

Devamlı bir piyasanın özellikleri, işlem hacminin büyüklüğü, alım ve satım fiyatı arasındaki marjın küçük olması, zaman bakımından fiyatlarda büyük dalgalanmaların olmaması ve yeteri kadar alıcı ve satıcının bulunmasıdır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, piyasaya giren ve dolayısı ile likit bir pazar oluşumunda büyük katkı sağlayan tasarrufların çoğu, kişisel tasarruflar olmayıp, kurumsal tasarruflardır. Tasarruflarını çeşitli menkul kıymetlere yatıran kurumsal yatırımcılar, sigorta şirketleri, emekli sandıkları, vakıflar ve diğer sosyal kurumlardır ve sermaye piyasasına en büyük, en istikrarlı ve en uzun fonları sağlarlar.

Menkul kıymet borsalarında, fiyat istikrarını sağlayabilmek ve likit bir Pazar oluşumuna katkıda bulunabilmek için, menkul kıymetlerin aşırı bir şekilde kıymetlenmesini veya aşırı bir şekilde değer yitirmesini önleyen, pazar yapıcı kurumlara gereksinim vardır. Amerika'da uzmanlar denilen bir grup, üzerinde işlem yaptıkları menkul kıymetler için pazar yapıcı görevini üstlenmişlerdir. Ayrıca, Uzakdoğu'nun gelişen borsalarında da pazar yapıcılık, çok büyük önemle üzerinde durulan bir konudur.

- Adil Bir Fiyat Oluşumunun Sağlanması

Tüm alıcı ve satıcıların eğilimleri borsada saptanabildiğinden, tek fiyatın oluşmasını en iyi şekilde borsalar sağlayarak bunları bültenler halinde yayınladılar. Borsada oluşan fiyatlar, ülkenin hatta dünyanın her tarafında uygulanır.

Borsası bulunmayan piyasalarda da tam rekabet şartları mevcutsa tek fiyat oluşacaktır. Ancak, tek fiyatın oluşmasını, bütün alıcıları ve satıcıları bir araya toplamakla en iyi şekilde borsalar sağlar. Borsa bültenlerinin yayınlanmasıyla da, borsada teşekkül eden fiyatlar bir ülkenin, hatta dünyanın her köşesinde uygulanır. Böylece, küçük tasarruf ve küçük sermaye sahibi halkın fiyat konusunda aldatılması önlenmiş olur.

- Sermaye Mülkiyetini Geniş Bir Topluma Yaymak

Menkul değerlerini borsaya kote ettirebilen ortaklar için yeni bir ufuk açılmış demektir. Önce kotasyon, şirkete tanınma olanağı sağlar, sonrada ortaklık, eğer başarılı ise borsanın yaratmış olduğu teşvik ortamından yararlanarak, menkul değerlerini halka kolaylıkla satabilir. Diğer bir deyimle borsalar, halka açılmayı ve pazarlamayı kolaylaştıran aracı kurumlar olmaktadır. Bu durumda sermaye mülkiyeti topluma yayılmakta ve küçük tasarruflar büyük teşebbüslere ortak olmaktadır.

- Borsanın Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesinde Oynadığı Rol

Özelleştirme, devletin iktisadi faaliyetlerinin azaltılması veya tamamıyla ortadan kaldırılmasıdır. Özelleştirmenin amaçları, Türkiye gibi henüz gelişme halindeki ülkelerde daha değişiktir. Bu amaçlar; ilke olarak, devletin ekonomik faaliyetlerini azaltmak, verimsiz çalışan ve büyük zararlara yol açan KİT'lerin yükünden kurtulmak ve bunların, daha verimli çalıştıracak ellere geçmesini sağlamak, satıştan elde edilecek fonlarla bütçe açıklarını kapatmak, mülkiyetin tabana yayılmasını sağlamak ve sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak, bu suretle pazar ekonomisine işlerlik kazandırmak.

Türkiye'de ilk önemli özelleştirme hareketi 1988 Şubat sonunda, bir kamu iştiraki olan Telekomünikasyon Endüstri Ticaret Anonim Şirketi (TELETAŞ) hisselerinin satışıyla sahneye konmuştur. 41. 695 kişiye hisse senedi satılarak, Teletaş, Türkiye'nin en çok ortaklı şirketi haline gelmiştir. İMKB'nin söz konusu özelleştirmelerdeki rolü doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde olmuştur. Direkt oynadığı rol, söz konusu hisse senetlerinin halka satışının doğrudan doğruya borsada yapılışında sağladığı pazar olanağıdır.

Borsanın dolaylı rolüne gelince, bu birincil ve ikincil piyasa arasındaki fonksiyon ilişkisinden kaynaklanmaktadır: Satışa çıkarılan senetlere gösterilen ilgi, her şeyden önce, özelleştirilen kurumun mali durumuna, önerilen fiyat seviyesine ve tanıtıma bağlı olmakla beraber, yatırımcıların kararları üzerinde, borsanın yatırımlara sağladığı likiditenin de büyük etkisi vardır.

Ayrıca özelleştirmeler, mal arzını artırmak suretiyle piyasanın ve borsa işlem hacminin genişletilmesine yardımcı olmuştur.

Borsa, serbest piyasa şartları içinde faaliyet gösteren özerk bir kurum olmakla birlikte rolü icabı, siyasi otoritenin, daha doğrusu hükümetin, ekonomik programlarını uygulamada faydalanacağı enstrümanlardan birisidir. İMKB, sözü edilen özelleştirmelerde kendi bulunduğu gelişme aşaması bakımından oldukça kritik şartlar içinde bu rolünü nispi bir etkinlikle yerine getirmiştir. (Fertekligil, 1983)

- **Ekonomiye Kaynak Sağlama İşlevi**

Menkul kıymetler borsaları, işletmelerin finans ihtiyaçlarını gidermede etkin bir öneme sahip olduklarından, ekonomiye kaynak sağlamada etkin bir rol üstlenmişlerdir.

