

KÜRESEL REKABETTE İMKB'NİN YAPISAL KONUMLANMASI VE ALTERNATİF MODELLER

SERPAM

İ.Ü. SERMAYE PİYASALARI ARAŞTIRMA VE UYGULAMA MERKEZİ

ARALIK 2011

SERPAM ÇALIŞMA EKİBİ

Prof. Dr. Mehmet Őükrü TekbaŐ, SERPAM Müdürü

Prof. Dr. Sait Güran, İdare Hukuku Profesörü

Vural Günal, Pekin & Pekin

Prof. Dr. Ahmet Köse, SERPAM Müdür Yardımcısı

Prof. Dr. Ahmet Őeker kaya, İ.Ü. İŞletme Fakültesi

Doç Dr. Vedat Sarıkovanlık, SERPAM

Yar. Doç. Dr. Serra Eren Sarıoğlu, SERPAM

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
1) İMKB’NİN MEVCUT YAPISI	2
A) 1980’li Yıllarda Türkiye Ekonomisi	2
B) Ekonomiye İlişkin Mevzuattaki Değişiklikler	2
a) Genel Olarak	2
b) Sermaye Piyasası Mevzuatı	2
C) Günümüz Mevzuatı Üzerine Saptamalar	3
a) Sermaye Piyasası Kanunu’nun Borsalara İlişkin Hükümü	3
b) Hazine Müsteşarlığı Kanunu	4
c) 91 Sayılı Kanun Hükümünde Kararname	4
d) Genel Yönetmelik	6
e) Mevcut Borsa Üyelerinin Borsa Malvarlığı İle İlişkileri	7
f) Kamuya “Hâsılat Payı” Verilmesi	8
g) Kamu Kurumu Niteliğinde Meslek Kuruluşu Kavramı	9
D) Mevcut Yasal Yapıyı Değerlendirme	10
2) İMKB’NİN TÜRK EKONOMİSİ İÇİN ÖNEMİ	11
A) Tarihçe	11
B) 2011 Yılında Türkiye’de Finansal Sistem	12
C) Finansal Sistem İçinde Sermaye Piyasası ve İMKB	13
a) İMKB’de Hisse Senedi İşlem Gören Şirket Sayısı	14
b) Borsada İşlem Gören Şirketlerin Toplam Değeri	16
c) İşlem Hacmi	19
d) İMKB’de Tahvil ve Bono Piyasası	22
D) Ekonomik Gelişme ve İMKB	27
E) İMKB’nin Dünya Borsaları Arasındaki Yeri	33
F) Ekonomide İMKB’den Beklenen Fonksiyon ve İMKB’nin Performansı	51
a) İMKB’nin Performansı	52
b) Ülke Sermaye Piyasasını Temsilen İMKB’nin Performansı	75
G) İMKB Performansının Değerlendirilmesi	95
DÜNYA BORSALARINDA YENİ TRENDLER, YAPISAL MODELLER	97
A) Yurtdışı Borsalarda Mevcut Yapılar	97
B) Borsalarda Şirketleşmenin Nedenleri ve Borsaların Şirketleşmeden Beklentileri	100
a) Borsalarda Şirketleşmenin Nedenleri	100
b) Borsaların Şirketleşmeden Beklentileri	101
c) Borsalarda Şirketleşme ve Yeni Yapısal Trendler	102
d) Çeşitli Borsalarda Uygulanan Şirketleşme Modelleri	104
e) Borsaların Halka Açılması	111
f) Düzenleme ve Denetleme Yetkileri	113
g) Bazı Borsalarda Birleşme ve Satın Alımlar Sonrasında Yaşanan Olumsuzluklar	117
h) Borsaların Şirketleşme Öncesi ve Sonrası Bazı Verileri	118

i)	Halka Açılan Borsaların Performansları	121
3)	İMKB’NİN MEVCUT YAPISI, PERFORMANSI VE YENİDEN KONUMLANDIRILMASI KONUSUNDA SERMAYE PİYASASI KATILIMCILARININ GÖRÜŞLERİNİN BELİRLENMESİ AMACIYLA YAPILAN ARAŞTIRMA	124
A)	Araştırmanın Amacı	124
B)	Araştırmanın Metodolojisi	124
a)	Araştırmanın Modeli	124
b)	Araştırmanın Örnekleme Süreci	124
c)	Veri ve Bilgi Toplama Yöntem ve Aracı	124
C)	Özet Sonuç	124
a)	Aracı kuruluşların görüşleri	124
b)	Diğer Piyasa Katılımcılarının Görüşleri	137
c)	Katılımcıların İMKB’nin Şirketleşmesiyle İlgili Görüşleri:	137
d)	Katılımcıların İMKB’nin Yeni Yapısında Genel Kurul Ve Yönetim Yapısının Nasıl Olması Gerektiği ile İlgili Görüşleri:	137
4)	İMKB’NİN YENİ YAPISINA İLİŞKİN BİR MODEL	139
A)	Borsa’nın Anonim Şirket Olarak Yapılandırılması	139
a)	Yapısal Biçim	140
b)	Ortaklar	140
c)	Malvarlığı	140
d)	Sermaye	141
e)	Paylarda Grup Teşkili	142
f)	Genel Kurul	142
g)	Altın Hisse	143
h)	Esas Sözleşme ve İMKB Yönetmeliği	143
i)	Yönetim Kurulu ve Başkanı	143
j)	Genel Kurul’da Bulunma	146
k)	Borsa İştirakleri	146
l)	Kâr Dağıtımı	147
m)	Olası Çıkar Çatışmaları	147
n)	Denetleme Mekanizmaları	147
o)	Borsa Finansal Tablolarının Açıklanması ve Borsa’ya Gelen Bilgilerin Gizliliği	147
p)	Borsa A.Ş.Pazarlarında İşlem Yapabilecekler	147
q)	Tahkim Kurulu	147
r)	İMKB Danışma Konseyi	148
s)	Sair Hususlar	148
t)	Borsa A.Ş.nin Tabi Olmaması Gereken TTK Hükümleri	148
u)	Denetçi Raporlarının YK’na Sunulması Zorunluluğu	148
B)	Yeni TTK/Borsa A.Ş. Uyumunda Dikkat Edilecek Hususlar	148
	SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME	151

GRAFİKLER

GRAFİK 1: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYISI	15
GRAFİK 2: İMKB'DE GSYH'NİN % OLARAK PİYASA DEĞERİ	18
GRAFİK 3: İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASI İŞLEM HACMİ VE İŞLEM MİKTARI	19
GRAFİK 4: GSYH'NİN %'Sİ OLARAK İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASI TOPLAM İŞLEM HACMİ	21
GRAFİK 5: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI TOPLAM İŞLEM HACİMLERİ	23
GRAFİK 6: BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER TOPLAM İŞLEM HACİMLERİ	23
GRAFİK 7: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI VE BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET TOPLAM İŞLEM HACİMLERİNİN GSYH'YA ORANI (1995-2010)	26
GRAFİK 8: GSYH'NİN % OLARAK TOPLAM MALİ VARLIKLAR	28
GRAFİK 9: MALİ VARLIKLAR	32
GRAFİK 10: FİNANSAL DERİNLİK	32
GRAFİK 11: GLOBAL FİNANSAL VARLIKLAR VE FİNANSAL DERİNLİK	33
GRAFİK 12: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'DE HİSSE SENETLERİ İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYLARINA GÖRE DÜNYA BORSALARI ARASINDA SIRALAMADAKİ YERİ	34
GRAFİK 13: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN HİSSE SENETLERİ BORSADA İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYLARINA GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ	34
GRAFİK 14: ŞİRKET SAYILARINA GÖRE 2010 YILI BORSA SIRALAMALARI	35
GRAFİK 15: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İŞLEM HAÇMİNE GÖRE İMKB'NİN DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ YERİ	36
GRAFİK 16: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN İŞLEM HACMİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ	36
GRAFİK 17: 2010 YILI BORSA İŞLEM HACİMLERİNE GÖRE SIRALAMA	37
GRAFİK 18: SEÇİLMİŞ BAZI BORSALARIN 2009 YILI İŞLEM HACMİ (GSYH' NİN %)	38
GRAFİK 19: 1990-2010 YILLARI ARASINDA PİYASA DEĞERİNE GÖRE İMKB'NİN DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ YERİ	40
GRAFİK 20: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN PİYASA DEĞERİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ	40
GRAFİK 21: 2010 YILI BORSA PİYASA DEĞERİNE GÖRE SIRALAMA	41
GRAFİK 22: SEÇİLMİŞ BAZI BORSALARIN 2009 YILI PİYASA DEĞERİ (GSYH'NİN %)	42
GRAFİK 23: PİYASA DEĞERİ / GSYH (2011/09)	43
GRAFİK 24: İMKB-HİNDİSTAN KARŞILAŞTIRMASI	43
GRAFİK 25: İMKB-BREZİLYA KARŞILAŞTIRMASI	43
GRAFİK 26: İMKB-FİLİPİNLER KARŞILAŞTIRMASI	44
GRAFİK 27: İMKB-ARJANTİN KARŞILAŞTIRMASI	44
GRAFİK 28: İMKB-MEKSİKA KARŞILAŞTIRMASI	44
GRAFİK 29: 1990-2010 YILLARI ARASINDA F/K KATSAYISINA GÖRE İMKB'NİN DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ YERİ	45
GRAFİK 30: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN F/K KATSAYISINA GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ	45
GRAFİK 31: 2010 YILI F/K KATSAYILARINA GÖRE BORSALARIN SIRALAMASI	46

GRAFİK 32: 1990-2010 YILLARI ARASINDA KÂRPAYI VERİMİNE GÖRE İMKB'NİN DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ YERİ	47
GRAFİK 33: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN KÂRPAYI VERİMİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ.....	47
GRAFİK 34: 2010 YILI KÂRPAYI VERİMİNE GÖRE BORSALARIN SIRALAMASI.....	48
GRAFİK 35: 1990-2010 DÖNEMİ İŞLEM GÖREN TAHVİL PİYASA DEĞERLERİ (YEREL VE YABANCI) (MİLYON USD)	49
GRAFİK 36: 1990-2010 DÖNEMİ İŞLEM GÖREN TOPLAM TAHVİL DEĞERİ/KOTE EDİLMİŞ TOPLAM TAHVİL DEĞERİ	49
GRAFİK 37: 2010 YILI İŞLEM GÖREN TOPLAM TAHVİL DEĞERİ/KOTE EDİLMİŞ TOPLAM TAHVİL DEĞERİNE GÖRE SIRALAMA.....	50
GRAFİK 38: 2010 YILI İŞLEM GÖREN TAHVİLLERİN PİYASA DEĞERLERİ (YEREL VE YABANCI) (MİLYON USD).....	51
GRAFİK 39: İMKB'DE İŞLEM GÖRME ORANI	53
GRAFİK 40: SEÇİLMİŞ BORSALARDA İŞLEM GÖRME ORANI	53
GRAFİK 41: İMKB ULUSAL-100 FİYAT ENDEKSİ VOLATİLİTESİ (%).....	55
GRAFİK 42: İMKB-100 ENDEKSİ'NİN NYSE COMPOSITE INDEX BAZ ALINARAK OLUŞTURULAN GÖRELİ VOLATİLİTESİ	56
GRAFİK 43: 1988-2011 DÖNEMİ İMKB100 (XU100) ENDEKSİNİN TL VE \$ BAZLI GETİRİLERİ.....	65
GRAFİK 44: 1988-2011 DÖNEMİ İMKB100 (XU100) VE MSCI GLOBAL STANDARD INDICES ENDEKSLERİNİN GETİRİLERİ	65
GRAFİK 45: ORTALAMA ENDEKS TL VE \$ BAZLI GETİRİ.....	66
GRAFİK 46: ORTALAMA ENDEKS TL VE \$ BAZLI KÜMÜLATİF GETİRİ	66
GRAFİK 47: BASİT FARK ALINARAK HESAPLANAN REEL GETİRİ (YILLIK) (%)	67
GRAFİK 48: BASİT FARK ALINARAK HESAPLANAN REEL GETİRİ (KÜMÜLATİF) (%)	68
GRAFİK 49: BİLEŞİK FARK ALINARAK HESAPLANAN REEL GETİRİ (YILLIK) (%).....	68
GRAFİK 50: BİLEŞİK FARK ALINARAK HESAPLANAN REEL GETİRİ ² (KÜMÜLATİF) (%).....	68
GRAFİK 51: SEÇİLMİŞ BORSALARIN TABLOLARINDA PERSONEL GİDERLERİ (2010, MİLYON \$).....	72
GRAFİK 52: SEÇİLMİŞ BORSALARDA ÇALIŞAN SAYISI (2010)	73
GRAFİK 53: SEÇİLMİŞ BORSALARDA ORTALAMA (KİŞİBAŞINA DÜŞEN) PERSONEL GİDERİ (BİN \$, 2010).....	73
GRAFİK 54: SEÇİLMİŞ BORSALARIN MALİ TABLOLARINDA FAALİYET GİDERLERİ (2010, MİLYON \$).....	74
GRAFİK 55: SEÇİLMİŞ BORSALARIN İŞLEM HACMİ/ÇALIŞAN SAYISI (MİLYON \$) *	74
GRAFİK 56: SEÇİLMİŞ BORSALARDA İŞLEM HACMİ/ÇALIŞAN SAYISI(MİLYON \$) *	75
GRAFİK 57: İMKB'DE HALKA ARZLAR.....	76
GRAFİK 58: HALKA ARZ SAYILARI.....	77
GRAFİK 59: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ (GSYH'NİN % OLARAK).....	81
GRAFİK 60: HALKA ARZLARDA SON ON YILA AİT YABANCI ORANI	82
GRAFİK 61: İMKB ŞİRKETLERİNİN HALKA AÇIK BÖLÜMÜNÜN PİYASA DEĞERLERİNİN (YERLİ VE YABANCI), İMKB ŞİRKETLERİNİN TOPLAM PİYASA DEĞERİNE ORANI.....	83
GRAFİK 62: HİSSE SENEDİ YATIRIMCI SAKLAMA ORANLARI (İMKB ŞİRKETLERİNİN HALKA AÇIK BÖLÜMÜNÜN PİYASA DEĞERİNE GÖRE)	84
GRAFİK 63: YURTİÇİ TASARRUFLARIN VE SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ GSYH İÇİNDEKİ PAYI (%)	84
GRAFİK 64: TÜRKİYE VE DÜNYADA TASARRUF ORANLARI (%).....	85
GRAFİK 65: TÜRKİYE VE BAZI ÜLKELERDE TASARRUF ORANLARI (%).....	86

GRAFİK 66: EKONOMİYE KAZANDIRAN FONLAR (MİLYON USD, 1990-2011/11)	87
GRAFİK 67: GINI KATSAYISI.....	88
GRAFİK 68: HANEHALKI KULLANILABİLİR GELİRİNE GÖRE YILLIK GELİRLERİN DAĞILIMI.....	88
GRAFİK 69: REEL FAİZ ORANLARI (%)	90
GRAFİK 70: FAİZ MARJLARI.....	91
GRAFİK 71: FİYAT / KAZANÇ KATSAYISI	94
GRAFİK 72: BORSA YAPISI VE PİYASA DEĞERİ (MİLYON \$) (KASIM 2011 İTİBARIYLA)	122

TABLolar

TABLO 1: FİNANS SEKTÖRÜNÜN AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ (2010)	13
TABLO 2: SERMAYE PİYASALARINA İLİŞKİN GÖSTERGELER	14
TABLO 3: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYISI	15
TABLO 4: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERE İLİŞKİN TEMEL BÜYÜKLÜKLER	17
TABLO 5: GSYH'NİN % OLARAK PİYASA DEĞERİ	18
TABLO 6: İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASINA İLİŞKİN TEMEL GÖSTERGELER	20
TABLO 7: İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASINA İLİŞKİN TEMEL GÖSTERGELER (SABİT FİYATLARLA, 1994=100 VE 2003=100)*	21
TABLO 8: GSYH'NİN %'Sİ OLARAK İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASI TOPLAM İŞLEM HACMİ	22
TABLO 9: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI İŞLEM HACİMLERİ	24
TABLO 10: BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET İŞLEM HACİMLERİ	25
TABLO 11: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI VE BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER TOPLAM İŞLEM HACİMLERİ	26
TABLO 12: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI VE BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET TOPLAM İŞLEM HACİMLERİNİN GSYH'YA ORANI (1995-2010)	27
TABLO 13: GSYH'NİN % OLARAK TOPLAM MALİ VARLIKLAR	28
TABLO 14: TOPLAM MALİ VARLIKLAR (MİLYON TL)	29
TABLO 15: TOPLAM MALİ VARLIKLAR (% DAĞILIM)	31
TABLO 16: GLOBAL FİNANSAL VARLIKLAR VE FİNANSAL DERİNLİK	33
TABLO 17: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'DE HİSSE SENETLERİ İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYLARINA GÖRE DÜNYA BORSALARI ARASINDA SIRALAMADAKİ YERİ	35
TABLO 18: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN İŞLEM HACMİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ	37
TABLO 19: SEÇİLMİŞ BAZI BORSALARIN İŞLEM HACMİ (GSYH'NİN %)	38
TABLO 20: PAZAR TOPLAM DEĞERLERİ (USD MILLIONS) (2011/11)	39
TABLO 21: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN PİYASA DEĞERİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ	41
TABLO 22: SEÇİLMİŞ BAZI BORSALARIN PİYASA DEĞERİ (GSYH'NİN %)	42
TABLO 23: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN F/K KATSAYISINA GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ	46
TABLO 24: : 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN KÂRPAYI VERİMİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ	48
TABLO 25: BORSALARDA İŞLEM GÖRME ORANLARI	54
TABLO 26: HİSSE SENEDİ KOTASYON ÜCRETLERİ (TL)	57
TABLO 27: BORÇLANMA ARAÇLARI VE BORSA YATIRIM FONLARI KOTASYON ÜCRETLERİ (TL)	58
TABLO 28: ÇEŞİTLİ BORSALARDA UYGULANAN KOMİSYON ORANLARI	60
TABLO 29: YILLIK GETİRİ	64
TABLO 30: İMKB'NİN 2000-2010 DÖNEMİNE AİT TL ve DOLAR CİNSİNDEN YILLIK ve KÜMÜLATİF GETİRİ ORANLARI	65
TABLO 31: 2000'Lİ YILLARDA G-20 ÜLKELERİNDE MENKUL KIYMET BORSLARININ PERFORMANSI	67
TABLO 32: İMKB'NİN YILLAR İÇİNDE GELİR DAĞILIMI (TL)	69