Şirketler kısa vadeli finansman gereksinimlerini uygun bir maliyetle para piyasalarından karşılayabilecekleri gibi uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını da sermaye piyasalarından karşılayabilirler. Para piyasasının içindeki kaynaklar, zaten ekonominin içinde olduğundan, burada önemli olan, sermaye piyasasının ekonomiye kaynak sağlamasıdır. Küçük tasarruflarını altın veya diğer kıymetli madenlere yatıran yatırımcının, bu yönü ile ekonomiye kaynak yaratmada bir rolü olmayacaktır.

- **Güvence Ortamı Sağlamak İşlevi**

Hisse senetleri borsaya kote edilirken, kotasyon öncesi şirketler incelemeye alınmakta ve devamlı bir şekilde kontrol altında bulundurulduklarından, borsaların güvence fonksiyonları olmalıdır. Her ne kadar devlet tarafından verilmiş bir güvence olmasa da, mali yatırımcılar, sahip oldukları menkul kıymetleri ihraç eden kuruluşların, denetim altında olduklarını bildiklerinden, güven duygusuna sahip olabilirler.

- **Ekonominin Barometresi Olma İşlevi**

Bir şirketin menkul kıymetlerinin borsada değerlendirilmesi ya da değer kaybetmesi o şirketi başarısının ve güvenilirliğinin en iyi göstergesidir. Borsa bu işlevi basit olarak yapabileceği gibi, şirketler arasında mukayeseli olarak da yapar. Bir şirketin durumunda hiçbir değişiklik olmasa, hatta bir ölçüde iyiye gidiş olsa bile, alternatiflerinde daha büyük gelişmeler varsa, o şirketin menkul kıymetleri borsada değer kazanmak yerine değer kaybedebilir.

Borsalar makro ekonomi açısından da barometre görevi yaparlar. Enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin, mesela

savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık gibi durumların ekonomideki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden biri de borsalardır.

Borsalara atfedilen diğer bir işlevde hisse senedi yatırımlarını enflasyonun etkilerinden korumasıdır. Genel olarak, borsanın, hisse senedi işlemleriyle ekonomide oynadığı rol anti enflasyonist bir niteliğe sahiptir. Fakat bu etki sınırlıdır. Geçmiş tecrübelerde, Türkiye’de hisse senedi fiyatlarının, genel fiyat hareketlerine paralellik göstermediği gözlenmektedir.

Bu işlevleri yerine getiren borsaların, dünya ticaret ve finans arenalarında oynadıkları rol, zaman içerisinde giderek daha da önem kazanmıştır. Halen dünyanın başlıca borsaları New York, Tokyo ve Londra borsalarıdır.

Son 15 yıl içerisinde dünyanın tüm bölgelerinde giderek artan sayıda kurulan yeni borsalar, gösterdikleri hızlı gelişmeyle dikkat çekmektedirler. “Gelişmekte Olan” veya “Yeni Gelişen” olarak adlandırılan ve İMKB’nin de içinde yer aldığı bu borsalar sundukları yüksek kar marjları ile zaman zaman, gelişmiş piyasaların oldukça üzerinde bir performans gösterebilmektedirler.

Türkiye açısından olaya baktığımızda İMKB geliştirmekte olan bir borsadır. Nedeni ise; endeksin yukarı ve aşağı doğru hareketlerinde etkili olan faktörün ekonomik değil, siyasi oluşudur. Yani bizim borsamız siyasete endeksli bir borsadır. Oysa dünyanın gelişmiş borsalarında (DOW JONES, FRANKFURT, NİKEİ, NEW YORK) endeksin yönü daha çok ekonomik performansa göre belirlenmiştir.

Bunların yanında İMKB’nin ve geliştirmekte olan borsaların en önemli özelliklerinden biri de istikrarsız olmasıdır. Zaman zaman çok yüksek performans sağlarken, zaman zaman da yatırımcılara büyük servetler kaybettirmektedir.

1993 yılında Türkiye Borsası dolar bazında %111 ile dünyanın en çok kazandıran borsası olmuştur. Onu %83 ile Brezilya ve %29 ile Endonezya borsası izlemiştir. Türkiye, Moskova, Meksika borsaları bu tip rekorları 1990’lı yıllarda sık sık kırmışlardır. Ancak istikrarsız ekonomilere sahip olan geliştirmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ekonomik sıkıntılar borsa yolu ile gelen dövizlerin yine borsa yolu ile hızla ekonomiden çekilmesi bu ülkelerde ve dünyada önemli ekonomik krizlerin olmasına neden olmuştur. 1994 yılında Meksika ve Türkiye’de görülen krizlerde borsa % 80 değer kaybetmiştir. 1997 de Uzak Doğu Ülkelerinde, 1998 yılında ise güney Amerika Rusya ve Türkiye’de önemli finansal krizler olmuştur. Buna karşılık 1999 yılında Türkiye ve Rusya borsaları en çok kazandıran borsalar olmuştur. (Karan)

Bu gelişmeler büyük uluslar arası yatırımcıların uluslararası çeşitlemeye verdikleri önemi arttırmıştır. 2008 krizi sonrası geliştirmekte olan ülkelerdeki borsa getirilerinin gelişmiş ülkelere nazaran daha yüksek olduğu görülmektedir. Uluslararası karşılaştırmalar yapıldığında da, %143 ile değer artışı ile Brezilya borsası 2009 yılında en yüksek getiriyi sağlayan borsa olmuştur. Endeks getirilerine bakıldığı zaman İMKB performansının çok dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. İMKB, 2007 yılında dolar bazında %72 getirinin ardından 2008 yılında %63 değer kaybı ile en kötü performans sergileyen borsalar arasında yer almıştı. 2009 yılında ise 2007 yılına benzer bir durum sergileyerek, dolar bazındaki getirisi %102 olmuştur.

## 4. Piyasada Etkinlik Problemi

Etkinlik sorunu ilk defa Sorbonne üniversitesinde doktora yapmakta olan Bachelier (1900) tarafından dile getirilmiş; ancak Fama (1965) tarafından elektronik bilgisayar ile test edilmek suretiyle literatüre kazandırılmıştır (Dimson ve Mussavian, 2000). Bachelier (1900) tezinin giriş paragrafında şöyle söylemektedir: "Geçmişteki, şu andaki, hatta gelecekteki olaylar fiyat hareketlerine yansımaktadır; fakat fiyat değişimleri kolay idrak edilememektedir. Eğer piyasa fiyat hareketlerini tahmin edemiyorsa, az veya çok matematisel olabilirlikler ile tahminler yapılabilir". Bu yaklaşım Albert Einstein'ın teorisinden türetilen Brownian hareketlerinden başka bir şey değildir. Ancak Bachelier'in "The Theory of Speculation" adlı doktora tezine o tarihte kimse önem vermemiştir. Chicago üniversitesinde doktora yapan ünlü iktisatçı Paul Samuelson tarafından İngilizceye çevrilerek, Cootner (1964) tarafından basılan bu tez Amerikalı akademisyenlere ilham ve kopya kaynağı olmuştur.

Alfred Cowles tarafından kurulan Cowles komisyonu "Econometrica" isimli dergisinin ilk sayısında işin içine yatırım profesyonellerini de katarak ızdırap veren karmaşık hisse senedi seçimi modelleri ile hisse senedi piyasasının nasıl yenilenebileceğine dair binlerce analiz yapmaya başlamışlardır. Bu dergide 1950li yıllarda fiyatların hareketini bir sarhoşun yürüyüşüne benzeten Pearson'un (1905) "rassal yürüyüş (random walk)" hipotezi ile akademik olarak test edilmeye çalışılsa da aslında modern teknik analizin atası olarak nitelendirilen Charles Dow'un editörlüğünü yapmaya başladığı "The Wall Street Journal" gazetesinde 1900-1902 yılları arasında yayınlanan gazete makalelerinden derlenerek ortaya çıkarılan Dow Teorisi adı altında benzer şekilde çoktan yayınlanmıştı. Charles Dow bir akademisyen değildi, bir çiftçi çocuğu idi ve kimse genç yaşta finans muhabiri olarak onu gazetesinde işe almak istememişti. Daha sonra yerel tarih, kamu sistemi, hapishaneler gibi farklı konularda yazıları dikkat çekmeye başlamış ve gümüş madenlerine yatırım yapan bankerler ile tanışarak zengin bir çevreye adımını atmıştır. Büyük resesyona sona erince hisse senetlerini pazarlamak isteyen büyük yatırımcılar, Wall Street Journal'dan ve Dow'un meşhur endekslerinden yola çıkarak spekülasyonlarda bulundular. Bazı kişiler ise fiyatları bir sarhoşun yürüyüşüne değil de sahile vuran dalgalara benzettiler ve kuramın adı biraz değiştirilerek "Elliot Dalgalanması" oldu. Adı konmayan piyasa etkinliği teorisi ve akademisyenlerin teorik bulguları kimsenin umurunda değildi. Herkesin tek amacı fiyatları tahmin etmek ve Dow Jones endüstriyel endeksinin ne yönde gideceğini bulmaktı.

O tarihlerde akademik cepheden "Royal Statistical Society", İngiliz istatistikçi Maurice Kendall'ın zaman serisi analizlerini basarak Maurice'i topluluğa dahil etmişti. Zaman serisi analizinde, 22 hisse senedi fiyatı ve mal fiyatını inceleyerek fiyat değişimlerindeki otokorelasyonun neredeyse 0'yaklaştığını ve fiyat hareketlerinin yıllar itibariyle birbirinden bağımsız olduğunu gören Kendall rassal yürüyüş hipotezini doğruladı. Yine benzer şekilde ünlü fizikçiler ve matematikçiler rassal olan ve olmayan dalgalanmaları ayırtmak suretiyle hisse senedi fiyat hareketlerini açıklamaya çalıştılar. Bu konudaki esas akademik dönüm noktası Fama'nın (1960) doktora tezi oldu. Bu tez ise jüri tarafından başarısız bulundu ve yine Bachelier'inki gibi önemsiz bir tez olarak addedildi; ama en azından Fransızca değil İngilizceydi ve piyasa etkinliğinin adı konulmuştu. Fama'nın tezi rassal yürüyüş teorisi hakkında geniş bir araştırmayı ve fizikçiler ile Cambridge istatistik topluluklarının hoşuna



gidecek şekilde piyasa etkinliğini ihlal etmeyen sade ve temiz bir ampirik çalışmayı ortaya koyuyordu.