TABLO 33: İMKB'NİN YILLAR İÇİNDE GELİR DAĞILIMI (%)	70
TABLO 34: : İMKB'NİN YILLAR BAZINDA PERSONEL GİDERLERİ (TL)	70
TABLO 35: İMKB'NİN YILLAR BAZINDA PERSONEL GİDERLERİ (%).....	70
TABLO 36: DÜNYA BORSALARINDA PERSONEL GİDERLERİNİN FAALİYET GİDERLERİNE ORANI.....	71
TABLO 37: İMKB'DE HALKA ARZLAR	77
TABLO 38: 2000-2011 DÖNEMİNDE DÜNYA BORSALARINDA GERÇEKLEŞTİRİLEN HALKA ARZ SAYILARI	79
TABLO 39: 2000-2011 DÖNEMİNDE DÜNYA BORSALARINDA GERÇEKLEŞTİRİLEN HALKA ARZ TUTARLARI (MİLYAR USD)	80
TABLO 40: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ (GSYH'NİN % OLARAK)	81
TABLO 41: HALKA ARZLARDA SON ON YILA AİT YABANCI YATIRIMCI ORANI.....	83
TABLO 42: YURTIÇİ TASARRUFLARIN VE SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ GSYH İÇİNDEKİ PAYI (%)	85
TABLO 43: EKONOMİYE KAZANDIRILAN FONLAR (MİLYON USD)	86
TABLO 44: EKONOMİYE KAZANDIRILAN FONLAR.....	87
TABLO 45: HANEHALKI KULLANILABİLİR GELİRİNE GÖRE YILLIK GELİRLERİN DAĞILIMI VE GINI KATSAYISI.....	89
TABLO 46: REEL FAİZ ORANLARI (%).....	90
TABLO 47: FAİZ MARJLARI	92
TABLO 48: HİSSE SENEDİ PORTFÖY DEĞERİ İÇİNDE YABANCI YATIRIMCILARIN PAYI	93
TABLO 49: KURUMSAL YATIRIMCILARIN SAYILARI VE PORTFÖY BÜYÜKLÜKLERİ (EKİM 2011)	93
TABLO 50: KURUMSAL YATIRIMCILARIN TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ İÇİNDEKİ PAYLARI (%).....	93
TABLO 51: F/K KATSAYISI VE İŞLEM GÖRME ORANI.....	95
TABLO 52: WFE ÜYESİ BORSALARIN KURUMSAL YAPISI (AĞUSTOS 2011).....	99
TABLO 53: ŞİRKETLEŞEN BORSALARDA ORTAKLIK YAPISI.....	116
TABLO 54: ŞİRKETLEŞEN BORSALARDA YÖNETİM	116
TABLO 55: BAZI ŞİRKETLEŞEN BORSALARA KOTE ŞİRKETLERİN ŞİRKETLEŞME ÖNCESİ VE SONRASINDA PİYASA DEĞERLERİ TOPLAMI	119
TABLO 56: BAZI ŞİRKETLEŞEN BORSALARIN ŞİRKETLEŞME ÖNCESİ VE SONRASINDA İŞLEM HACİMLERİ	120
TABLO 57: BORSALARIN PERFORMANSI (2010 YILI).....	121

GİRİŞ

Son yıllarda, gerek gelişmiş gerek gelişmekte olan çok sayıda ülkenin borsalarında çok önemli gelişmeler ortaya çıkmıştır. Teknolojik gelişmeye bağlı olarak işlem sistemlerinde alternatif modeller ve elektronik iletişim ağları ortaya çıkmış ve ayrıca borsalar arasında artan rekabet ve birleşmeler gözlemlenmiştir. Bunların sonucunda borsaların yapılarında da bu ihtiyaçlara cevap verebilecek yeni değişimler kaçınılmaz olmuştur. Bu süreçte çok sayıda borsa yapısal bir dönüşüm ile şirketleşme yoluna gitmiştir.

Dünyadaki bu gelişmelere paralel olarak zaman zaman ülkemizde de çeşitli çevreler tarafından İMKB'nin şirketleşmesi/özelleştirilmesi gerektiği şeklinde görüşler dile getirilmiştir. Dünyada gelişen bu trend yanında İMKB'nin yapısının bu ihtiyaçlara ne kadar cevap verebildiği ve yapısında bir değişime gidilmesinin gerekli olup olmadığı yönünde bir tartışma gündeme gelmiştir. Bu çerçevede İMKB'nin mevcut yapısının ortaya çıkardığı fayda ve sakıncalar belirlenerek, ihtiyaçlara ve ekonomide kendinden beklen fonksiyonlara ne ölçüde cevap verebildiğinin tartışılması ve çeşitli alternatif modellerin ışığında İMKB için en uygun modelin ortaya konması gerektiği ortaya çıkmıştır.

Türk ekonomisi ve sermaye piyasası için İMKB'nin bütün paydaşlarının görüşleri dikkate alınarak ülkemiz için en uygun modelin belirleneceği bir çalışmanın yapılması amacıyla SERPAM "İ.Ü. Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi", "KÜRESEL REKABETTE İMKB'NİN YAPISAL KONUMLANMASI VE ALTERNATİF MODELLER ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA" konulu bir araştırmanın hayata geçirilmesi için İMKB yönetimi ile 05.07.2011 tarihinde bir protokol imzalayarak bu çalışmayı başlatmıştır.

1) İMKB'NİN MEVCUT YAPISI

A) 1980'li Yıllarda Türkiye Ekonomisi

Türkiye Cumhuriyeti'nin son 25-30 yılına, ekonomik hayat açısından damgasını vuran 24 Ocak 1980 tarihli istikrar kararları olmuştur. Kısaca "24 Ocak Kararları" olarak nitelendirilen bu kararlar, Türkiye'nin ekonomik hayatında bir anlayış değişikliği yapmıştır. Devletin ekonomik açıdan ağırlıklı olduğu, devlet ağırlıklı karma ekonominin Devlet Planlama Teşkilatı tarafından programlanmaya çalışıldığı, sabit kurlu çok sıkı bir kambiyo kontrolünün uygulandığı, yabancı döviz ve efektif bulundurma suç sayıldığı ve gümrüklerde bir tek doların dahi beyana tabi tutulduğu, mevduat faizlerinin Bakanlar Kurulu tarafından belirlenerek sabit faiz esasının uygulandığı, ithalat ve ihracatın son derecede düşük seviyelerde cereyan ettiği 1980 öncesi ortam, söz konusu kararlarla Dünya ile ilişkilere giren, ülke dışına açılan liberal anlayışların hâkim olduğu bir sisteme dönüşmüştür.

Türk ekonomisi, alınan şok tedbirlerin etkisini önce kısa sürede uyum sağlayarak ve daha sonra her gün daha canlı bir duruma gelerek karşılamış, ihracat ve üretim artmış, içeride ve dışarıda Dünya şartlarına liberal bir uyum başlamıştır.

B) Ekonomiye İlişkin Mevzuattaki Değişiklikler

a) Genel Olarak

24 Ocak Kararları sonrası, mevzuatta liberal anlamda bazı değişiklikler yapılmıştır.

Bunlar Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, Yabancı Sermaye Mevzuatı, Bankacılık Kanunu, Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, Suç Gelirlerinin Aklanmasının Önlenmesine İlişkin Kanun ve Sermaye Piyasası Kanunu'dur.

b) Sermaye Piyasası Mevzuatı

i. Genel Olarak

24 Ocak Kararları'nın bir diğer etkisi de, sermaye piyasası ve menkul kıymetler borsalarının Türkiye'de geliştirilmesi için 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile ortaya çıkmıştır. Bu Kanun'un getirdiği ortamda, pek çok anonim şirket halka açılmış, aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları yanında takas ve saklama kuruluşu, derecelendirme kuruluşları, portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı işlevleri, varlığa dayalı menkul kıymetlerin piyasaya çıkarılması, bağımsız denetleme kuruluşları ve Sermaye Piyasası Kurumları'nda çalışan kişilerin, Sermaye Piyasası Kurulu'nca açılan sınavlar sonucu "lisans" almaları gibi konular düzenlenerek yürürlüğe sokulmuştur.

ii. 24 Ocak 1980 Kararları'nın Etkisi

"İstikrar kararları"nın en önemli etkisi, ülkede büyük ihtiyaç duyulan bir sermaye piyasasının geliştirilmesine yaptığı katkıda görülür. Gerçekten mevduat faizlerinin serbest bırakılması ve dolayısıyla enflasyon ortamındaki Türkiye'de "enflasyonu izleyen faiz oranları"na geçilmesi imkânının yaratılması, ülkemiz ticaret ortamını fazlasıyla etkilemiş ve daha ucuz fon sağlama arzusu, tahvile borçlanma yolunun açılmasına neden olmuştur. Bu yol günümüzde, iktisaden ilerlemiş ülkelerden pek geri kalmayan bir sermaye piyasasının doğması ve gelişmesi sonucuna ulaşmıştır. Ülkemiz

ekonomistleri, “sıcak para” kavramı ile sermaye piyasasının birinci ve ikinci el piyasalarına gelen yabancı sermayeyi eleştirseler de, iç ve dış birikimlerin İMKB yoluyla ekonomi emrine verilmesi alışkanlığının yaratılması, ülkemiz sermaye piyasasının daha rafine bir duruma gelmesi ve toplam döviz hâsılasının yatırımlarda kullanılmasına imkân vermiştir.

İMKB, uygulanan politikaların ve ekonominin gelişmişliği içinde, her gün devamlı olarak gelişmekte ve Dünya çapında tanınmaktadır.

C) Günümüz Mevzuatı Üzerine Saptamalar

a) Sermaye Piyasası Kanunu’nun Borsalara İlişkin Hükümü

Sermaye Piyasası Kanunu, esas itibâriyle bir “birinci el piyasası” kanunudur. Yasa, 1981 yılı Temmuzunda yayımlandığında, içinde nerdeyse borsaya ilişkin hüküm bulunmuyordu. Yasa’nın 1992 yılında yapılan değişikliğinde borsaların düzenlenmesi ile Borsa / Sermaye Piyasası Kanunu ilişkisi kurulmuştur. Hâlen, borsalara ilişkin yürürlükteki metin, Yasa’nın 40 ıncı ve 41 inci maddelerinde yer almaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu, 6 tür borsadan söz etmektedir. Bunlar:

- (i) sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği “borsalar”,
- (ii) münhasıran, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli mâdenlere ve dövizde dayalı “vâdeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri” ile “her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçları”nın işlem göreceği “borsalar”
- (iii) küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkân sağlayacak “piyasalar”,
- (iv) sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı “diğer teşkilâtlanmış piyasalar”,
- (v) kambiyo borsaları
- (vi) kıymetli madenler borsaları’dır.

Genelde daha gevşek alım-satım kurallarının hâkim olduğu “taşkilâtlanmış borsalar” ile farklı özellikler taşıyan altın ve kambiyo borsaları bir yana bırakıldığı takdirde, kamuoyunun büyük çapta ilgilendiği borsaların İMKB ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) olduğu görülür.

Yasa’ya göre (Md. 40/1), sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilâtlanarak, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilân etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlardır.

Sermaye Piyasası Kanunu’na göre, borsa, kısaca, sermaye piyasası araçlarının güvenli şekilde alınıp satılmasını sağlayan diğer bir deyişle likidite imkânı getiren ve rekabet şartları içinde fiyatların oluştuğu bir pazardır. Yasa, bu pazar için kamu tüzel kişiliğini öngörmüştür.

Sermaye Piyasası Kanunu, ikinci el piyasasının merkezi olan menkul kıymetler borsalarının ayrı bir yasa ile teşkilâtlandırılmasını âmir bulunmaktadır.

b) Hazine Müsteşarlığı Kanunu

4059 sayılı Hazine Müsteşarlığı Teşkilât ve Görevleri Hakkında Kanun'un 1 inci maddesinde, "... bankacılık ve sermaye piyasası ... faaliyetlerini düzenlemek, uygulamak, uygulamanın izlenmesi ve geliştirilmesine ilişkin esasları tespit"ten söz edilmektedir.

"Sermaye piyasası faaliyetlerini düzenlemek ve uygulamak" kavramının genişliği, hatta sınırsızlığı derhal göze çarpmaktadır. Bu hükmün, maddenin (d) bendinde Müsteşarlığın Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü'nün görevleri zikredilirken "... bankacılık, sermaye piyasası, menkul kıymetler borsaları, kambiyo borsaları ve mali sektör ile ilgili konularda (mevzuatı hazırlamak), (uygulamak) ve (ilgili kuruluşlarda uygulanmasını izlemek) ..., ... Sermaye Piyasası Kurulu, menkul kıymetler borsaları ve mali sektörün diğer kurumlarının Müsteşarlığın bağlı olduğu Bakanlık ile ilişkilerini düzenlemek ... ilgili kurum ve kuruluşlarla koordine etmek ve Müsteşarlıkça verilecek benzeri görevleri yapmak ..." şekline dönüştürülerek piyasa üzerinde hâkimiyet tesisi durumu yaratıldığı gözlemlenmektedir.

c) 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname

KHK/91, 06 Ekim 1983 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanmıştır ve (Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname) adını taşımaktadır.

KHK/91, sermaye piyasasının gerektirdiği borsaların kuruluş ve faaliyetlerinin, çalışma esasları ile denetlenmelerinin düzenlenmesi konusunda 05.04.1983 tarih ve 2810 sayılı yetki kanununa dayanılarak çıkartılmıştır.

Bakanlar Kurulu'na TBMM tarafından bir Yetki Kanunu ile devredilen KHK çıkarma fonksiyonu, Yetki Kanunu ile üç konuda kullanılabilir.

- (i) borsaların kuruluş ve faaliyetlerinin düzenlenmesi
- (ii) borsaların çalışma esaslarının düzenlenmesi
- (iii) borsaların denetlenmelerinin düzenlenmesi

Bu üç konu içinde yer alan borsaların, (sermaye piyasası ile ilgili borsalar) olduğu, 2810 sayılı Yetki Yasası yanında, KHK/91'in girişinde Bakanlar Kurulu'nca da vurgulanmıştır.

i. KHK/91'e Göre Kararname'nin Amacı

KHK/91'de, kararnamenin veya başka bir ifade ile kısaca Borsa Kanunu'nun amacı belirtilirken bir dolaylı tanım da yapılmıştır. Buna göre, amaç:

"... menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için, menkul kıymetler borsalarının açık, düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamak üzere, (kuruluş), (yönetim, çalışma) ve (denetlenmeleri)ni düzenlemek suretiyle sermaye piyasasının ekonomik gelişmede etkin bir rol oynamasını sağlamaktır."

ii. Getirilen Kuruluş İlkeleri

Menkul kıymetler borsalarının (menkul kıymetlerin alım ve satımı) ve (fiyatlarının tespit ve ilânı) işleriyle yetkili (tüzel kişiliği haiz kamu kurumları) oldukları ve kuruluşlarının Sermaye Piyasası Kurulu önerisi ile Bakanlık (iznine) tâbi buldukları düzenlenmiştir.

Özetle, borsa;

- Devlet tarafından verilen izinle kurulan bir kamu kurumudur
- Kendi kanununda yazılı olduğu şekilde bir kamu kurumu olan Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetimi ve denetimi altındadır.

KHK/91'de, kuruluş ilkeleri arasında yer verilen (gözetim) ve (denetim) kavramlarının tanımı bulunmadığı gibi, herhangi bir şekilde sınırlama getirebilecek bir hüküm de bulunmamaktadır. Kısaca, Yasa'da, borsa için denetim ve gözetime ilişkin bir genel sınıra yer verilmemiştir.

Daha sonraki yıllarda, Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 40 ıncı maddeye göre, ikinci el piyasası ile birinci el piyasası arasında bir ilişki sağlanmışsa da, menkul kıymet borsalarının denetimi ve gözetimi için 2499 sayılı Yasa'da da bir açıklık getirilmemiştir.