Fama (1960) çalışmasında zayıf-formda piyasa etkinliğini test eden ilk kişi ve bunu "zayıf-formda piyasa etkinliği" olarak adlandıran ilk kişiydi. Zayıf formda etkinlik fiyatların her türlü bilgiyi içermesi ve geçmiş fiyat hareketlerinden yola çıkılarak geleceğin betimlenememesi, bir diğer deyişle teknik analizin işe yaramaması şeklinde açıklandı. "Yarı-güçlü" formda etkinlik hem geçmişten yola çıkılarak fiyat hareketlerinin tahmin edilememesi hem de kamuya açıklanan hiçbir bilgiden yola çıkılarak fiyat hareketleriyle ilgili bilgi edinilememesi şeklinde açıklandı. "Güçlü formda" etkinlik ise şirket içinden veya dışından herhangi bir katılımcının bilgisinin kâr etmemesi gibi zor bir ihtimali de yarı-güçlü formda etkinliğe eklemekteydi. Bu konudaki ilk vaka çalışması Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) tarafından yapılmış ancak tesadüf o ki basılamamıştır. İlk vaka çalışmasını akademik olarak basanlar Ball ve Brown (1968) olmuştur. Bu vaka çalışmaları hisse senedi bölünmeleri, kazanç duyuruları gibi vakaların fiyat hareketlerini etkilediğini ve piyasanın etkin olmadığını göstermektedir. Scholes (1972) çalışmasında kamuya açık olmayan bilgilerden faydalanılarak fiyatlardaki değişimlerin ispatlanabileceğini savunmaktadır. Bu sırada hisse senedi getirilerini açıklamaya çalışan modeller oluşturulmaya başlanmıştır. Treynor (1961) ve Sharpe (1964) ünlü Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli risk ile getiri arasındaki ilişkiyi modellemiştir. Daha sonra fiyat hareketlerinde değişime neden olan etkiler saptanarak "anomaliler" belirlenmeye başlanmış ve piyasa etkinliğini bozan her türlü etki test edilmiştir. Bu etkiler firma büyüklüğü, F/K oranı, ay etkisi, haftanın günü etkisi, mevsimsellik gibi volatilitiyi etkileyen faktörler şeklinde tanımlanarak kurulan modellerle finans literatürünü genişletmesine vesile olmuştur ve daha önceden fiyat hareketlerini tahmin etmeye çalışan spekülâtörler 80li yıllarda piyasadaki "risk primini" tahmin etmeye odaklanmışlardır. Risk primi, riskli bir yatırım aracının beklenen getirisi ile risksiz bir aracın beklenen getirisi arasındaki fark olarak da hesaplanabilir. Yani hisse senedi gibi riskli bir yatırımdan vazgeçip, risksiz hazine bonusu almak daha mı iyidir? sorusu literatüre damgasını vurmuştur. Bu noktada yatırımcıların risk alma davranışını etkileyen davranışsal finans akımları türemiştir. Yatırımcıların risk alma davranışı; kişiliği, psikolojisi veya cinsiyeti gibi sayısal olmayan değişkenlerle modellenmiştir. 80 yılından sonra Amerika'da başlayan deregülasyon hareketleri, Asyalı göçmenlerin ve bolluk içinde yaşayan Amerikalı çocukların çalışmadan Amerikan rüyası yaşama hayalleri ve reel piyasanın diğer gelişmekte olan ülkelerle rekabete açılması şirketlerin durumunu bozmaya ve Amerikan rüyasını yok etmeye başlamıştır. Riskli hisselerle yatırım yapmak istemeyen yatırımcılar için nihai hedef artık para kazanmak değil risk azaltmak olmuştur. Bu tarihte ortaya çıkan türev araçlar ile risk azaltılması yönünde önlemler alınmaya başlanmış ve akademik literatür risk azaltma yani "hedging" peşinde koşmaya başlamıştır ve finansal araçlar inanılmaz bir şekilde günümüze kadar gelişimini sürdürmüştür. Kurulan akademik modeller ise riski azaltmaktan çok reel alanda iş bulamayan veya buldukları işi aldıkları eğitime az gelen matematikçi ve mühendis dâhilerle "Bul karayı al parayı" oyunu oynatmaktan öteye gidememiştir. Ayrıca yatırım uzmanı olarak işe alınan "smart" çocuklar gelecek tahminlerinin çok olumlu olduğuna bazı derecelendirme kuruluşlarının da desteğini alarak geniş kitleleri ikna etmek suretiyle vermiş oldukları krediler ve dâhilerce desteklenen devlet garantörlü enstrümanlarla finansal sistemin çöküşüne zemin hazırlamıştır. Eugene Fama ise tüm bu yaşanan süreç boyunca "piyasa etkindir" hipotezini savunmaya devam etmiştir. Bazı akademisyenler ve yatırım uzmanları ise halen nerede hata



yaptıklarının farkında değildir. Bir diğer grup ise farkında olup farkında olmadığını iddia etmektedir. Üçüncü ve en ilginç belki de farkında olup yaşanan bu süreçte bir sorun görmediğini ve her türlü finansal aracın bir probleme yol vermeyecek şekilde etkin olarak işletildiğini düşünenlerdir.

## 4.1. Teknik Analiz

Aşağıda borsamania.net web sitesinden alıntı yapmış olduğum yazı teknik analizin ve Dow Teoreminin temellerini başarılı bir şekilde özetlemektedir:

[http://www.borsamania.net/okul/teknik\\_analiz/dow.html](http://www.borsamania.net/okul/teknik_analiz/dow.html)

### Dow Teorisi

Modern Teknik Analizin atası olarak nitelendirilen Charles Dow'un The Wall Street Journal gazetesinde 1900 - 1902 yılları arasında yayınlanan makalelerinden derlenerek ortaya çıkarılan Dow Teorisi, teknik analiz metotlarının en eskisi ve hakkında en çok araştırma yayını yapılmış olanıdır.

Teorinin amacı, hisse senedi piyasasının yönünü (trendini), genel iş dünyasının gidişatı ile ilişkilendirmek, kısa vadeli fiyat hareketlerini gözardı ederek hisse senedi piyasasının genel yönünü tahmin etmeye çalışmak ve bu sayede belirlenen trendin doğru zamanda doğru tarafında yer alabilmektir.

Örnek bir çalışmanın bize gösterdiğine göre 1897 yılında Dow Jones Industrial Average'dan \$44'lık hisse senedi satın alan bir yatırımcı, Dow Teorisi'nin her "sat" sinyalinde hisselerini satıp, bir sonraki "al" sinyalinde tekrar alım yaptığı takdirde, 1897'de \$44 olan yatırımı 1990'da \$51.268'a ulaşacaktır (Bu örnekte Dow Teorisinin 1897 yılında var olduğu farzedilmiştir. Aslında Dow Teorisi ilk olarak 1900 yılında yayınlanmıştır). Eğer yatırımcı 1897'de \$44'a aldığı hisse senetlerini alım-satım yapmadan 1990 yılına kadar elinde tutmuş olsaydı, portföyü sadece \$2500'a yükselebilecekti. Gerçekte bu örnek yaşanmış olsaydı, edinilen kazanç üzerinden yüksek oranlarda işlem komisyonları ve gelir vergisi kesintileri yapılsa dahi Dow Teorisi'nin "satın al ve tut" stratejisine göre daha fazla kazandıran bir strateji olduğu görülebilmektedir.