KHK/91'de (kuruluş) dışındaki çalışma esasları kavramına girebilecek hususlara ilişkin olmak kaydıyla, teknik hususlar diyebileceğimiz hususların yönetmeliklere bırakıldığı görülmektedir.

iii. KHK/91'e Göre Yönetmeliklerin Hazırlanmasındaki Yetkililer

KHK/91'de, yönetmeliklerin yapılması açısından çeşitli yetkili gruplar getirildiği gözlenmektedir.

(i) (Borsa genel kurulu), (yönetim kurulu), (başkanı) ve (denetçileri)nin:

- Seçilmeleri, atanmaları, görev sürelerine
- görev ve yetkilerine
- sorumluluklarına
- ücretlerine
- üye ve görevlilerin çalışma usûl ve esaslarına

... ilişkin yönetmelik Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanır ve Bakanlık onayı sonrasında yayımlanır.

(ii) Borsa'nın alım-satım işlem kuralları Borsa Yönetim Kurulu'nca hazırlanır ve Sermaye Piyasası Kurulu onayı ile yürürlüğe girer.

(iii) Menkul kıymetlerin borsada alım-satımının (geçici olarak durdurulması), (borsa kotundan çıkarılması), (kotasyon ücretleri) ile (kurtaj târifesinin tesbiti)ne ilişkin ve (borsadaki alım-satım işlemlerinin etkin bir biçimde yürütülmesini sağlayacak sair esaslar) Sermaye Piyasası Kurulu'nca çıkarılacak yönetmelikte gösterilir.

(iv) Borsa'da işlem gören menkul kıymetlerin (borsa kotuna alınması) konusundaki yönetmelik ise Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanır, Bakanlığın önermesi üzerine Bakanlar Kurulu'nca yürürlüğe konulur.

(v) Yine, borsaya üye olabilmek için aranacak şart ve nitelikler, bu üyelerin borsa faaliyet türleri ile bu faaliyetlerinde uyacakları kurallara ait yönetmelik Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanır, Bakanlığın önerisi üzerine Bakanlar Kurulu'nca kararlaştırılarak yürürlüğe konulur.

(vi) Kamu menkul kıymetlerinin kotasyonu için ise Yönetmelik yapılmaz, Yasa hükmüne göre, "Bakanlık emriyle" kotasyon yapılır.

(vii) Borsa işlemleri sırasında kasıtlı olarak ilgililere borsa üyelerince verilebilecek zararlara karşılık olarak yatırılması öngörülmüş olan (teminatın miktarı ile bu teminatlardan ödeme yapılmasının esasları) Sermaye Piyasası Kurulu'nca çıkarılacak bir yönetmelikte gösterilir.

(viii) Borsa binası, kiralanması, donanımına ilişkin harcamaların finansmanına ilişkin (esaslar) Bakanlıkça kararlaştırılır.

(ix) KHK/91’de gösterilen borsanın gelir kalemlerinin miktar ve oranları, bunların tahsil zaman ve şekilleri Borsa Yönetim Kurulu’nca belirlenir ve bu kurallar Sermaye Piyasası Kurulu’nun onayı ile yürürlüğe girer.

Görüldüğü üzere, çok sayıda (9 adet) yönetmelik, çok sayıda merci arasında farklı biçimde hazırlanma prosedürüne tâbi tutulmuştur. Yönetmeliklere ilişkin olarak yapılan bu “dağıtım”da, yönetmelik konularının zaman zaman tedahül ettiği bir içerik karmaşası ile de karşılaşmıştır. Örneğin borsa kotuna alma keyfiyeti Bakanlar Kurulu’nca onaylanan yönetmelikte yer alırken borsa kotundan çıkarılma sâdece Sermaye Piyasası Kurulu’nca yürürlüğe konulan yönetmeliğe bırakılmış; kota giriş Bakanlar Kurulu yetkisindeyken, Yasa’ya hüküm konularak, kamu menkul kıymetlerinin kota girmesine karar verilmesi yetkisi, sâdece bir Bakanlığın tâlimatına bırakılmıştır. Bu tür sorunların çözülmesi için, zamanın Sermaye Piyasası Kurulu’nun önerisi üzerine yönetmelik hazırlamadaki en üst merci olan Bakanlar Kurulu’nca yönetmelikler birleştirilerek tek metin hâlinde çıkarılmıştır. Uygulamada (Genel Yönetmelik) denilen (Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik) bu şekilde birden çok menkul kıymetler borsası kurulması hâlinde, bu borsalara ilişkin esasları tespit etmiştir. Ancak, Genel Yönetmelik, bir bütün olarak bazı sorunların aşılmasına imkân vermiş olsa da, kamuya oldukça bağımlı bir modelin oluşmasına da yardımcı olmuş, bu şekilde kamu hâkimiyetini sağlayan hükümlerden bürokrasi vazgeçmek istememiştir.

Genel Yönetmelik konusunda, aşağıda yapılacak değerlendirmelerde, günümüz borsaları için öngörülmemesi gereken hükümlerden ayrıca söz edilecektir.

iv. Denetim

KHK/91, “menkul kıymetler borsasının, her türlü işlem, hesap, kayıt ve defterleri, Maliye Bakanlığı denetim elemanlarınca, her hâlükârda denetlenebilir” hükmünü koymuştur. Mevcut vergi denetimi veya Bakanlık denetim elemanlarının denetiminin, işlem denetimi anlamında özel bilgi isteyen bu tür bir denetimi yapmaları imkânı varsayılrsa dahi, uygulamada pek etkin olmayabileceği düşünülebilir.

Diğer taraftan, yine KHK/91’e göre, borsaların Sermaye Piyasası Kurulu’nun (gözetim ve denetimi altında) olduğu hususuna yukarıda değinilmişti. Günümüzde büyük ticarî kuruluşların bağımsız denetim kavramı içinde denetlendikleri ve mâlî tablolar arasındaki tutarlılığın incelendiği düşünülerek, yeni denetim tekniklerinin uygulama alanına sokulması daha uygun olacaktır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun, daha çok erken uyarı sistemi içinde gözetim kavramına ağırlık vererek, yeni araştırmalarla Borsa’yı desteklemesi ve ekonomik ve parasal boyutlarda denetleme konusunda görevlendirilmesi daha olumlu sonuçlar verebilir.

d) Genel Yönetmelik

Menkul kıymetler borsalarına ilişkin KHK/91 tarafından öngörülen yönetmeliklerin tek metin hâlinde hazırlanmasının nedenlerine yukarıda değinilmişti.

Bazı ufak tefek değişikliklere uğramış olsa dahi, 1984 tarihli 84/9581 sayılı Bakanlar Kurulu Kararnamesiyle yürürlüğe konulmuş Genel Yönetmeliğin, hazırlanış tarihindeki bütünlüğünü ve o günlerin ihtiyaçlarının yansıttığı açıktır. Günümüzde Genel Yönetmeliğe gereksinim olmayabileceği, bazı hükümlerin İMKB Yönetmeliğine alınmasıyla yetinilebileceği düşünülebilir.

i. Organlar ve Yetkileri

Genel Yönetmelik, KHK/91'e paralel olarak Borsa organlarının:

- Genel Kurul
- Yönetim Kurulu
- Yönetim Kurulu Başkanı
- ve Denetim Kurulu

... olarak belirlenmiş ve düzenlenmiştir.

Borsa, hâlen ne anonim şirket ne de dernek statüsünde olup, bir Yasa'nın verdiği yetkiye dayanılarak kurulmuş bir kamu tüzel kişisi (bir kurum) olduğu hâlde, anonim şirket veya derneklerle ilgili yasalara paralel bir yapılaşma içindedir.

Gerek anonim şirketler, gerek dernekler bir "üye demokrasisi" içinde genel kurullarında üyelerinin nihaî oylarıyla, nihaî kararlarını alabilmekte ve kararları tüzel kişilik olarak icra edebilmektedirler. Borsa'ya gelince;

- genel kurul
- yönetim kurulu
- ve yönetim kurulu başkanı

... hakkındaki düzenlemeler farklılık göstermektedir. Yapılan düzenleme, kamunun bir borsanın tahammül etmemesi gereken "dayanılmaz baskı"sını getirmiştir. Sözü edilen üç organa kısaca değinmekte yarar olacaktır.

ii. Genel Kurul

KHK/91 ve Genel Yönetmeliğe göre, Borsa genel kurulu, borsanın üst karar organıdır. Yönetmelik, genel kurulun görevlerini teker teker saymış ve toplanma ve genel kurul gündemi anonim şirketlere paralel hükümlerle düzenlenmiştir

iii. Borsa Yönetim Kurulu ve Başkanlık

Borsa yönetim kurulu, hâlen genel kurulca seçilen 4 yönetim kurulu üyesi ile üçlü kararname aracılığıyla atanan bir başkandan meydana gelmektedir.

Yönetim kurulunun görev ve yetkileri Genel Yönetmelik'te belirlenmiştir. KHK/91'deki ifade ile, borsa, "yönetim kurulunca alınan kararlar çerçevesinde yönetim kurulu başkanı tarafından idare ve temsil olunur."

e) Mevcut Borsa Üyelerinin Borsa Malvarlığı İle İlişkileri

Sermaye Piyasası Kanunu'nda, borsaların, "özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilâtlanan" bir piyasa olduğu ifade edilir. "Özel kanun" ise KHK/91'dir. KHK/91, borsa üyelerinin tespitini, (Menkul kıymetler üzerinde borsada işlem yapmalarına SPKu.nca izin verilen gerçek ve tüzel kişiler) olarak yapmıştır. Yine KHK/91, üyelik şartlarının belirlenmesini, nihaî olarak Bakanlar Kurulu'na bırakmıştır. . İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 2007 Yılı Hesap ve İşlemlerini İncelemekle Görevli Türkiye Büyük Millet Meclisi Kamu İktisadi Teşebbüsleri Komisyonu Alt Komisyon Raporu'nda

S.14 de”İMKB, tahsis edilmiş bir sermayesi bulunmayan ve tüzel kişiliği haiz bir kamu kuruluşu olarak kurulmuş olup, kuruluş aşaması giderlerini, üyelere tahsis edilen üyelik giriş aidatı gelirleri ile karşılamış, varlıklarını da daha sonra elde ettiği gelir gider louslu farkları ile edinmiştir”.... ifadesine yer vermiştir.

Bakanlar Kurulu, 84/8581 sayılı Kararnamesine eklediği (Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik) -ki buna kısaca Genel Yönetmelik denildiği yukarıda belirtilmişti- Resmî Gazete’nin 06.10.1984 tarihli nüshasında yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Genel Yönetmelik’in 7nci maddesinde, borsa üyeleri, kısaca, (yatırım ve kalkınma bankaları), (Bankalar “Bankacılık” Kanunu’na göre Türkiye’de faaliyette bulunan bankalar) ve (eski borsa komisyoncuları) olarak belirlenmişti. Bilâhare, borsa komisyoncuları borsa üyeliğinden çıkarılmıştır. Hâlen, kısaca ifade edilirse, bankalar ve aracı kurumlar borsa üyeleridir.

Görüldüğü üzere, Yasa’ya dayanılarak, borsa üyeleri kamu tarafından belirlenmiş ve bu kategorilerden yararlanmak isteyen üye adayları, başvuruları üzerine, şartları varsa, borsada işlem yapabilme imkânına kavuşturulmuşlardır. Mevcut yasal düzende, borsa üyeleri, örnek olarak, mahalle pazarında, belediyeye, öngörölmüş bedel veya kira tutarında bir miktar para ödeyerek tezgâh açma yetkisi verilen manavlardan farklı bir hukukî düzen içinde değildirlir. Zaman zaman, pazarın üstünü kapatan tente veya çatıdaki hasarın giderilerek yağmurdan korunmak için aralarında para toplayarak tâmirat yaptıran pazarcıların, pazar üzerinde herhangi bir hakları olamayacağı gibi, borsa üyelerinin (aidat) veya (mükerrer aidat) gibi, para kazanmalarını sağlayıcı düzenin devamı ve ticarî faaliyetlerinin daha verimli olması açısından, kamuca öngörölmüş ufak meblâğları ödemeleri de, borsa üyelerine farklı bir hak veremez.

Mevzuatın kamu borsasında, genel kurulu teşkil etme ve YK üyeliği yapma imkânı verdiği tüzel kişilerin, kamu parasından oluşan bütçeyi yönetme veya oylama konusunda kendilerine kamunun tanıdığı imkânların Borsa’nın mal varlığı üzerinde bir etki yaratmadığı düşünülebilir; zira “borsa pazarı”, kendisine kamunun tanıdığı bir imtiyaz sonucu gelir elde etmektedir ve gelirin neredeyse tamamı bu “kamusal imtiyaz” dolayısıyla oluşmaktadır.

İdare Hukuku Prof. Dr. Sait Güran’a göre; **Şu anda kamu tüzel kişisi olan İMKB’nın elindeki arsası, binası, optik kabloları, software (programlar) gibi taşınır ve taşınmaz “hizmete özgölenmiş” malları, kamu malıdır ve bunlar, edinilmek bakımından, ister Hazine’den tahsisli, ister kendi Bütçesindeki gelir kalemlerinden edinilmiş, hatta ister birileri tarafından bağışlanmış olsun, “İMKB tüzel kişisinin mal varlığını oluşturan ” kamu mallardır.**

f) Kamuya “Hâsılat Payı” Verilmesi

5018 Sayılı Kamu Mâlî Yönetimi ve Kontrol Kanunu, (kalkınma plânları ve programlarda yer alan politika ve hedefler doğrultusunda, KAMU KAYNAKLARININ etkili, ekonomik ve verimli bir şekilde elde edilmesi ve kullanılmasını, hesap verebilirliği ve mâlî saydamlığı sağlamak üzere, KAMU MÂLÎ YÖNETİMİNİN yapısını ve işleyişini, kamu bütçelerinin hazırlanmasını, uygulanmasını, tüm mâlî işlemlerin muhasebeleştirilmesini, raporlanmasını ve mâlî kontrolü düzenleme) amacıyla çıkarılmıştır.

Amaç, esas itibariyle kamu kaynaklarının etkili kullanımını sağlamaktan ibarettir. Ayrıca Yasa’nın kapsamı (kamu idareleri), (sosyal güvenlik kurumları) ve (mahallî idareler)den oluşan genel yönetim kapsamındaki kamu idarelerinin mâlî yönetim ve kontrolüne ilişkindir.

Yasa'nın 78 inci maddesinin 2nci fıkrası, 2005 yılında 5436 sayılı Kanunla değiştirilmiş ve kurumlardan alınacak bir fark, bir fazlalık kapsamına İMKB de sokulmuştur. Fıkarda "düzenleyici ve denetleyici kurumların üçer aylık dönemler itibâriyle oluşacak gelir fazlaları, her üç ayda bir, izleyen ayın onbeşine kadar genel bütçeye aktarılır. Bu fıkra hükmü İMKB hakkında da uygulanır ..." düzenlemesi mevcuttur.

Modern teknolojinin her gün değiştiği ve yenilediği bir ortamda, İMKB'nin yeni yatırımlarla, Dünya'daki gelişmeleri tâkip etmesi zorunluluğu açısından devamlı yatırım yapma durumunda bulunma zarureti varken, borsa fonlarının kamuya nakledilmesine ilişkin Kanun'da İMKB'nin yer alması doğru bulunmamıştır. Bu durumda, özel bir yasa ile özel hukuk tüzel kişisi olan bir anonim şirket hâlinde taazzuv etmesi durumunda, Borsa Kanunu ile 5018 sayılı Yasa'nın 78/2 nci fıkrasında İMKB'ye yapılan atfın çıkarılması uygun olacaktır. Zira bu hüküm, düzenleyici ve denetleyici kurumlar için getirilen gelir – gider farklarının bütçeye aktarılması hükümlerine İMKB'nin de dahil edilmesi hükmüdür. Yetmemesi halinde bütçeden kaynak alabilen kurumlar için getirilen bu hükmün, bu imkanı bulunmayan İMKB'ye de getirilmesinin özellikle İMKB'nin kendi bütçesini yapma yetkisi ve anlamı ile çeliştiği açıktır.

g) Kamu Kurumu Niteliğinde Meslek Kuruluşu Kavramı

İMKB'nin "meslek teşekkülü" veya "meslek kuruluşu" kavramı çerçevesinde değerlendirilmesi görüşü ileri sürülebilmektedir. Kanımızca bu görüş Anayasa'nın 135inci maddesine uymamaktadır. Zira söz konusu 135inci madde, kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşu adını verdiği yapılanmanın tanımını vermiştir. Bu tanıma göre meslek kuruluşunda önem taşıyan husus, belli bir mesleğe mensup olanların müşterek ihtiyaçlarını karşılamak, mesleki faaliyetlerini kolaylaştırmaktır ve bu, "meslek odaklı" bir örgütlenmedir. 5174 sayılı Yasanın 4. Maddesindeki 'oda' tanımı,, Anayass'nın öngördüğü durumla tam bir uyum arz etmektedir. Buna karşılık, Yasanın 28. Maddesinde, yasa koyucu tarafından, "Borsaya dahil maddelerin alım satımı ve borsada oluşan fiyatların tespit, tescil ve ilanı işleriyle meşgul olmak" işlevi verilen "faaliyet odaklı" ticaret borsaları ile KHK 91'de ifade edilen amacın yüklendiği İMKB tüzel kişisi, Anayasa 135 deki mesleki kamu kurumu özelliğini kısmen sağlamaktadır. Nitekim, 5174 sayılı yasada ticaret odaları bakımından kamu tüzel kişiliğine sahip "kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşu" sözcükleri kullanılırken, 28. maddede ticaret borsaları ve KHK/91 3. Maddesinde İMKB için "kamu tüzel kişiliğine sahip kurumlardır" ifadesi ile yetinilmiştir. Ayrıca Anayasa'nın 135. maddesine göre bir kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşunda, meslek kuruluşunun organ seçimlerinde önemli bir nokta mevcuttur. Bu nokta ise organ seçimlerinin (yargı gözetimi altında) ve (gizli) olarak yapılması zorunluluğudur. İMKB kendi mevzuatında böyle bir durum yoktur; yönetim kurulu seçimleri uygulamada genel kurulda ve yargı gözetimine tâbi olmaksızın yapılmaktadır. Yine 135. madde hükmüne göre, meslek kuruluşları üzerinde Devlet'in idari ve mali denetimine ilişkin kurallar kanunla düzenlenir. Oysa İMKB'de bu denetime ilişkin kuralların büyük bir bölümü kanunla değil, genel yönetmelik olarak ifade edilen Bakanlar Kurulu Kararnamesi'nde belirlenmiştir.¹ Ayrıca, mevzuatımızda, (kamu kurumu) ve (kamu kuruluşu) kavramlarının bir tanımına da rastlanamamıştır. Ancak, bu kurum ve kuruluşların bir listesinin bütçe kanunlarına eklendiği bilinmektedir; tespitimize göre İMKB bu listelerde de yer almamaktadır.