Dow Teorisi'ne göre, hisse senetlerinin büyük çoğunluğu piyasanın temelinde var olan bir trendi izlemektedirler. Sözkonusu hisse senedi piyasasını tanımlayabilmek için Charles Dow 1897 yılında iki endeks tanımlamıştır: 12 adet endüstri şirketi hisse senedinden oluşan Dow Jones Industrial Average ile 12 adet demiryolu şirketi hisse senedinden oluşan Dow Jones Rail Average. Dow Jones Rail Average'in adı ileriki yıllarda ulaşım sektörüne kara ve hava taşımacılığı da dahil olduktan sonra Dow Jones Transportation olarak değiştirilmiştir. 1929'da Utility Average'in oluşturulması ile temel endeks sayısı 3'e çıkmıştır. Bugün;

Dow Jones Industrial Average'de 30 şirket

Dow Jones Transportation Average'de 20 şirket

Dow Jones Utility Average'de 15 şirket

işlem görmektedir.

DJIA (Dow Jones Industrial Average) ve DJTA (Dow Jones Transportation Average) endekslerinin oluşturulmasının ardındaki mantık, bu iki sektörün birbirinden bağımsız

olması; fakat faaliyet konuları dolayısıyla da birbirleri ile de ilişkili olmalarıdır. Üretim sektöründeki şirketler, ürünlerini piyasaya sunmak için ulaşım sektöründen faydalanmak zorundadır, bu sebeple üretim sektöründeki iyi yönede gelişmeler ulaşım sektörünü de olumlu yönde etkileyecektir. Eğer bir sektör diğerinden daha iyi bir performans gösterecek olursa endekslerin trendlerinde bir iraksama (birbirinden uzaklaşma) görülecektir. Bir sektör endeksinin trendi diğerini yakalayamaz ve aradaki fark büyürse, piyasada önemli bir dönüş yaşanacağı söylenebilir.

1900'lü yılların ilk başlarında Charles Dow tarafından bu prensiple birlikte diğer çalışmaları, kendisinin ardından gelen ve çalışmalarını devam ettiren William Peter Hamilton tarafından geliştirilip düzenlenerek bugün bilinen Dow Teorisi oluşturulmuştur. Derlemelerini 1922 yılında "Stock Market Barometer" adlı bir kitapta yayınlayan William Peter Hamilton'dan sonra Robert Rhea 1932'de "Dow Theory" adlı çok daha tamamlayıcı ve düzenli bir kaynak yayınlamıştır. Yayınlamış bu çalışmalardan hareketle Dow Teorisini 6 başlık altında toplayabiliriz:

### 1. Ortalamalar (endeksler) bize her şeyi anlatır

Bir hisse senedinin fiyatı, o hisse hakkındaki anlık veya potansiyel tüm duygu, yargı ve haberleri yansıtmaktadır. Yatırımcılar duydukları haberleri hemen başkalarına iletirler. Haberin olumlu veya olumsuz oluşu arz ve talebi, dolayısıyla hisse senedinin fiyatını etkileyecektir. Bu sebeple piyasa katılımcılarının bilgisi dahilinde olan herşey fiyatı etkileyecek, fiyat verileri ile hesaplanan endeksler de herşeyi yansıtacaktır.

### 2. Piyasada üç temel hareket (trend) vardır

Herhangi bir zamanda hisse senedi piyasasını etkileyen ve birbiri içerisinde gerçekleşen üç hareket (trend / akım) vardır.

#### Ana (Primary) Trend

Yükselen (bull) veya düşen (bear) piyasa trendini gösteren ana trend, bir yıldan birkaç yıla kadar süren bir dönem içerisinde gözlemlenebilmektedir. Yeni oluşan fiyat eski fiyata göre yüksekse (higher-highs, higher-lows) ana trend yükseliş yönündedir. Eğer yeni fiyatlar eski fiyatlara göre daha düşükse, (lower-highs, lower-lows) ana trend düşüş yönündedir.

#### İkincil (Secondary) Trend

Yükselen bir piyasadaki önemli düşüşler veya düşen bir piyasadaki önemli yükselişler olarak gerçekleşen ikincil trendler bir aydan birkaç aya kadar sürmektedir. İkincil Trendler ana trendin ara, düzeltme reaksiyonları olarak oluşurlar. Genellikle bir önceki ikincil hareketin 1/3'ü ile 2/3'ü arasında hareket ederler. Aşağıdaki grafikte Ana Trend (A) ve İkincil Trendler (B ve C) ile gösterilmektedir.



### Küçük (Minor) Trend

Bir günden üç haftaya kadar süren minor trend kısa vadeli olduğundan ve manüplasyonlara maruz kalabileceğinden uzun vadeli yatırımcıları yanlış yönlendirebilirler. İkincil trend birkaç minor trendden oluşmaktadır.

Ana ve ikincil trendler uzun süreli olduklarından manipülatif hareketlerden etkilenmemektedirler, çünkü manipülasyonlar bu kadar uzun süremezler.

### 3. Ana trendler üç aşamadan (phase) oluşmaktadır

İkinci prensipte açıkladığımız gibi en önemli piyasa hareketi olarak nitelendirilen ve hem düşüş hem de yükseliş yönünde gerçekleşebilen ana trend, bir yıldan birkaç yıla kadar sürmektedir. Ana trendin gelişimi ve sonuçlanması üç aşamadan oluşmaktadır.

#### Yükselen (bull/bullish) trendin aşamaları

Birinci aşama bilinçli yatırımcıların ekonomik iyileşme ve uzun vadeli büyüme beklentilerinden kaynaklanan yoğun alımları ile başlamaktadır. Genel piyasa koşulları sıkıntılı ve karamsardır. Bilinçli yatırımcılar bu sıkıntıdan etkilenerek satılan hisse senetlerini satın alırlar.

İkinci aşamada genel ekonomik koşullarda düzelleme ve şirket karlarında artışlar görüldükçe piyasadaki diğer yatırımcılar da alıma başlarlar.

Üçüncü ve son aşamada ekonomik koşullar oldukça iyi görünmekte ve şirket karlılıkları rekor düzeylerde gerçekleşmektedir. Bu olumlu piyasa şartlarında, karamsar yatırımcılar da dahil olmak üzere herkes fiyatların daha da yükseleceği düşüncesi ile daha çok hisse senedi almaya başlar. Bu aşamada bilinçli yatırımcılar devreye girerler ve düşüş beklentileri olduğu için ilk aşamada satın almış oldukları hisse senetlerini satmaya başlarlar, yani karlarını realize eder, ve olası düşüslere karşılık önlem almaya başlarlar.

Aşağıdaki grafikte yükseliş trendi için üç aşamalı alış-satış hareketleri gösterilmektedir.



### Düşen (bear/bearish) trendin aşamaları

Bir düşüş trendi, bilinçli yatırımcıların düşüş trendi beklentileri ve karlarını realize etmek amacıyla ellerindeki hisse senetlerini satmaları ile başlamaktadır. Yükseliş trendinin sonunda fiyatlar yükselmiş ve piyasa aşırı doyum noktasına ulaşmıştır. Artık fiyatların daha fazla yükselmeyeceğini düşünen ve karlarını realize etmek isteyen yatırımcılar, ellerindeki hisse senetlerini satmaya başlarlar ve fiyatlar bu aşamada düşmeye başlar. İkinci aşamada ekonomik koşullar kötüye gitmeye başlar ve şirket karlılıklarında önemli düşüşler görülür. Buna aşırı arz nedeniyle hisse senedi fiyatlarındaki düşüş de eklenince daha çok sayıda yatırımcı satışa başlar.

Son aşamada da kötü piyasa haberleri yayılmaya başlar ve yatırımcılar hisse senetlerinin gerçek değerini gözönüne dahi almadan panik bir şekilde satmaya devam ederler.

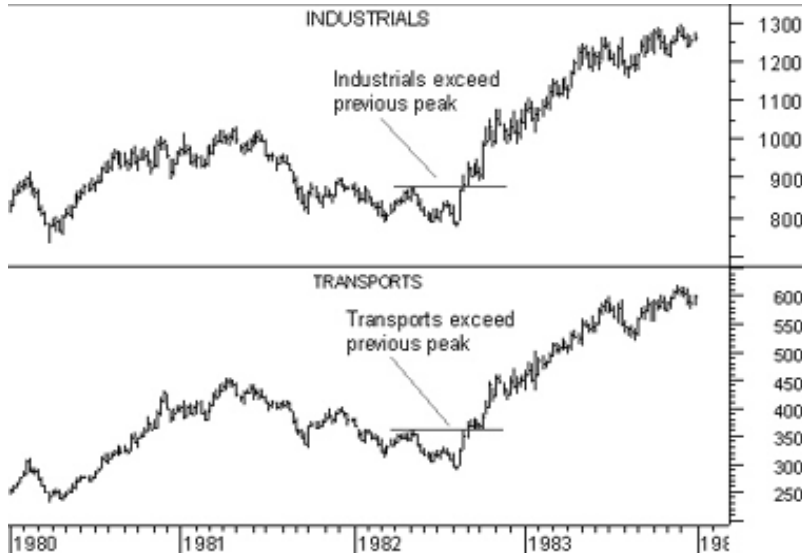
Düşüş trendi sona erdikten sonra resesyondaki iyileşme beklentileri ile birlikte bilinçli yatırımcılar tekrar yoğun hisse senedi alımlarına başlarlar ve böylece yeni bir yükseliş trendine girilir.

### 4. Endeksler birbirlerini doğrulamalıdır

Industrial Average (DJIA - Dow Jones Industrial Average) ve Rail Average (DJTA - Dow Jones Transportation Average) Endeksleri trenddeki bir değişimi işaret edebilmek için aynı yönde hareket etmek zorundadır.

Her iki trend de bir önceki tepe değerinden daha fazla yükselerek düşüş trendinin bittiğini veya bir önceki en düşük seviyeden daha aşağı düşerek yükseliş trendinin sona erdiğini onaylamalıdır.

Aşağıdaki grafikte her iki endeks de bir önceki tepe değerinden daha fazla yükselerek yeni trendin başladığını işaret etmektedir.



### 5. İşlem Hacmi (volume), trendi onaylamalıdır

Dow Teorisi hisse senedi fiyat hareketleri üzerine kurulmuştur. Fiyat hareketlerinin yetersiz kaldığı belirsizlik durumlarında işlem hacmi verilerinden faydalanılmaktadır. İşlem Hacmi grafiği ana trend doğrultusunda hareket etmelidir. Fiyat artarken işlem hacmi zayıf kalıyorsa veya fiyat düşerken işlem hacmi artıyorsa süregelen trendde bir değişim olacağı söylenebilir.

Aşağıdaki grafikte yükselen ana trendi onaylayan işlem hacmi grafiği görülmektedir.



### 6. Kesin bir dönüş sinyaline kadar trend aynı kalır

Yükseliş trendini yeni fiyatların eskilerine oranla yüksek olması (higher-highs, higher-lows) şeklinde tanımlamıştık. Bir yükseliş trendinin sona ermesi için en azından bir kez yeni fiyatın eskisinden düşük olduğunu görmemiz gerekmektedir (düşüş trendi için de tersi durum sözkonusudur). Ayrıca iki endeksten sadece bir tanesindeki kesin dönüş tek başına yeterli değildir, diğer endeks tarafından da bu dönüşün onaylanması gerektiği unutulmamalıdır.

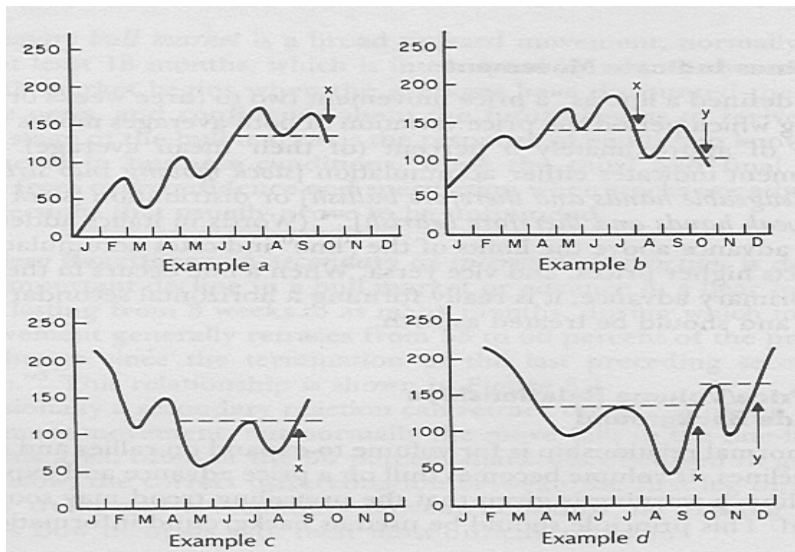
Bir ana trend için hem DJIA hem de DJTA tarafından düşüş sinyali verilirse yeni trenddeki düzensizlikler daha büyük oranlarda gerçekleşir. Bununla birlikte bir trend ne kadar uzun sürerse o trenddeki düzensizlikler gittikçe azalış gösterir.