¹ Anayasa Mahkemesi Kararı (18.05.2011 tarih ve E.2008/80 – K:2011/81 sayılı karar), Resmi Gazete, 15.12.2011, sayfa 163

Bununla beraber, 5174 sayılı yasadaki “borsa” tanımı dikkate alındığında, borsaların, kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşları ile bazı özellikleri paylaştıkları yukarıda belirtmiştik. Bu cümleden olmak üzere, bu ortak özellikler, Anayasa madde 135’teki, “mesleğin genel menfaatlere uygun olarak gelişmesini sağlamak, meslek mensuplarının birbirleri ile ve halk ile olan ilişkilerinde dürüstlüğü ve güveni hâkim kılmak üzere meslek disiplini ve ahlâkını korumak maksadı ile kanunla kurulan ve organları kendi üyeleri tarafından kanunda gösterilen usullere göre yargı gözetimi altında, gizli oyla seçilen kamu tüzelkişilikleridir” noktalarında, borsalarda da görülmektedir. Ayrıca, 5174 sayılı yasanın 81 ve müteakip maddelerinde, organların seçimine ilişkin esaslarda, Anayasa 135’teki prensipler izlenmiş ve odalar ve birlikler ile borsalar aynı müşterek hükümlere tabi tutulmuştur.

Bu başlık altında, ayrıca, altını çizerek belirtmek gerekir ki, ticaret ve sanayi odaları, barolar ve kamu kurumu niteliğindeki diğer kuruluşlar gibi, borsalar da, “korporatif” yapılı tüzel kişilerdir. Korporatif yapı gösteren kamu tüzel kişilerinin, bariz ve ayırıcı özellikliği, mensuplarının ve ilgililerinin bir araya gelmesinden teşekkül etmeleri, organlarını kendi aralarından ve kendileri seçmeleri ve kendi kendilerini yönetmeleridir.

D) Mevcut Yasal Yapıyı Değerlendirme

İdare hukukçularına göre yukarıda belirtilen hususlar çerçevesinde, özetle **“91 no’lu Kanun Hükmünde Kararname, 3. maddesinde, menkul kıymetler borsalarının, yönetsel yapısını, “tüzel kişiliği haiz kamu kurumları” yazılımı ile tanımlamıştır. Bu durumda, İdare Hukuku ve TC İdare Teşkilâtı kurgusu ve kavramları karşısında, İMKB, organik olarak, “SPK’nın idarî vesayet denetimine tâbi olan bir kamu tüzel kişisi”dir; TC İdaresi’nin bir parçasıdır. Bir kamu tüzel kişisi olan İMKB’nin bütün malvarlığı kamu malıdır.**

İMKB, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) odaklı bir bütünün içinde konuşlanmıştır. Daha açık deyişle, yukarıdaki farklı işlevlerin yerine getirilmesinde, özellikle Anayasa madde 167 kaynaklı kamu gücü özellikli yetkilerin kullanılmasında ve işlemlerin yapılmasında, “hakim” konumdaki kuruluş SPK’dır.²

İMKB’nin bir kamu kurumu olarak kabulünden hareketle, yeni yasa hükümleri ile Borsa’ya yön verilmesi mümkün olabilecektir. Gerçekten, KHK/91’de İMKB için (tüzel kişiliği haiz kamu kurumu) denilmektedir. KHK/91 ile Genel Yönetmelik arasında da fark gözlenmektedir. Örneğin Genel Yönetmelikte İMKB Başkanı’nın kamu tarafından seçilmesi hükmü getirilmişse de, KHK’da böyle bir hüküm bulunmamaktadır. Yönetime verilmesi düşünülen biçime göre, Yasa’ya hükümler konulması mümkündür. Raporda, Borsa üyeleri ile yapılan görüşmelerden elde edilen ve güven unsurunu öne çıkaran görüşler dâhil, çeşitli dengeler gözetilerek, borsa yönetimi için düzenlemeler teklif edilmiş bulunmaktadır.

² İd.Sf.158

2) İMKB'NİN TÜRK EKONOMİSİ İÇİN ÖNEMİ

A) Tarihçe

Osmanlı İmparatorluğu'nda Kırım Savaşı'ndan sonra devletin iç ve dış borçlanma tahvilleri ve şirketlerin pay senetlerinin alım satımı ile ilgilenen bir azınlığın faaliyetleri "Borsa" adı altında sürdürülmüş ve daha sonra 1866 tarihli bir düzenlemeyle "Der Saadet Tahvilat Borsası" (DSTB) kurulmuştur. Bu borsada hem yabancı ve özel şirketlere ilişkin tahvil ve hisse senetlerine hem de imparatorluk tahvillerine ilişkin işlemler gerçekleştirilmiştir. DSTB'de gerçekleştirilen işlemler önemli boyutlara ulaşmış dönemin Avrupa'nın en önemli borsalarında birisi olmuştur. Daha sonra 1906 yılında adı; "Esham ve Tahvilat Borsası" olarak değiştirilmiştir.

1. Dünya Savaşı döneminde kapanan borsanın 1929 yılında çıkarılan 1447 sayılı kanunla faaliyetleri yeniden düzenlenmiş ve "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası" adını almıştır. Daha sonra 1938 yılında düzenlenen bir kararnameyle "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adıyla Ankara'da faaliyet göstermeye başlamış, ancak işlem hacminin düşük olması yüzünden 1941 yılında tekrar İstanbul'a taşınmıştır.

1980 sonrası çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ve 1983 yılında çıkarılan "Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname"yle yeni borsanın kurulup faaliyete geçmesi kararlaştırılmıştır. 1984 yılında "Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında" yönetmelik yayınlanmış, 1985 yılında çıkarılan bir kararnameyle borsa başkanı tayin edilmiş, aynı yıl yapılan ilk borsa üyeleri genel kurulu toplantısında, yönetim kurulu seçilmiş, Borsa yönetmeliği kabul edilip Resmi Gazete'de yayınlanmış ve "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası" 1986 yılı başından itibaren faaliyetlerine başlamıştır.

İMKB'nin bugünlere gelmesindeki temel gelişmeleri özet olarak aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış,
- 1982 yılında "Sermaye Piyasası Kurulu" (SPK) oluşturulmuş,
- 1983 yılında 18183 sayılı KHK ile "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası" oluşturulmuş,
- 1985 yılının son günlerinde İMKB faaliyete başlamış,
- 1988 yılında döviz ve efektif piyasaları kurulmuş,
- 1989 yılında "konvertibiliteye geçiş" hakkındaki 32 sayılı kanun hükmünde kararname yürürlüğe girmiş,
- 1989 yılında döviz karşılığı altın piyasası kurulmuş,
- 1991 yılında İMKB bünyesinde tahvil ve bono piyasası faaliyete başlamış,
- 1992 yılında uluslar arası borsa federasyonuna üye olunarak uluslararası borsa olma niteliği kazanmış,
- 1993 yılında İMKB bünyesinde Repo-Ters Repo piyasası faaliyete geçirilmiş,
- 1993 yılında 50 şirketle bilgisayarlı alım-satım işlemleri başlamış,
- 1994 yılında iki seans uygulamasına geçilmiş,
- 1994 yılında hisse senetlerinin tümünün bilgisayar ortamında alım satımına başlanmış,
- 1996 yılında Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası kurulmuş,
- 1999 yılında müşteri ismine saklama sistemine geçilmiş,
- 1999 yılında Hisse Senetleri Piyasası ile Tahvil ve Bono Piyasasında gerçekleşen işlemlere ait dökümlerin internet aracılığı ile üye ofislere elektronik ortamda iletmeye başlanmış,

- 1999 yılında Tahvil ve Bono Piyasası yeni alım-satım yazılım sistemi devreye girmiş,
- 2000 yılında DİBS piyasa yapıcılığı sistemine geçilmiş,
- 2000 yılında Hisse Senetleri Piyasası Uzaktan Erişim Projesi kapsamında üyelerin merkez ofislerinden İMKB Hisse senedi alım-satım sistemine emir iletimine başlanmış,
- 2001 yılında Hisse Senetleri Piyasası Uzaktan Erişim Projesi kapsamında kademeli olarak uzaktan emir iletimi, Ex-API' ye geçiş başlamış,
- 2002 yılında işlem sıraları kapatılan hisse senetleri Borsa dışında işlem görmeye başlamış,
- 2003 yılında Bölgesel Pazar ve Yeni Şirketler Pazar isimleri, İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazar olarak değiştirilmiş,
- 2004 yılında Borsa Yatırım Fonu Pazarı kurulmuş,
- 2005 yılında Borsa Yatırım Fonları, Hisse Senedi Piyasası Fon Pazarı'nda işlem görmeye başlamış,
- 2007 yılında Hisse Senetleri Piyasası'nda açılış seansı uygulaması başlamış,
- 2007 yılında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuş,
- 2009 yılında Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) oluşturulmuş,
- 2009 yılında Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği yayınlanmış,
- 2010 yılında Halka Arz Seferberliği başlatılmış,
- 2010 yılında Hisse Senetleri Piyasası'nda Piyasa Yapıcılığı sürekli müzayedede işlem yöntemi başlatılmış,
- 2010 yılında Hisse Senetleri Piyasası'nda A, B, C grubu sınıflandırmaları yapılmış,
- 2010 yılında fiyat adımları küçültülerek emir iptali koşulsuz olarak serbest bırakılmıştır.

B) 2011 Yılında Türkiye'de Finansal Sistem

Türk finans sektörünün yapısı aşağıda Tablo 1'de 2010 yılı sonu itibarıyla değerlendirilmiştir. Tablodan da izlenebileceği gibi, sektörün toplam aktif büyüklüğü, bir önceki yıla göre % 21,3 oranında artarak 1.140 milyar TL'ye ve ABD Doları bazında da % 18,1 oranında artarak 737 milyar ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. 2008 yılında % 86,7 olan finans sektörünün aktif büyüklüğünün GSYH'ya oranı, 2009 yılında % 98,7'ye ve 2010 yılında % 103,3'e yükselmiştir. Mevduat bankalarının finans sektörü içindeki payının 0,5 puan azalarak yüzde 81,8'e gerilemesiyle, bankacılık sektörünün finans sektörü içindeki payı 0,4 puan azalarak yüzde 88,3'e inmiştir. Toplam aktif büyüklüğü TL bazında yüzde 224,4 oranında artan yatırım ortaklıklarının sektör içindeki payı 2010 yılında bir önceki yıla göre 1 puan artarak yüzde 1,6'ya yükselmiştir.

TABLO 1: FİNANS SEKTÖRÜNÜN AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ (2010)

	MİLYON TL	MİLYON ABD DOLARI	SEKTÖR PAYI (%)	GSYH 'YA ORAN (%)	KURULUŞ SAYISI
Bankalar	1.006.671	651.146	88,3	91,2	49
Mevduat Bankaları	932.371	603.086	81,8	84,5	32
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	30.962	20.027	2,7	2,8	13
Katılım Bankaları	43.339	28.033	3,8	3,9	4
Sigorta ve Emeklilik	36.786	23.795	3,2	3,3	63
Hayat Dışı	14.321	9.264	1,3	1,3	38
Hayat-Bireysel Emeklilik	20.844	13.482	1,8	1,9	24
Reasürans	1.621	1.049	0,1	0,1	1
Finansal Kiralama Şirketleri	15.794	10.216	1,4	1,4	35
Faktoring Şirketleri	14.543	9.407	1,3	1,3	76
Tüketici Finansman Şirketleri	6.047	3.911	0,5	0,5	11
Varlık Yönetim Şirketleri	658	425	0,1	0,1	6
Yetkili Müesseseler (1)	585	378	0,1	0,1	755
İkrazatçılık (2)	364	236	0,0	0,0	25
Aracı Kurumlar	7.474	4.835	0,7	0,7	103
Yatırım Ortaklıkları	18.183	11.761	1,6	1,6	54
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	17.246	11.155	1,5	1,6	21
Yatırım Fonları	33.220	21.488	2,9	3,0	486
A tipi	1.542	997	0,1	0,1	132
B tipi	31.678	20.490	2,8	2,9	354
Toplam (3)	1.140.326	737.172	100,0	103,3	883

KAYNAK: 2012 yılı Program, 30.10.2011 tarihli Resmi Gazete, BDDK, SPK, Hazine Müsteşarlığı, TSPAKB, Emeklilik Gözetim Merkezi

(1) Aktif büyüklüğü olarak 2010 yılı toplam ödenmiş sermaye değeri verilebilmektedir.

(2) Aktif büyüklüğü olarak toplam işlem hacmi verilebilmektedir.

(3) Yetkili müessese ve ikrazatçılar hariç kuruluş sayısı verilmektedir.

C) Finansal Sistem İçinde Sermaye Piyasası ve İMKB

Türk finansal sistemi içinde bankacılık, dominant konumunu korumakta ve sermaye piyasasının rolü küçük boyutlarda kalmaktadır. Kurulduğundan bu güne kadar İMKB önemli bir gelişme göstermiş ve bugün sahip olduğu konuma gelmiştir. Yatırımcılara sunduğu hizmetler, sahip olduğu piyasalar ve ürünlerle İMKB ülkemiz ekonomisi ve finansal sistemi içerisinde önemli bir yere sahiptir. İMKB'nin bünyesinde yer alan Hisse Senetleri Piyasası, Gelişen İşletmeler Piyasası, Tahvil ve Bono Piyasası ve Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası'nda Hisse Senetleri, Tahvil-Bono, Borsa Yatırım Fonları, Aracı Kuruluş Varantları işlem görmektedir.

Raporda İMKB'nin göstermiş olduğu gelişmeyi ortaya koyabilmek için, önce Borsa'nın ülke ekonomisi ve finansal sistemi içindeki konumu irdelenecek, sonra ekonomik gelişmişlik düzeyi ülkemize benzeyen ülke borsaları ile karşılaştırarak bir değerlendirmeye tabi tutulacaktır. Bunu İMKB'nin bir borsa olarak kendinden beklenen fonksiyonları ne ölçüde gerçekleştirdiği konusunda bir değerlendirme izleyecektir. Son olarak gelişmiş borsalarda bulunması gereken özelliklere İMKB'nin ne ölçüde sahip olduğunun belirlenmesine yönelik bir inceleme yer alacaktır.

Ekonomik istikrar ve sürdürülebilir bir büyüme için etkin bir finansal sistem son derece önemlidir. Serbest piyasa ekonomisine dayalı liberal finansal sistemlerin etkinliğinde en önemli unsurlar piyasalardır. Bu bölümde Türk finans sistemi içinde İMKB'nin rolü ve bu anlamda yıllar itibariyle gözlenen gelişmeler irdelenecektir.

Aşağıda Tablo 2'de Türk Sermaye Piyasaları'na ilişkin temel göstergeler 2008-2011(06) dönemi itibariyle yer almaktadır.