Aşağıdaki grafikte C düşüş trendinin A (higher-high) ve B (higher-low) noktalarından sonra sona erdiğini görebiliriz.



### Fiyat hareketleri trendi belirlemektedir

Yükseliş trend sinyali yeni fiyatların eskilerinden yüksek olması durumunda veriliyordu (düşüş trendi için ise tersi durum sözkonusudur). Aşağıdaki (a) örneğinde X noktasında bir düşüş hareketiyle kesilen yükseliş trendi görmekteyiz. Bu örnekte üç adet yeni yüksek tepe (higher-high) ve üç adet de yeni yüksek dip (higher-low) görülmektedir. Trend üçüncü düşüşten sonra tekrar yükselmiş fakat yeni bir yükseliş yapamamış ve üçüncü (önceki) tepeyi geçememiştir. Daha sonra gerçekleşen düşüş, ortalamayı aşağı çekerek bir düşüş trendini başlatmıştır.



(b) örneğinde, yükselmekte olan bir piyasada üçüncü çıkış gerçekleştikten sonra ortalama, bir önceki dip noktasının da altına düşerek düşüş sinyalini vermeye



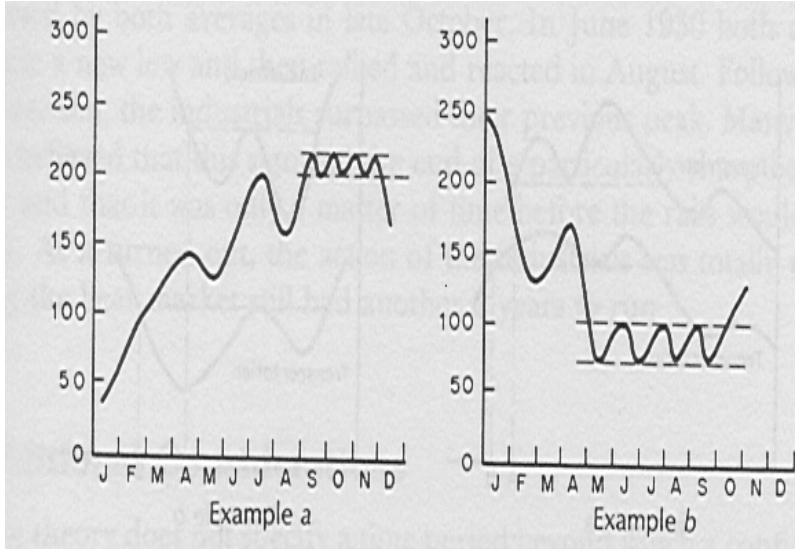
başlamaktadır. Bu örnekte X değeri düşüş trendinin ilk dip noktası değil, yükseliş trendinin son parçasıdır. Dow Teorisi ile ilgilenenlerin çoğu X noktasını bir düşüş sinyali olarak nitelendirmeyip Y noktasını beklemeyi tercih etmektedirler. Bu gibi belirsiz durumlarda yorum yapabilmek için bazı ek göstergelere de başvurmak ve önlemler almak gerekmektedir.

Eğer işlem hacmi verileri, düşecek bir piyasayı işaret ediyorken açık bir şekilde manipülatif olan yükseltici hareket gözlenecek olursa, bu durumda piyasanın düşme ihtimali oldukça yüksektir.

Bu gibi özelliklerin görülemediği durumlarda şüphede kalmadan dikkatli karar verilmelidir. Unutulmamalıdır ki, teknik analiz kanıtların ağırlıklarından yola çıkarak trendlerin dönüş noktalarını belirlemek üzerine kurulmuştur. Dow Teorisi bu kanıtlardan sadece biridir. Eğer birkaç indikatör daha bu belirsiz X noktasında bir trend dönüşünü gösteriyorsa burada trendin döneceğine artık kanaat getirebiliriz.

(c) ve (d) örnekleri düşen bir piyasadaki belirsizlik noktalarını göstermektedir.

Aşağıdaki grafikte de bir ana yükseliş veya düşüş trendi dönüşü sonucunda bir doğru oluştuğunda bunu süregelen ana trend içinde bir hareket mi yoksa yeni bir ana trendin ilk basamağı mı olduğunun ayrımını görebilirsiniz. Bu nokta, Dow teorisinin en kritik ve yorumlanması en güç noktadır.



Unutulmaması gereken bir nokta, ikincil hareketler bir önceki ana trendin en az 1/3'ünü tekrarlamalı ve kendinden önceki diğer ikincil hareketin sonuçlanmış olması gerekmektedir. Aynı zamanda ikincil hareketler en az 3-4 ay kadar devam etmelidir. Bir diğer ipucu da, işlem hacmi verileri ile, süregelmekte olan ana trendin olgunluğudur. Eğer piyasada üçüncü aşama olarak adlandırılan spekülasyonlar, yanlış umutlanmalar, yaygın bir karamsarlık hüküm sürüyorsa ana trendin dönüş noktasındaki düzensiz hareketler daha fazla olacaktır, fakat kısa sürelidir. Özetle, Dow Teorisi piyasanın ana trendinin süresini ve büyüklüğünü değil, yönünü belirlemede kullanılmaktadır. İki endeksin birbirini onaylaması kaydıyla bir dönüş noktasında yeni bir trendin başlayacağı varsayımı yapılabilir.

Yükselen ve düşen piyasaların her ikisi de üç aşamada gerçekleşmektedir. Bu aşamaların belirlenmesi ve fiyat/işlem hacmi arasındaki ilişkinin doğru kurulması sonucunda mevcut trenddeki değişimi anlayabilmek için yeterli indikatörler belirlenmiş olur.

Dow Teorisi Tahminleri'nin 1946'dan beri bu kadar başarılı olmasının sebeplerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

Hisse senetleri ile para kazanmanın başlangıç noktası pazarın hangi yolla çıkış yaşadığını bilmektir. Kişilerin çoğunun piyasada doğru zamanlamanın yapılamayacağını söylemesine karşın; gerçek, çoğu yatırımcının doğru zamanı yakalayamadığıdır.

Ancak son 100 yıldır, bir sistem -Dow Teorisi- hisse senedi fiyatlarının hangi noktalarda yükseleceğini göstermektedir.

Adını kurucusu Charles Dow'dan (1880'de hem Dow Jones & Company'nin hem de The Wall Street Journal'ın kurucularından) alan Dow Teorisi, uzun dönemde hisse senetleri piyasasının sahip olduğu trendin yönünü ölçmektedir. Dow Teorisi, televizyon ve radyolarda çok sıkça bahsedilen küçük günlük veya haftalık dalgalanmaları değil, uzun dönemli trendleri ölçmektedir.

1900 ve 2000 yılları arasında piyasadaki uzun dönem trendi 27 defa yön değiştirmiş ve Dow Teorisi bu değişimlerin 25 tanesini doğru olarak tahmin etmiştir. Diğer bir ifade ile, Dow Teorisi zaman tahmininde %92.6 başarılı olmuştur.

Aşağıda bu tahminlerden birkaç örnek verilmektedir:

- 22 Ekim 1929'da Dow Teorisi hisse senedi fiyatlarının ani bir düşme (çöküntü) yaşayacağı şeklinde uyarı vermiştir. Hatırlanacağı gibi, yüzyılın en ünlü piyasa düşüşü bu tarihten sadece 1 hafta sonra 29 Ekim 1929'da yaşanmıştır.

- 1975 yılının Ocak ayında 2 yıllık bir ayı piyasasını takiben, Dow Teorisi hisse senedi fiyatlarının tekrar bir sıçrayışa geçeceğinin ve tekrar alışı geçmek için uygun zaman olduğunun sinyalini verdi. Tabi ki hisse senetlerinin fiyatları yükselişe geçti. Bir sonraki yıl boyunca DJIA %38 yükselerek yılı 852.4'ten kapattı.

- 1987 yılının Ekim ayında Dow Teorisi hisse senetlerinde bir aşağıya düşüş eğilimi öngördü. Bu mesaj, "Kara Pazartesi" olarak adlandırılan 19 Ekim gününden hemen önce, DJIA'nın tek bir işlem gününde %22.6 değer kaybettiği zamanda verilmiştir.

- 1991 yılının Ocak ayında Dow Teorisi, yeni bir Boğa Piyasası'nın başlangıcını işaret etti. Hisse senetleri yükselişe geçti ve bu yükseliş 1990'lı yılların büyük bir bölümünde devam etti.

- 4 Ağustos 1998'de, sistem yakında bir düzeltme olacağını söyledi. Ayın sonu itibarıyla, DJIA sadece 27 işlem gününde %11 değer kaybetti.

## Glossary

Average      Endeks, Ortalama

Bear/Bearish Düşme trendine girmiş piyasa

Bull/Bullish      Yükselme trendine girmiş piyasa

**Buy and Hold Al ve Tut veya Satın al ve Tut**

<b>Divergence</b>	<b>Iraksama (birbirinden uzaklaşma)</b>
<b>Higher-high</b>	<b>Bir önceki tepe değerinden daha yüksek değerde yeni tepe yapmak</b>
<b>Higher-low</b>	<b>Bir önceki dip değerinden daha yüksek bir değerde yeni dip yapmak</b>
<b>Lower-high</b>	<b>Bir önceki tepe değerinden daha düşük bir değerde yeni tepe yapmak</b>
<b>Lower-low</b>	<b>Bir önceki dip değerinden daha düşük bir değerde yeni dip yapmak</b>
<b>Minor</b>	<b>Küçük</b>
<b>Peak</b>	<b>Tepe</b>
<b>Phase</b>	<b>Aşama, safha</b>
<b>Primary</b>	<b>Ana, birinci, birincil</b>
<b>Secondary</b>	<b>İkinci, ikincil</b>
<b>Trend</b>	<b>Bir dizi göstergenin izlediği doğrusal yön, gidişat, akım</b>
<b>Trough</b>	<b>Dip</b>

**Kaynakça**

Beşirli, Mehmet (2009). Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 19, Sayı: 1, Sayfa: 185-208.

Dimson, E. ve Mussavian M. (2000). London Business School. Market Efficiency, The Current State of business Disciplines, Vol 3, pp.959-970.

Fertekliğil , Azmi , Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi , İstanbul 1993 , İMKB Yayınları , s-358-361

İMKB Eğitim Notları

İMKB Üniversite Bilgilendirme Semineri, Dr. Sibel K. BAYRAKTAR

Tuncer, Selahattin, Türkiye’de Sermaye Piyasası, İstanbul 1985 , Okan Yayıncılık , s-160

Türkiye Sermaye Piyasası, AIM Yayın ve Raporlar, Yıllık Yayınlar, 2010

Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, 3. Baskı, Mehmet Baha KARAN

web sayfaları:

[www.borsamania.net](http://www.borsamania.net) (küçük yatırımcının büyük rehberi)

[www.bilgiler.gen.tr/714-dunyada-borsanin-tarihi.html](http://www.bilgiler.gen.tr/714-dunyada-borsanin-tarihi.html)

[www.trline.net/forum/iktisadi-ve-idari-bilimler-fakultesi/2143-turkiyede-borsanin-tarihi.html](http://www.trline.net/forum/iktisadi-ve-idari-bilimler-fakultesi/2143-turkiyede-borsanin-tarihi.html)

IMF, İMKB, TUIK, WFE