TABLO 2: SERMAYE PİYASALARINA İLİŞKİN GÖSTERGELER

	2008	2009	2010	2011-06
Kurul Kayıtdaki Şirketler (Adet)	570	548	566	580
İMKB Şirketleri (Adet)	323	322	344	361
Borsa Dışı Kurul Kayıtdaki Şirketler (Adet)	247	226	222	219
Piyasa Değeri (Halka Açık Kısım, Milyon TL)	61.581	124.320	165.727	165.294
Yabancı Payı (Halka Açık Kısım, Yüzde)	67,46	67,29	66,18	62,22
Piyasa Kapitalizasyonu (Milyon TL)	182.025	350.761	472.553	470.138
Piyasa Kapitalizasyonu/GSYH (Yüzde)	19,15	36,82	42,81	39,13
Aracı Kuruluşlar (Adet)	145	144	144	142
Aracı Kurumlar (Adet)	104	103	103	102
Bankalar (Adet)	41	41	41	40
Menkul Kıymet Yatırım Fonları (Adet)	340	316	486	543
Net Aktif Değer (Milyon TL)	23.979	29.608	33.220	33.157
Bireysel Emeklilik Fonları (Adet)	121	130	140	147
Şirket Sayısı (Adet)	12	13	13	13
Fon Katılımcı Sayısı (Adet)	1.933.266	2.203.886	2.534.840	2.772.223
Net Aktif Değer (Milyon TL)	6.373	9.097	12.012	13.378
Yabancı Yatırım Fonları (Adet)	80	77	69	64
Net Aktif Değer (Milyon TL)	54	58	55	58
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (Adet)	34	33	31	29
Net Aktif Değer (Milyon TL)	553	712	750	730
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Adet)	14	14	21	23
Net Aktif Değer (Milyon TL)	4.269	4.740	17.246	19.124
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (Adet)	2	2	2	2
Net Aktif Değer (Milyon TL)	141	153	187	192
Portföy Yönetim Şirketleri (Adet)	23	23	28	29
Net Aktif Değer (Milyon TL)	30.738	39.952	46.889	40.247
Bağımsız Denetim Şirketleri (Adet)	97	95	92	93
Gayrimenkul Değerleme Şirketleri (Adet)	50	63	82	96
Derecelendirme Kuruluşları (Adet)	8	9	9	9

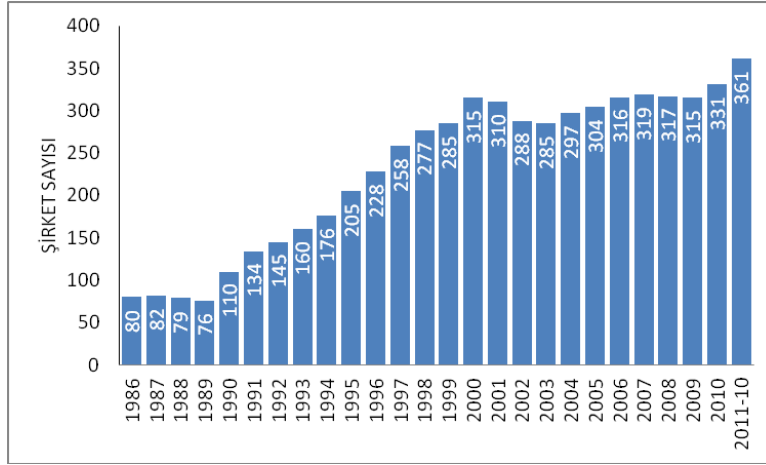
KAYNAK: SPK, Merkezi Kayıt Kuruluşu, TÜİK, İMKB, Emeklilik Gözetim Merkezi

a) İMKB'de Hisse Senedi İşlem Gören Şirket Sayısı

İMKB'de işlem gören şirket sayısı 1986 yılında 80 iken, 2011 yılında bu rakam 361'e çıkmıştır (Grafik 1 ve Tablo 3). Borsa'nın kuruluşunun ilk yıllarında bu rakamda hızlı bir artış olmasına karşın, daha sonraları şirket sayısında fazla artış olmamıştır. Özellikle 2000 yılına kadar gözlemlenen hızlı artışla 315 adetlik şirket sayısına ulaşılmış ancak daha sonraki dönemde bu sayıda önemli bir artış olmamıştır.

Borsada işlem gören şirket sayısına göre, İMKB gelişmekte olan piyasalar arasında 16. sırada yer almaktadır. Büyük sanayi kuruluşları arasında Türkiye'nin ilk 500 büyük şirketinin ancak 105'inin hisseleri, ikinci 500 büyük şirketlerin de 140'ının hisseleri halka açık durumdadır. Bir başka bakış

açısıyla ilk 500 büyük kuruluşun 395'i, ikinci 500 büyük kuruluşun da 465'i, toplamda ilk büyük 1.000 sanayi kuruluşundan 860 şirketin hisse senetleri borsada işlem görmemektedir³.



GRAFİK 1: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYISI

TABLO 3: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYISI

YILLAR	İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYISI (ADET)
1986	80
1987	82
1988	79
1989	76
1990	110
1991	134
1992	145
1993	160
1994	176
1995	205
1996	228
1997	258
1998	277
1999	285
2000	315
2001	310
2002	288
2003	285
2004	297
2005	304
2006	316
2007	319
2008	317
2009	315
2010	331
2011-10	361

KAYNAK: İMKB

³ <http://www.kobipostasi.net/2010/05/05/hedef-2023e-kadar-İMKBde-islem-goren-sirket-sayisini-1000e-cikarmak/>

Son yıllarda tüm sermaye piyasası kurumlarının katılımı ile başta halka arzların artırılması olmak üzere, yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, pazarların yeniden yapılandırılması, işlem sistemleri altyapısının yenilenmesi ve geliştirilmesi, yatırımcıların korunması ve kamunun aydınlatılması konuları olmak üzere birçok alanda çalışma başlatılmış ve kurumlar arasında etkin ve sürekli bir işbirliği tesis edilmeye çalışılmıştır. Bunun sonucu olarak 1990–1999 yılları arasında yılda ortalama 23 şirket halka açılırken, 2000–2009 yılları arasında bu rakam 9’a düşmüş olup, 2010 yılında rakam 22’ye ulaşmıştır. 2011 yılında ise 25 şirket halka açılmış olup, ayrıca halen halka arz süreci içerisinde çalışmaları devam eden adet başvurular bulunmaktadır. Son yıllarda gerçekleştirilen başarılı “Halka Arz Seferberliği” çalışmaları, ülke ekonomisinde sağlanan istikrar ile birleştiğinde sermaye piyasalarına ilgi artmış ve bunların sonucunda halka açık şirket sayısında önemli bir artış sağlanmıştır.

b) Borsada İşlem Gören Şirketlerin Toplam Değeri

Borsada işlem gören şirketlerin toplam değeri veya diğer bir deyişle piyasanın toplam değeri, borsalar için önemli bir göstergedir. İMKB’de piyasa değeri hisse senedi piyasasında kurulduğu yıl olan 1986’da nominal fiyatlarla 709.000 TL iken 2011 yılı altıncı ay itibarıyla 470.181.750.000 TL’ye ulaşmıştır (Tablo 4). Sabit fiyatlarla bakıldığında piyasa değeri 35.326.400 TL’den 245.602.669.200 TL’ye çıkmıştır (Tablo 4). Bu gelişme nominal fiyatlarla % 75’lik, sabit fiyatlarla da %45’lik bir artışı ifade etmektedir. Bu dönemde piyasa değerinin GSYH’ya oranı da % 1,03’den % 77,49’a çıkmıştır (Tablo 5 ve Grafik 2). Ancak piyasa değerindeki gelişme de şirket sayısında olduğu gibi 1999-2000 yıllarına kadar hızla artmış, 1999 yılında % 58,45 değerine ulaştıktan sonra izleyen yıllarda gerileme göstererek 2003 yılında % 16,08 değerine inmiştir. Ancak sonraki dönemde bir artış trendi ile sürekli gelişme göstererek Mayıs 2011 de % 77,49 gibi tarihinin en yüksek oranına ulaşmıştır.

TABLO 4: İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERE İLİŞKİN TEMEL BÜYÜKLÜKLER

YIL	NOMİNAL FİYATLARLA		SABİT FİYATLARLA, 1994=100 ve 2003=100**	
	TOPLAM NOMİNAL SERMAYE (MİLYON TL) (*)	TOPLAM PİYASA KAPİTALİZASYONU (MİLYON TL)	TOPLAM NOMİNAL SERMAYE (MİLYON TL)	TOPLAM PİYASA KAPİTALİZASYONU (MİLYON TL)
1986	0,29	0,71	14,63	35,33
1987	0,47	3,18	17,61	119,23
1988	0,84	2,05	18,50	45,03
1989	2,65	15,55	35,57	208,50
1990	10,04	55,24	88,34	486,19
1991	22,49	78,91	127,43	447,15
1992	31,85	84,81	111,33	296,46
1993	46,76	546,32	103,18	1.205,60
1994	97,20	836,12	97,20	836,12
1995	191,25	1.265,00	102,82	680,11
1996	361,32	3.275,04	110,43	1.000,93
1997	783,23	12.654,31	99,43	1.606,49
1998	1.669,96	10.611,82	137,43	873,33
1999	3.392,83	61.137,07	171,40	3.088,51
2000	6.866,82	46.692,37	261,49	1.778,08
2001	10.515,93	68.603,04	212,37	1.385,44
2002	13.176,82	56.370,25	203,38	870,07
2003	18.008,19	96.072,77	243,94	1.301,43
2004	25.186,44	132.555,53	299,70	1.577,33
2005	31.916,22	218.317,84	26.096,67	178.510,09
2006	40.925,55	230.037,68	29.990,88	168.575,17
2007	51.685,08	335.948,41	35.750,90	232.377,68
2008	63.299,59	182.024,74	40.501,37	116.466,02
2009	70.060,81	350.761,08	42.317,48	211.863,42
2010	81.805,81	472.552,58	45.384,64	262.165,09
2011-06	86.764,75	470.181,75	45.322,16	245.602,67

(*) Borsa Kotunda Bulunan Şirketlerin Toplam Nominal Sermayeleri. Toplam nominal sermaye, ilave kotasyon işlemleri henüz tamamlanmamış olan son sermaye artırım tutarlarını da içermektedir.

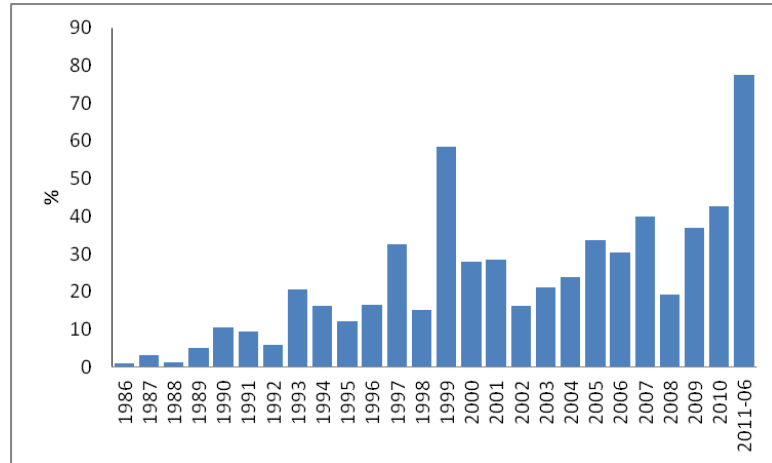
(**) Cari Değerler DİE Toptan Eşya Fiyat Endeksi (1994=100) ve TÜİK Üretici Fiyat Endeksi (2003=100) ile Deflate Edilmiştir.

KAYNAK: SPK

TABLO 5: GSYH'NİN % OLARAK PİYASA DEĞERİ

YIL	%
1986	1,03
1987	3,17
1988	1,18
1989	5,09
1990	10,45
1991	9,32
1992	5,77
1993	20,51
1994	16,08
1995	12,12
1996	16,49
1997	32,65
1998	15,12
1999	58,45
2000	28,02
2001	28,56
2002	16,08
2003	21,13
2004	23,71
2005	33,64
2006	30,33
2007	39,84
2008	19,15
2009	36,82
2010	42,76
2011-06	77,49

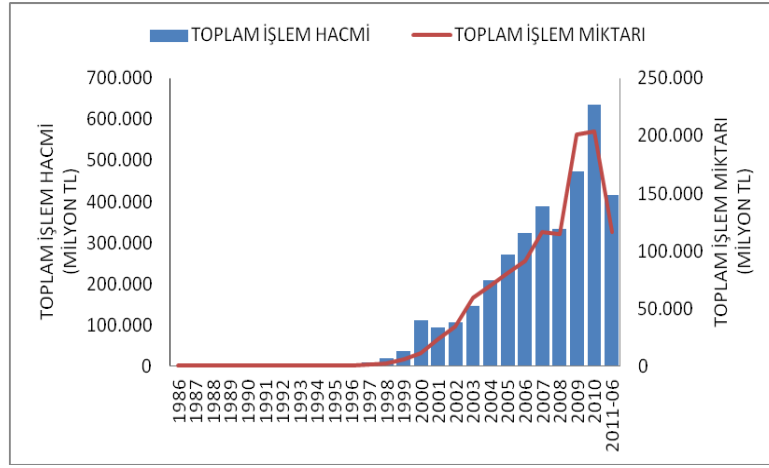
KAYNAK: SPK



GRAFİK 2: İMKB'DE GSYH'NİN % OLARAK PİYASA DEĞERİ

c) İşlem Hacmi

Ülkemiz finansal sistemi içerisinde İMKB önemli bir yer tutmaktadır. Özellikle gerçekleştirilen birinci ve ikinci el piyasa işlemlerinin en büyük kısmı İMKB üzerinden yapılmaktadır. Hisse senedi piyasasında kurulduğu yıl olan 1986'da nominal fiyatlarla 8.700 TL olan yıllık işlem hacmi, 2011 yılı ilk altı aylık verilerine göre 416.959.110.000 TL'ye ulaşmıştır (Tablo 6). Sabit fiyatlarla bakıldığında yıllık işlem hacmi 433.500 TL'den 2010 yılında 364.099.392.300 TL'ye çıkmıştır. Bu değer 2011 yılının ilk altı ayında ise 220.429.061.600 TL dir. (Tablo 7). İMKB'nin toplam işlem hacminin GSYH'ya oranı da % 0,01'den 2011 yılında % 68,72'ye çıkmıştır (Tablo 8). Bu gelişim sabit fiyatlar dikkate alındığında yıllık ortalama % 73'lük bir büyümeyi ifade etmektedir. Keza aynı şekilde işlem hacminin GSYH'ya oranı da söz konusu dönemde % 41,60'dan % 68,72'ye çıkmıştır.



GRAFİK 3: İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASI İŞLEM HACMİ VE İŞLEM MİKTARI

TABLE 6: İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASINA İLİŞKİN TEMEL GÖSTERGELER

YIL	İŞ GÜNÜ SAYISI	TOPLAM İŞLEM HACMİ (MİLYON TL)	TOPLAM İŞLEM MİKTARI (NOMİNAL MİLYON TL)	GÜNLÜK ORT. İŞLEM HACMİ (MİLYON TL)	GÜNLÜK ORT. İŞLEM MİKTARI (NOMİNAL MİLYON TL)	SÖZLEŞME SAYILARI (MİLYON ADET)
1986	247	0,01	0,00	0,00	0,00	-
1987	266	0,11	0,01	0,00	0,00	-
1988	253	0,15	0,03	0,00	0,00	0,11
1989	255	1,74	0,24	0,01	0,00	0,25
1990	247	15,31	1,53	0,06	0,01	0,75
1991	247	35,56	4,54	0,14	0,02	1,45
1992	251	56,40	10,30	0,22	0,04	1,68
1993	246	255,65	35,29	1,04	0,14	2,82
1994	253	651,79	100,09	2,58	0,40	5,29
1995	251	2.374,80	306,25	9,46	1,22	11,67
1996	247	3.039,63	390,92	12,31	1,58	12,45
1997	252	9.272,35	918,56	36,80	3,65	17,06
1998	248	18.096,86	2.242,53	72,97	9,04	21,58
1999	236	36.903,11	5.823,86	156,37	24,68	25,79
2000	246	111.340,97	11.075,69	452,61	45,02	32,43
2001	248	93.116,23	23.938,15	375,47	96,52	31,38
2002	252	106.302,35	33.933,25	421,83	134,66	28,97
2003	246	146.644,97	59.099,78	596,12	240,24	29,94
2004	250	208.422,95	69.614,65	833,69	278,46	41,51
2005	254	269.932,29	81.099,50	1.062,73	319,29	43,94
2006	248	324.131,34	91.634,55	1.306,98	369,49	45,49
2007	252	387.777,42	116.824,18	1.538,80	463,59	48,34
2008	251	332.604,69	114.793,16	1.325,12	457,34	45,94
2009	252	474.611,10	201.194,28	1.883,38	798,39	67,40
2010	250	635.664,40	204.082,25	2.542,66	816,33	81,46
2011-06	128	416.959,11	116.857,13	3.257,49	912,95	55,92

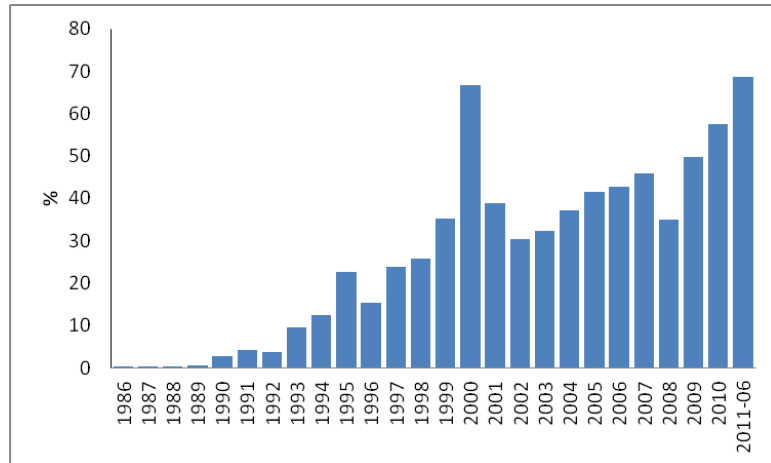
KAYNAK: SPK

TABLO 7: İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASINA İLİŞKİN TEMEL GÖSTERGELER (SABİT FİYATLARLA, 1994=100 VE 2003=100)*

YIL	TOPLAM İŞLEM HACMİ (MİLYON TL)	GÜNLÜK ORTALAMA İŞLEM HACMİ (MİLYON TL)	TOPLAM NOMİNAL SERMAYE (MİLYON TL)
1986	0,43	0,00	39,66
1987	3,95	0,01	60,47
1988	3,28	0,01	68,87
1989	23,27	0,09	90,18
1990	134,78	0,55	127,41
1991	201,49	0,82	183,06
1992	197,16	0,79	171,77
1993	564,17	2,29	157,31
1994	651,79	2,58	109,24
1995	1.276,77	5,09	120,32
1996	928,98	3,76	129,81
1997	1.507,30	5,98	115,44
1998	1.802,41	7,27	155,21
1999	2.239,17	9,49	191,62
2000	4.773,39	19,40	261,49
2001	2.469,26	9,96	212,37
2002	1.832,28	7,27	203,38
2003	2.023,39	8,23	243,94
2004	2.598,67	10,39	299,70
2005	222.505,04	876,00	26.096,67
2006	246.161,18	992,59	29.990,88
2007	274.896,85	1.090,86	35.750,90
2008	210.718,98	839,52	40.501,37
2009	294.184,27	1.167,40	42.317,48
2010	364.099,39	1.456,40	45.384,64
2011-06	220.429,06	1.722,09	45.322,16

(*) Borsa Kotunda Bulunan Şirketlerin Toplam Nominal Sermayeleri

KAYNAK: SPK



GRAFİK 4: GSYH'NİN %'Sİ OLARAK İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASI TOPLAM İŞLEM HACMİ

TABLO 8: GSYH'NİN %'Sİ OLARAK İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASI TOPLAM İŞLEM HACMI

YILLAR	%
1986	0,01
1987	0,10
1988	0,09
1989	0,57
1990	2,90
1991	4,20
1992	3,84
1993	9,60
1994	12,53
1995	22,76
1996	15,31
1997	23,92
1998	25,78
1999	35,28
2000	66,81
2001	38,76
2002	30,33
2003	32,25
2004	37,28
2005	41,60
2006	42,74
2007	45,99
2008	34,99
2009	49,82
2010	57,52
2011-06	68,72

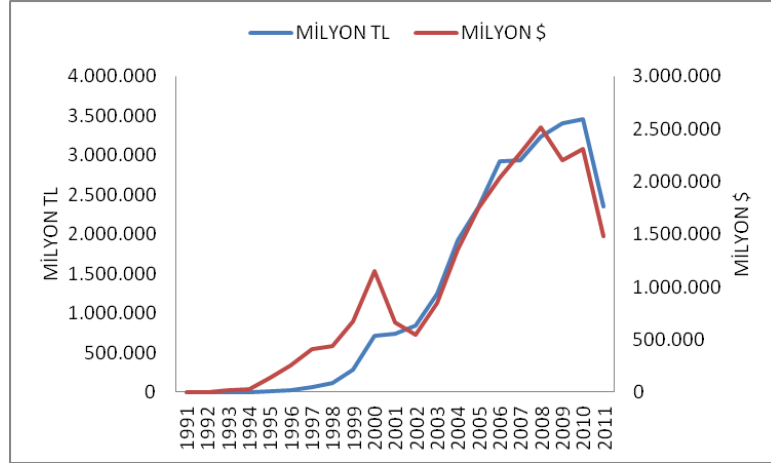
KAYNAK: SPK

d) İMKB'de Tahvil ve Bono Piyasası

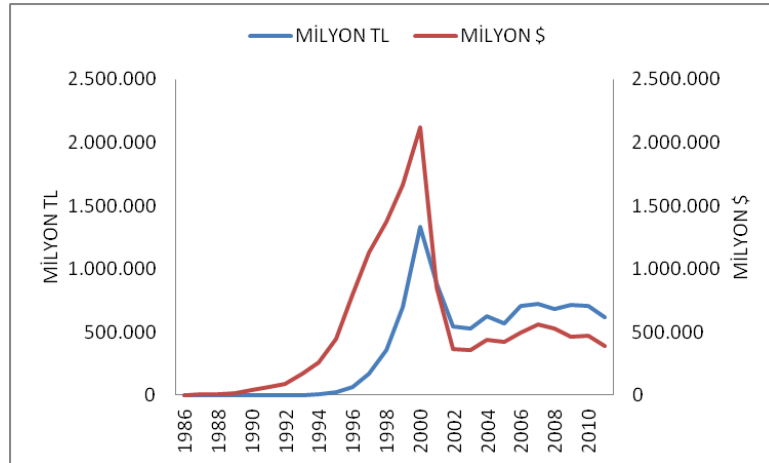
İMKB bünyesinde Tahvil ve Bono Kesin Alım ve Satım piyasası 17.06.1991 tarihinde kurulmuştur. Daha sonra 17.02.1993'de Repo-Ters Repo piyasası, 17.05.2010'da Nitelikli Yatırımcıya İhraç piyasası, 17.12.2010'da Menkul Kıymet Tercihli Repo piyasası ve 07.01.2011'de de Bankalararası Repo-Ters Repo piyasası faaliyete geçmiştir⁴. İşleme başladığı 1991 yılından itibaren İMKB Tahvil ve Bono Piyasası sürekli gelişme göstermiş ve gerek işlem hacmi gerek işlem sayısı olarak İMKB'nin bu alanda çok önemli bir konuma gelmesine imkan sağlamıştır. Özellikle işlem hacimlerinde 2002-2010 döneminde yaşanan hızlı yükseliş dikkat çekicidir (Grafik 5 ve Tablo 9). İMKB Tahvil ve Bono piyasası 2011 yılında yıllık 1.479 milyar dolarlık işlem hacmiyle dünyanın sayılı en büyük piyasaları arasına girmiştir. Tahvil ve Bono piyasasının gösterdiği bu gelişme Türk Tahvil ve Bonolarına kurumsal yabancı

⁴ www.imkb.gov.tr

yatırımcıların ilgisinin artmasını da katkı sağlamıştır. 1991-2011 döneminde Tahvil ve Bono piyasasının işlem hacmi sistematik bir şekilde artmıştır. Bu artışta en önemli sıçrama 2000'li yılların başında yaşanmıştır. Bu tarihe kadar borsa dışı sabit getirili menkul kıymetler piyasasında aynı pararelde bir gelişim göstermiş ancak bu tarihten itibaren borsa dışı sabit getirili menkul kıymetler piyasasındaki hacim önemli oranda gerilerken İMKB bünyesindeki Tahvil ve Bono piyasasının işlem hacmi ise kaydadeğer bir şekilde artmıştır. Ancak 2010 ve 2011 yıllarında İMKB Tahvil ve Bono piyasasının işlem hacminde az da olsa bir gerileme söz konusudur.



GRAFİK 5: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI TOPLAM İŞLEM HACİMLERİ



GRAFİK 6: BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER TOPLAM İŞLEM HACİMLERİ

TABLE 9: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI İŞLEM HACİMLERİ

YIL	KESİN ALIM-SATIM PAZARI		NİTELİKLİ YATIRIMCIYA İHRAÇ PAZARI		REPO, TERS-REPO PAZARI		BANKALARARASI REPO TERS REPO PAZARI		MENKUL KIYMET TERCİHLİ REPO PAZARI		TOPLAM		GÜNLÜK ORTALAMA	
	MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$
1991	1	312									1	312	0,01	2
1992	18	2.406									18	2.406	0,07	10
1993	123	10.728			59	4.794					182	15.522	0,78	66
1994	270	8.832			757	23.704					1.027	32.536	4	129
1995	740	16.509			5.782	123.254					6.522	139.763	26	555
1996	2.711	32.737			18.340	221.405					21.051	254.142	84	1.008
1997	5.504	35.472			58.192	374.384					63.696	409.856	253	1.626
1998	17.996	68.399			97.278	372.201					115.274	440.601	461	1.762
1999	35.430	83.842			250.724	589.267					286.154	673.109	1.154	2.714
2000	166.336	262.941			554.121	886.732					720.458	1.149.673	2.870	4.580
2001	39.777	37.297			696.339	627.244					736.115	664.541	2.933	2.648
2002	102.095	67.256			736.426	480.725					838.520	547.982	3.314	2.166
2003	213.098	144.422			1.040.533	701.545					1.253.631	845.967	5.015	3.384
2004	372.670	262.596			1.551.410	1.090.476					1.924.080	1.353.072	7.635	5.369
2005	480.723	359.371			1.859.714	1.387.221					2.340.436	1.746.591	9.214	6.876
2006	381.772	270.183			2.538.802	1.770.337					2.920.573	2.040.520	11.636	8.130
2007	363.949	278.873			2.571.169	1.993.283					2.935.118	2.272.156	11.647	9.016
2008	300.995	239.367			2.935.317	2.274.077					3.236.312	2.513.444	12.894	10.014
2009	417.052	269.977			2.982.531	1.929.031					3.399.583	2.199.008	13.490	8.726
2010	446.183	297.710	40	27	3.012.293	2.010.217					3.458.517	2.307.954	13.834	9.232
2011	362.060	227.147	0	0	1.884.792	1.186.313	97.250	61.906	5.999	3.749	2.350.100	1.479.114	13.824	8.701

KAYNAK: İMKB (AĞUSTOS 2011)

TABLE 10: BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET İŞLEM HACİMLERİ

YIL	KESİN SATIŞ İŞLEMLERİ		REPO İŞLEMLERİ		TOPLAM		GÜNLÜK ORTALAMA	
	MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$	MİLYON TL	MİLYON \$
1986	1	1.578	-	-	1	1.578	0,00	6
1987	5	5.468	-	-	5	5.468	0,02	22
1988	11	8.052	-	-	11	8.052	0,05	32
1989	34	15.900	-	-	34	15.900	0,14	62
1990	100	37.664	-	-	100	37.664	0,40	152
1991	282	67.205	-	-	282	67.205	1	272
1992	627	88.632	-	-	627	88.632	2	353
1993	1.889	167.119	-	-	1.889	167.119	8	679
1994	7.914	262.083	-	-	7.914	262.083	31	1.036
1995	20.680	443.867	-	-	20.680	443.867	82	1.761
1996	4.911	58.371	61.836	741.586	66.747	799.957	265	3.174
1997	12.915	82.335	161.640	1.047.214	174.555	1.129.548	693	4.482
1998	62.635	235.294	297.902	1.141.506	360.537	1.376.800	1.442	5.507
1999	169.223	404.278	530.302	1.264.336	699.525	1.668.614	2.809	6.701
2000	312.853	502.253	1.015.699	1.621.603	1.328.551	2.123.855	5.314	8.495
2001	96.536	88.101	790.491	764.740	887.027	852.841	3.520	3.384
2002	133.037	89.463	412.568	276.790	545.605	366.254	2.140	1.436
2003	149.312	100.423	378.416	253.970	527.728	354.393	2.119	1.423
2004	223.549	157.597	398.674	281.311	622.222	438.907	2.469	1.742
2005	230.048	172.081	336.402	251.218	566.450	423.298	2.230	1.667
2006	201.083	140.301	504.691	351.303	705.774	491.605	2.812	1.959
2007	239.764	184.015	486.125	375.258	725.889	559.274	2.881	2.219
2008	208.020	164.452	472.331	365.872	680.351	530.324	2.711	2.113
2009	207.397	134.529	507.014	329.721	714.411	464.251	2.835	1.842
2010	251.950	168.553	458.482	306.115	710.433	474.668	2.842	1.899
2011	269.607	168.034	348.233	218.208	617.839	386.241	3.634	2.272

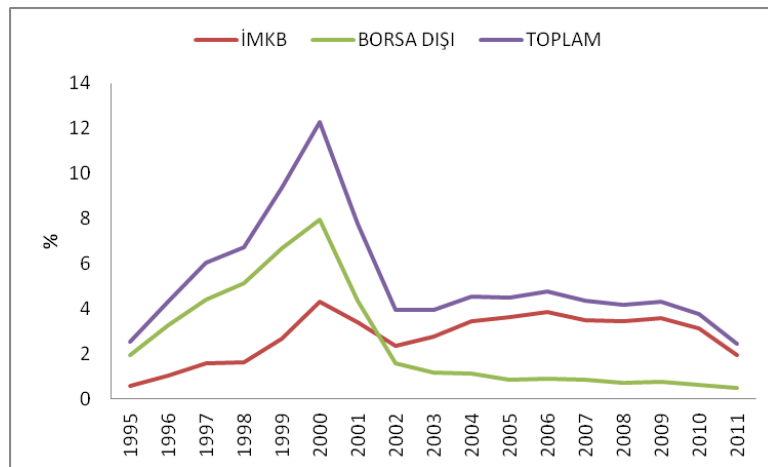
KAYNAK: İMKB (AĞUSTOS 2011)

TABLO 11: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI VE BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER TOPLAM İŞLEM HACİMLERİ

YIL	MİLYON TL	MİLYON \$
1991	283	67.517
1992	645	91.038
1993	2.071	182.641
1994	8.941	294.619
1995	27.202	583.630
1996	87.798	1.054.099
1997	238.251	1.539.404
1998	475.811	1.817.401
1999	985.679	2.341.723
2000	2.049.009	3.273.528
2001	1.623.142	1.517.382
2002	1.384.125	914.236
2003	1.781.359	1.200.360
2004	2.546.302	1.791.979
2005	2.906.886	2.169.889
2006	3.626.347	2.532.125
2007	3.661.007	2.831.430
2008	3.916.663	3.043.768
2009	4.113.994	2.663.259
2010	4.168.950	2.782.622
2011	2.967.939	1.865.355

KAYNAK: İMKB (AĞUSTOS 2011)

Kurulduğu günden bugüne kadar İMKB Tahvil ve Bono piyasasının işlem hacmi önemli bir gelişme göstermesine karşın bu gelişim GSYH ile kıyaslanarak değerlendiğinde aynı trendin yaşanmadığı görülmektedir. Özellikle hem İMKB Tahvil ve Bono piyasasında hem de borsa diŐi sabit getirili menkul kıymetler piyasasında 1990'lı yılların sonlarında, 2000'li yılların başında bir artış yaşanmış ve 2006 yılında en yüksek orana ulaşmıştır. Ancak izleyen yıllarda GSYH'da gözlemlenen yüksek artış ile bu oranda bir gerileme ortaya çıkmıştır (Tablo 12).



GRAFİK 7: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI VE BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET TOPLAM İŞLEM HACİMLERİNİN GSYH'YA ORANI (1995-2010)

TABLO 12: İMKB TAHVİL VE BONO PİYASASI VE BORSA DIŞI SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMET TOPLAM İŞLEM HACİMLERİNİN GSYH'YA ORANI (1995-2010)

YIL	İMKB	BORSA DIŞI	TOPLAM
1995	0,61	1,95	2,57
1996	1,04	3,28	4,32
1997	1,61	4,43	6,04
1998	1,64	5,12	6,75
1999	2,69	6,68	9,37
2000	4,31	7,97	12,29
2001	3,40	4,36	7,76
2002	2,36	1,58	3,94
2003	2,79	1,17	3,96
2004	3,45	1,12	4,57
2005	3,62	0,88	4,50
2006	3,86	0,93	4,78
2007	3,50	0,86	4,36
2008	3,44	0,73	4,17
2009	3,58	0,76	4,33
2010	3,14	0,65	3,78
2011	1,94	0,51	2,44

KAYNAK: İMKB (AĞUSTOS 2011)

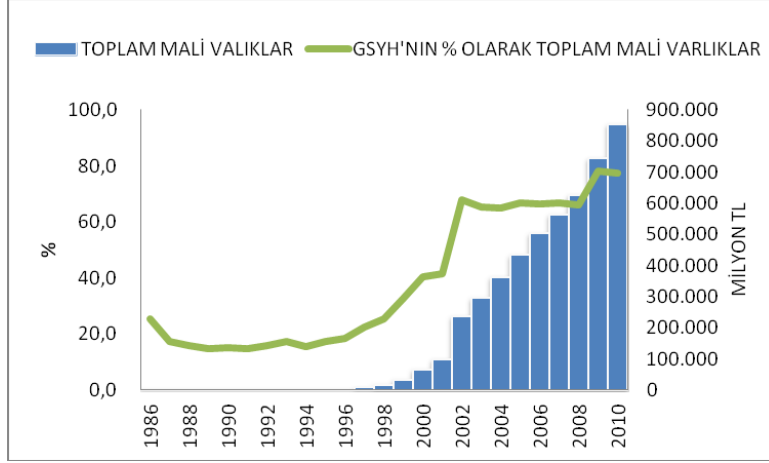
D) Ekonomik Gelişme ve İMKB

Finansal piyasaların etkinliği ve gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme yakından ilgilidir. Etkin ve gelişmiş finansal piyasalar tasarrufların etkin bir Şekilde dağıtımını ve kullanılmasını sağlayarak ekonomik kalkınmaya öncülük ederler. İyi işleyen finansal sistemler kaynak tahsisini kolaylaŐtırır. Finansal sistemin işleyişiyle uzun vadeli ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu gösteren çalışmalar vardır. Özellikle etkin çalışan finansal sistem tasarrufların mobilizasyonunu, risk yönetimini ve çeŐitlendirmeyi, kaynak dağılımındaki etkinliği, denetim ve gözetimi, mal ve hizmetlerin alım-satımını kolaylaŐtırır. Bu nedenle finansal sistemin gelişmişliği son derece önemlidir.

Ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirme potansiyeli finansal gelişmişliğin önemli bir göstergesidir. Finansal piyasalarda gelişmişliğin ve derinleşmenin göstergesi olarak finansal aktiflerin GSMH'ya oranı ile M2 ve M2Y para arzı büyüklüklerinin GSMH'ya oranı kullanılmaktadır.

Finansal sistemdeki finansal araç çeŐitliliđi fon arz ve talebinin artmasına ve dolayısıyla ekonominin gelişmesine katkı yapan bir olgudur. Bu anlamda İMKB'nin kuruluşundan bu güne kadar olan süreçte finansal araç kompozisyonunda değişime katkı yapması beklenir.

İMKB'nin kuruluşundan bu güne kadar olan dönemdeki gelişmeye baktığımızda toplam mali varlıkların 17.396.000.000 TL'den 2010 yılında 946.426.335.000.000 TL'ye geldiği görülmektedir (Tablo 14). Toplam mali varlıkların nominal değerindeki bu artış aynı zamanda GSYH içindeki payında da gözlenmektedir. 1986 yılında 25,3 olan toplam mali varlıkların GSYH'a oranı 2009 yılında 78,25'e çıkmıştır (Grafik 8 ve Tablo 13).



GRAFİK 8: GSYH'NİN % OLARAK TOPLAM MALİ VARLIKLAR

TABLO 13: GSYH'NİN % OLARAK TOPLAM MALİ VARLIKLAR

YIL	%
1986	25,34
1987	17,32
1988	16,10
1989	14,83
1990	15,24
1991	14,99
1992	15,91
1993	17,40
1994	15,50
1995	17,28
1996	18,65
1997	22,49
1998	25,53
1999	32,67
2000	40,33
2001	41,49
2002	68,01
2003	65,27
2004	65,13
2005	66,86
2006	66,47
2007	66,94
2008	66,02
2009	78,25

TABLE 14: TOPLAM MALİ VARLIKLAR (MİLYON TL)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
TOPLAM MEVDUAT (1)	13,2	20,5	33,1	57,1	85,5	154,7	268,0	422,9	1.104,5	2.205,9	5.428,0	10.896,6	20.488,1	40.114,0
Türk Lirası	11,5	16,4	25,6	43,9	65,8	106,2	172,3	250,9	563,5	1.117,9	2.800,4	5.402,8	10.913,7	21.693,4
- Tasarruf Mev.	6,5	8,3	13,9	24,8	34,9	60,7	94,5	126,2	330,9	691,2	1.731,9	3.191,5	6.425,2	13.340,8
- Diğer	5,0	8,2	11,7	19,1	30,9	45,5	77,9	124,8	232,7	426,7	1.068,5	2.211,3	4.488,5	8.352,6
Döviz Tevdiat Hes.	1,7	4,1	7,5	13,1	19,7	48,5	95,6	172,0	541,0	1.088,0	2.627,6	5.493,9	9.574,4	18.420,6
MENKUL KIYMET.	4,2	7,5	12,2	23,5	41,4	79,2	195,5	382,0	728,7	1.497,8	3.290,3	7.024,5	13.688,5	27.098,6
Kamu	3,1	5,4	8,4	15,5	25,4	44,7	134,9	270,1	597,9	1.202,3	2.848,9	6.093,2	11.789,7	23.302,9
- Hazine Bonosu	0,8	1,9	2,5	3,5	5,5	18,3	42,2	64,5	304,2	631,3	1.527,8	2.375,0	5.840,9	3.236,8
- Devlet Tahvili	1,5	2,4	4,9	10,9	18,8	24,7	86,4	189,7	232,8	511,8	1.250,2	3.570,8	5.772,0	19.683,4
- Diğer	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,8	6,2	15,9	60,9	59,3	70,9	147,4	176,8	382,7
Özel	1,1	2,1	3,8	8,0	16,1	34,5	60,6	111,9	130,8	295,5	441,4	931,3	1.898,8	3.795,7
- Hisse Senedi	1,0	1,6	3,1	6,7	14,5	32,3	49,1	71,3	109,2	223,8	424,7	909,3	1.885,9	3.793,2
- Varlığa Day. M.K.	..	..	..	..	0,0	0,0	9,0	36,6	20,0	66,8	8,0	13,2	7,3	0,0
- Diğer	0,1	0,5	0,7	1,3	1,6	2,2	2,5	4,0	1,6	4,9	8,7	8,8	5,5	2,5
TOPLAM	17,4	28,0	45,3	80,5	126,9	233,8	463,5	805,8	1.803,4	3.703,7	8.718,4	17.921,2	34.176,6	67.212,6
T.MALİ V./ GSYH (2) (%)	13,2	20,5	33,1	57,1	85,5	154,7	268,0	422,9	1.104,5	2.205,9	5.428,0	10.896,6	20.488,1	40.114,0
M2 / GSYH (2) (%)	11,5	16,4	25,6	43,9	65,8	106,2	172,3	250,9	563,5	1.117,9	2.800,4	5.402,8	10.913,7	21.693,4
M2Y / GSYH (2) (%)	6,5	8,3	13,9	24,8	34,9	60,7	94,5	126,2	330,9	691,2	1.731,9	3.191,5	6.425,2	13.340,8

KAYNAK: SPK, TCMB, HM

(1) Bankalararası mevduat hariç

(2) Eski para arzı tanımlarına göre (TÜİK 1998 bazlı GSYH değerleri)

TABLO 14 (DEVAM)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
TOPLAM MEVDUAT (1)	56.002,5	104.915,5	132.697,6	150.063,6	182.684,5	226.130,5	271.009,1	319.987,0	406.523,1	453.298,0	511.647,7
Türk Lirası	30.660,8	44.517,6	58.003,5	78.626,8	103.587,0	146.160,3	166.583,0	212.458,3	271.014,6	307.597,6	359.631,4
- Tasarruf Mev.	17.888,1	27.365,5	34.604,4	45.302,4	62.085,5	87.395,5	110.150,9	137.462,6	181.659,4	198.749,7	228.736,2
- Diğer	12.772,8	17.152,0	23.399,1	33.324,4	41.501,5	58.764,7	56.432,1	74.995,7	89.355,2	108.847,8	130.895,3
Döviz Tevdiat Hes.	25.341,7	60.397,9	74.694,2	71.436,7	79.097,5	79.970,2	104.426,1	107.528,6	135.508,6	145.700,5	152.016,2
MENKUL KIYMET.	43.670,2	133.447,1	164.115,3	214.012,3	251.199,4	277.998,1	293.428,6	307.535,3	338.817,1	400.691,0	434.778,7
Kamu	36.802,2	122.930,0	150.938,5	196.004,1	226.012,9	246.081,9	252.370,1	255.310,0	274.827,3	330.004,6	350.815,6
- Hazine Bonosu	2.057,7	20.029,3	37.019,9	25.413,1	30.272,2	17.817,6	9.593,6	6.134,0	13.978,3	14.035,8	9.524,6
- Devlet Tahvili	34.362,9	102.169,8	112.849,8	168.973,6	194.210,7	226.964,3	241.876,5	249.176,0	260.849,0	315.968,8	341.291,0
- Diğer	381,6	730,9	1.068,8	1.617,4	1.530,0	1.300,0	900,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Özel	6.868,0	10.517,1	13.176,8	18.008,2	25.186,4	31.916,2	41.058,6	52.225,3	63.989,8	70.686,4	83.963,1
- Hisse Senedi	6.866,8	10.515,9	13.176,8	18.008,2	25.186,4	31.916,2	40.925,6	51.685,0	63.299,6	70.060,8	79.170,0
- Varlığa Day. M.K.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Diğer	1,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	133,0	540,2	690,2	625,6	4.793,1
TOPLAM	99.672,7	238.362,6	296.813,0	364.075,8	433.883,9	504.128,6	564.437,7	627.522,2	745.340,2	853.989,0	946.426,3
T.MALİ V./ GSYH (2) (%)	59,8	99,2	84,7	80,1	77,6	77,7	74,4	74,4	78,4	89,7	85,6
M2 / GSYH (2) (%)	15,0	16,4	15,2	15,3	17,5	19,7	22,5	23,8	26,1	30,5	35,7
M2Y / GSYH (2) (%)	28,6	35,0	33,0	30,0	30,0	31,1	34,1	36,3	38,2	44,7	44,4

KAYNAK: SPK, TCMB, HM

(1) Bankalararası mevduat hariç

(2) Eski para arzı tanımlarına göre (TÜİK 1998 bazlı GSYH değerleri)

Analiz döneminde toplam mali varlıkların içerisinde mevduatın payı %75,8'den %54,1 gerilerken, menkul kıymetlerin payı da %24,2'den %45,9'a çıkmıştır (Tablo 15). Ancak menkul kıymetlerdeki bu artışta kamunun payı yadsınamaz. Zira toplam menkul kıymetler içinde kamunun payı %17,8'den %37,1'e çıkarken, özel kesimin payı da % 6,4'den ancak % 8,9'a çıkmıştır. Görüldüğü gibi özel kesimin menkul kıymet ihracı yoluyla finansal piyasalardan sağladığı kaynaklar oldukça sınırlıdır. Özel kesimin sermaye piyasasından ağırlıklı olarak hisse senedi ihracı yoluyla özkaynak nitelikli fon sağladığı görülmektedir. Özel kesimin tahvil ve bono gibi araçlardan yararlanması oldukça sınırlıdır. Özel sektörün hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan kaynakların payı da %5,6'dan %8,4'e az da olsa yükselmesine karşın hem yeterli değildir hem de (1991 yılındaki %13,8'lik seviye dikkate alındığında) bugün gelinen noktanın çok da arzu edilen bir seviye olmadığı söylenebilir. Kamunun toplam içindeki payı ve özel kesimin ağırlıklı olarak hisse senedi kullanması, ürün çeşitliği konusunda henüz istenilen aşamanın kaydedilemediğini göstermektedir.

TABLO 15: TOPLAM MALİ VARLIKLAR (% DAĞILIM)

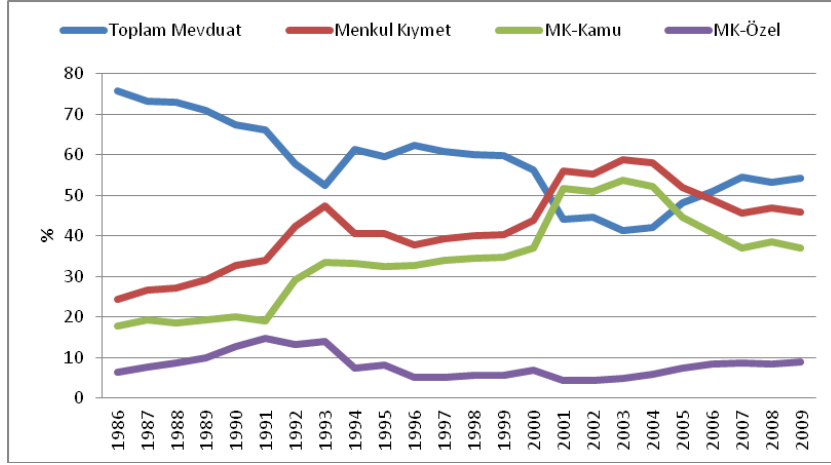
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
TOPLAM MEVDUAT (1)	75,8	73,3	73,0	70,8	67,4	66,1	57,8	52,5	61,2	59,6	62,3	60,8	59,9
Türk Lirası	66,3	58,8	56,4	54,5	51,8	45,4	37,2	31,1	31,2	30,2	32,1	30,1	31,9
- Tasarruf Mev.	37,4	29,5	30,6	30,8	27,5	26,0	20,4	15,7	18,3	18,7	19,9	17,8	18,8
- Diğer	28,9	29,3	25,8	23,8	24,3	19,4	16,8	15,5	12,9	11,5	12,3	12,3	13,1
Döviz Tevdiat Hes.	9,5	14,5	16,6	16,3	15,5	20,7	20,6	21,3	30,0	29,4	30,1	30,7	28,0
MENKUL KIYMET.	24,2	26,7	27,0	29,2	32,6	33,9	42,2	47,4	40,4	40,4	37,7	39,2	40,1
Kamu	17,8	19,2	18,6	19,2	20,0	19,1	29,1	33,5	33,2	32,5	32,7	34,0	34,5
- Hazine Bonosu	4,7	6,9	5,6	4,4	4,3	7,8	9,1	8,0	16,9	17,0	17,5	13,3	17,1
- Devlet Tahvili	8,7	8,6	10,8	13,5	14,8	10,6	18,6	23,5	12,9	13,8	14,3	19,9	16,9
- Diğer	4,4	3,7	2,2	1,3	0,9	0,8	1,3	2,0	3,4	1,6	0,8	0,8	0,5
Özel	6,4	7,5	8,5	9,9	12,7	14,7	13,1	13,9	7,3	8,0	5,1	5,2	5,6
- Hisse Senedi	5,6	5,8	6,9	8,4	11,4	13,8	10,6	8,8	6,1	6,0	4,9	5,1	5,5
- Varlığa Day. M.K.	..	..	..	..	0,0	0,0	2,0	4,5	1,1	1,8	0,1	0,1	0,0
- Diğer	0,8	1,7	1,6	1,6	1,3	0,9	0,5	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

KAYNAK: SPK, TCMB, HM

(1) Bankalararası mevduat hariç

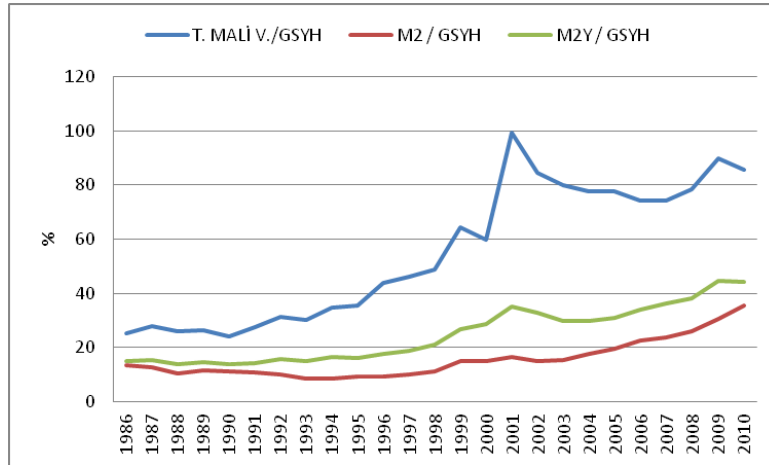
TABLO 15 (DEVAM)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2006	2007	2008	2009	2010
TOPLAM MEVDUAT (1)	59,7	56,2	44,0	44,7	41,2	42,1	48,0	51,0	54,5	53,1	54,1
Türk Lirası	32,3	30,8	18,7	19,5	21,6	23,9	29,5	33,9	36,4	36,0	38,0
- Tasarruf Mev.	19,8	17,9	11,5	11,7	12,4	14,3	19,5	21,9	24,4	23,3	24,2
- Diğer	12,4	12,8	7,2	7,9	9,2	9,6	10,0	12,0	12,0	12,7	13,8
Döviz Tevdiat Hes.	27,4	25,4	25,3	25,2	19,6	18,2	18,5	17,1	18,2	17,1	16,1
MENKUL KIYMET.	40,3	43,8	56,0	55,3	58,8	57,9	52,0	49,0	45,5	46,9	45,9
Kamu	34,7	36,9	51,6	50,9	53,8	52,1	44,7	40,7	36,9	38,6	37,1
- Hazine Bonosu	4,8	2,1	8,4	12,5	7,0	7,0	1,7	1,0	1,9	1,6	1,0
- Devlet Tahvili	29,3	34,5	42,9	38,0	46,4	44,8	42,9	39,7	35,0	37,0	36,1
- Diğer	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	1,0
Özel	5,6	6,9	4,4	4,4	4,9	5,8	7,3	8,3	8,6	8,3	8,9
- Hisse Senedi	5,6	6,9	4,4	4,4	4,9	5,8	7,3	8,2	8,5	8,2	8,4
- Varlığa Day. M.K.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Diğer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,5
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0



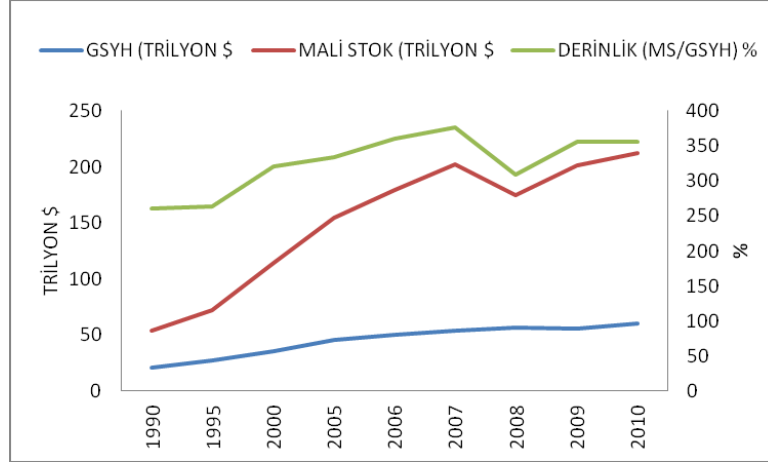
GRAFİK 9: MALİ VARLIKLAR

Finansal derinleşmenin göstergesi olarak kullanılan parasal büyüklüklerin finansal gelişmenin bir sonucu olarak yükselmesi beklenir. Bu değişkenlerin aldığı değerlerin yüksek olması finansal gelişmişliğin göstergesidir. Sözkonusu dönemde ilgili büyüklüklerin gelişimi irdelendiğinde M2 / GSYH ve M2Y / GSYH değerlerinde yavaş da olsa bir artış gözlemlenmektedir (Tablo 14). Ancak Toplam Mali Varlıkların / GSYH'ye oranı daha hızlı bir şekilde artmaktadır. Bu artışta kamunun payı önemlidir. Mali varlıklar, M2 ve M2Y'deki bu gelişme finansal sistemde finansal derinleşmenin olduğunu göstermektedir (Grafik 10).



GRAFİK 10: FİNANSAL DERİNLİK

Aynı dönemlerde global düzeyde toplam mali varlık stoklarının toplam GSYH'ya oranı da Türkiye'dekine benzer bir seyir izlemiştir. Dolayısıyla Türkiye'de finansal derinliğin global eğilimden ayrışmadığı görülmektedir.



GRAFİK 11: GLOBAL FİNANSAL VARLIKLAR VE FİNANSAL DERİNLİK

TABLO 16: GLOBAL FİNANSAL VARLIKLAR VE FİNANSAL DERİNLİK

	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GSYH (TRİLYON DOLAR)	21	27	36	46	50	54	57	56	60
MALİ STOK (TRİLYON DOLAR) (1)	54	72	114	155	179	202	175	201	212
DERİNLİK (MS/GSYH) %	261	263	321	334	360	376	309	356	356

KAYNAK: MGI MAPPING THE GLOBAL CAPITAL MARKETS 2011

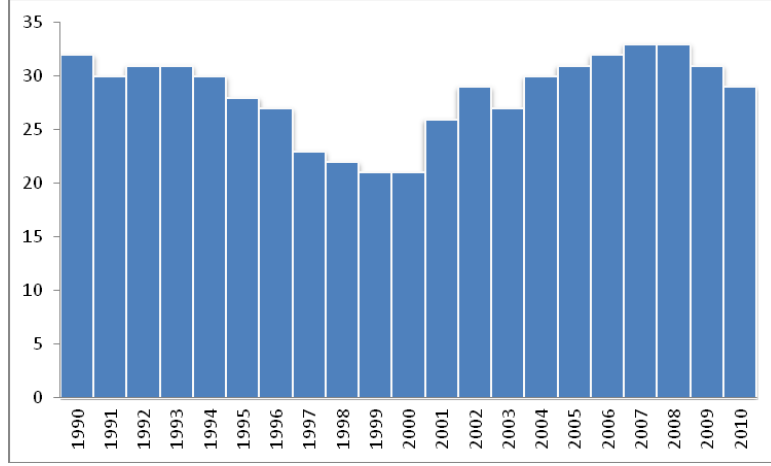
(1)Mali Stok: Banka mevduatları, Hisse Senetleri, Kamu ve Özel Borçlanma Senetleri toplamı.

Güncelleme tarihi: 02.08.2011

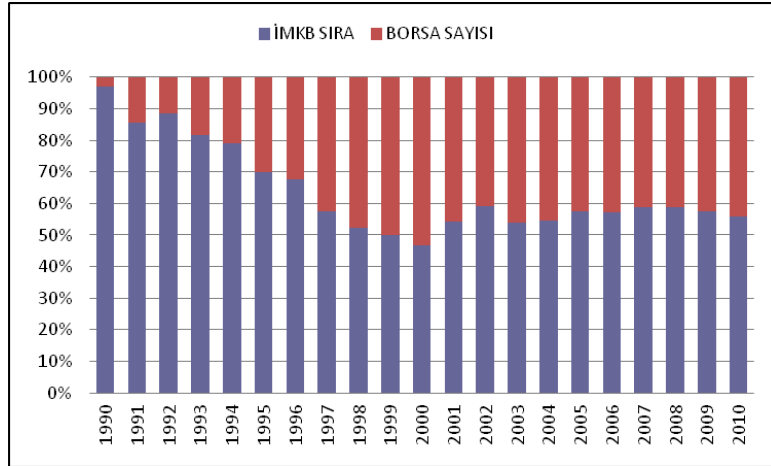
E) İMKB'nin Dünya Borsaları Arasındaki Yeri

Bugün geldiği noktayı daha iyi yorumlayabilmek için İMKB'nin Türk ekonomisi ve finansal sistemi içindeki yeri ve rolünün yanında, dünya ekonomisi ve finansal sistemi içindeki yeri ve rolüne de bakmak gerekir. Bu amaçla borsalarda işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi, piyasa kapitalizasyonu, Fiyat/Kazanç oranı (F/K) ve temettü verimi gibi büyüklükler açısından İMKB'nin 1990 yılından 2010 yılına kadar geçen sürede aldığı mesafe ve bugün bulunduğu konum göreceli olarak analiz edilmiştir.

Tablo 17 incelendiğinde, borsalarda işlem gören şirket sayısına göre 1990-2010 yılları arasında İMKB'nin dünya borsaları arasında en yüksek 21. (1999 ve 2000 yıllarında) ve en düşük 33. (2007 ve 2008 yıllarında) sıralar arasında yer aldığı görülmektedir. Ancak bu tarihler arasında dünya genelinde faal olan menkul kıymet borsaları açısından bakıldığında İMKB orta sıranın üstüne çıkamamıştır. Örneğin 1990 yılında İMKB dünyadaki 33 borsa arasında 32. sırada, 2000 yılında 45 borsa arasında 21. ve 2010 yılına gelindiğinde ise 52 borsa arasında 29. sıradadır. Genel gelişime bakıldığında İMKB kurulduğu yıllarda dünya borsaları arasında son sıralarda yer alırken, yaklaşık on yıl içerisinde dünyadaki borsalar arasında orta sıralarda yer alan bir borsa konumuna gelmiştir. İMKB bugün dünyadaki 52 borsa arasında 29. sıradadır.



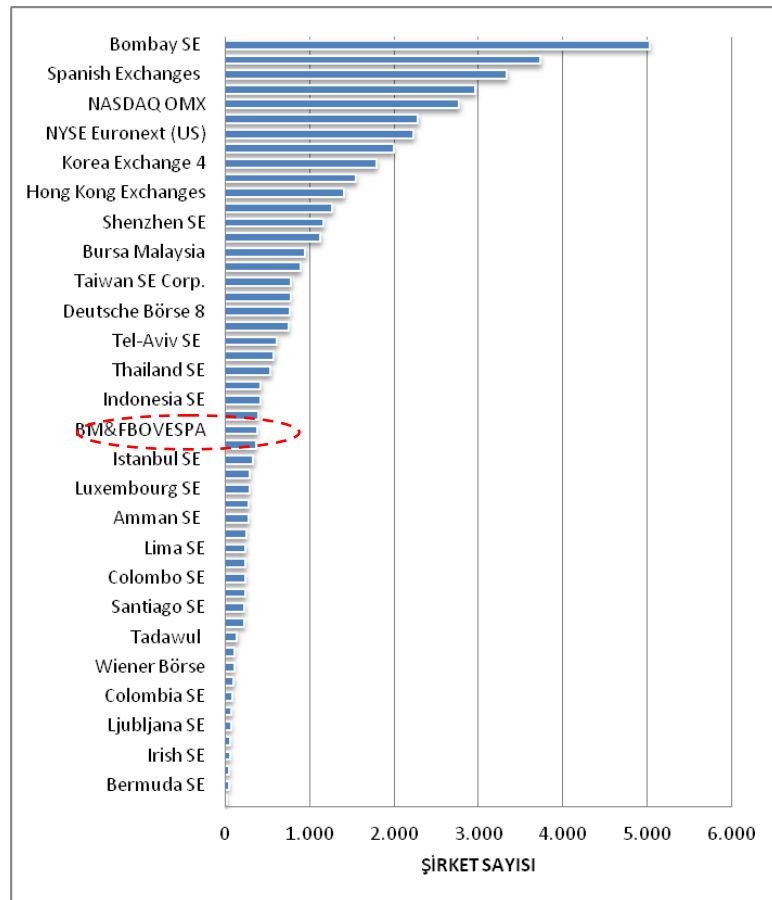
GRAFİK 12: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'DE HİSSE SENETLERİ İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYLARINA GÖRE DÜNYA BORSALARI ARASINDA SIRALAMADAKİ YERİ



GRAFİK 13: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN HİSSE SENETLERİ BORSADA İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYLARINA GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ

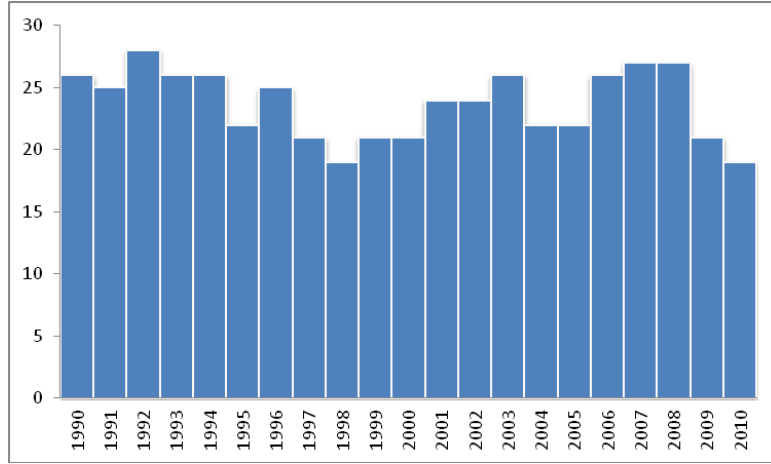
TABLO 17: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'DE HİSSE SENETLERİ İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYLARINA GÖRE DÜNYA BORSALARI ARASINDA SIRALAMADAKİ YERİ

YIL	İMKB SIRA	BORSA SAYISI
1990	32	33
1991	30	35
1992	31	35
1993	31	38
1994	30	38
1995	28	40
1996	27	40
1997	23	40
1998	22	42
1999	21	42
2000	21	45
2001	26	48
2002	29	49
2003	27	50
2004	30	55
2005	31	54
2006	32	56
2007	33	56
2008	33	56
2009	31	54
2010	29	52

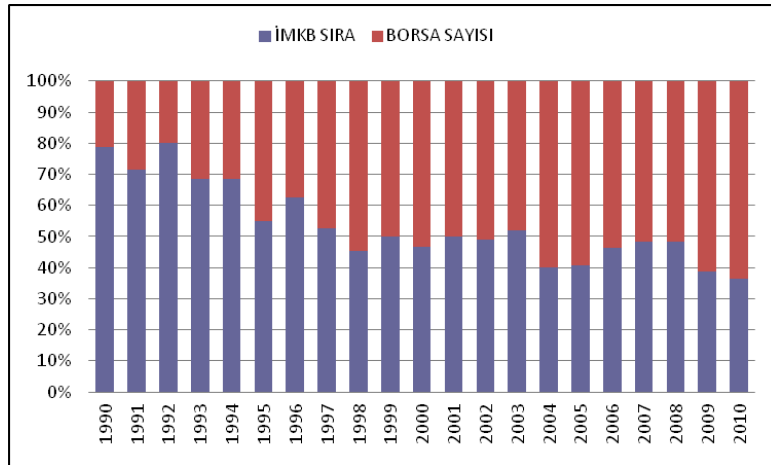


GRAFİK 14: ŞİRKET SAYILARINA GÖRE 2010 YILI BORSA SIRALAMALARI

1990-2010 yılları arasında borsaların işlem hacimlerine bakıldığında İMKB'nin dünya borsaları arasında en yüksek 19. (1998 ve 2010 yılları) ve en düşük 28. (1992 yılı) sıralar arasında yer aldığı görülmektedir (Tablo 18). Bu tarihler arasında dünya genelinde faal olan menkul kıymet borsaları arasında İMKB orta sıralarda yer almıştır. İMKB kurulduğu yıllarda dünya borsaları arasında orta sıraların altında yer alırken, kısa bir süre içinde orta sıraların üstünde yer alan bir borsa konuma gelmiştir. İMKB bugün dünyadaki 52 borsa arasında 19. konumuyla ikinci çeyrek gurubun orta sıralarında yer almaktadır.



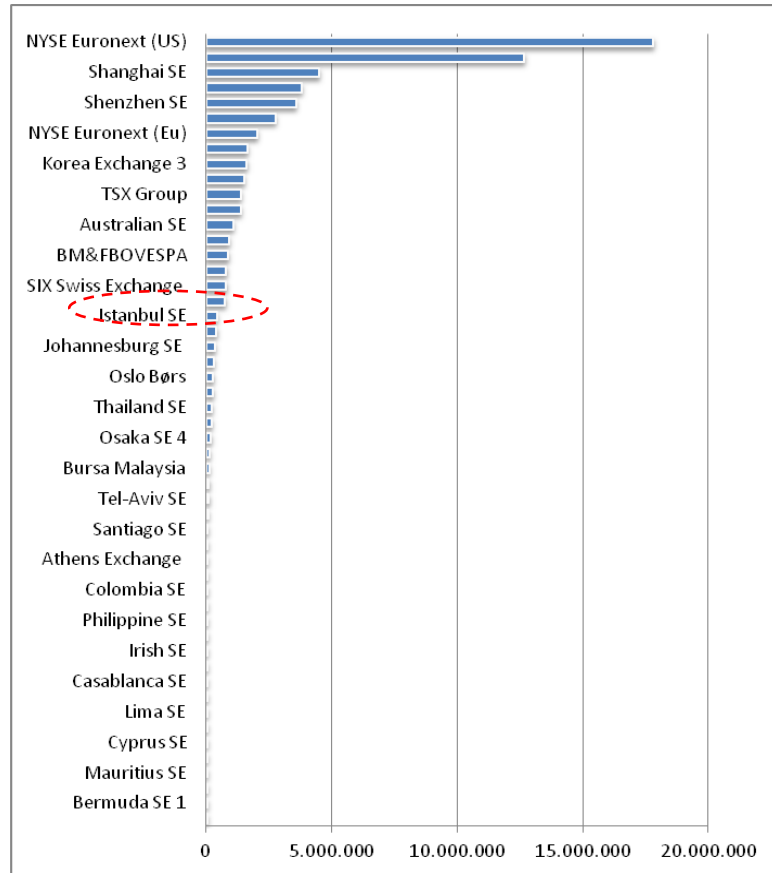
GRAFİK 15: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İŞLEM HAÇMİNE GÖRE İMKB'NİN DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ YERİ



GRAFİK 16: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN İŞLEM HAÇMİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ

TABLO 18: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN İŞLEM HACMİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ

YIL	İMKB SIRA	BORSA SAYISI
1990	26	33
1991	25	35
1992	28	35
1993	26	38
1994	26	38
1995	22	40
1996	25	40
1997	21	40
1998	19	42
1999	21	42
2000	21	45
2001	24	48
2002	24	49
2003	26	50
2004	22	55
2005	22	54
2006	26	56
2007	27	56
2008	27	56
2009	21	54
2010	19	52



GRAFİK 17: 2010 YILI BORSA İŞLEM HACİMLERİNE GÖRE SIRALAMA

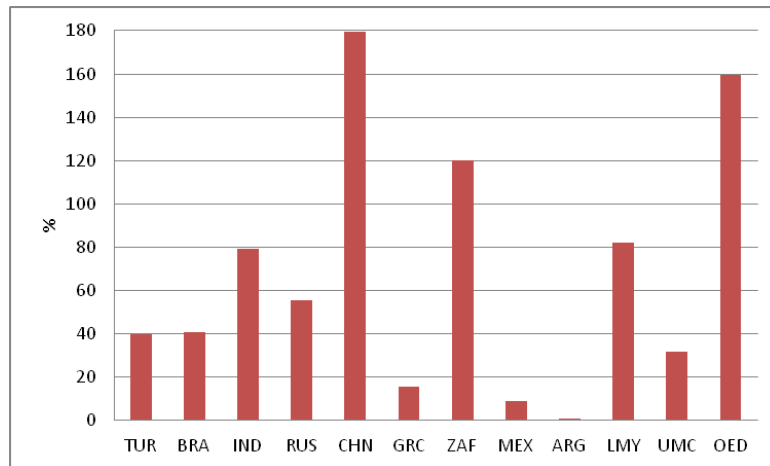
Aşağıda Tablo 19’da seçilmiş bazı borsaların işlem hacimlerinin GSYH’ye oranı 1988-2009 dönemi için verilmiştir. 2009 yılı verilerine göre İMKB, OECD ülkeleri dışarıda bırakılacak olursa Çin, Güney Afrika, Hindistan, Rusya ve Brezilya’dan sonra 6. sırada yer almaktadır. Grafik 18 aynı veriler baz alınarak hazırlanmıştır.

TABLO 19: SEÇİLMİŞ BAZI BORSALARIN İŞLEM HACMİ (GSYH’NİN %)

YIL	TUR	BRA	IND	RUS	CHN	GRC	ZAF	MEX	ARG	LMY	UMC	OED
1988	0,11	5,44	4,18			0,43	4,32	3,13	0,47			37,67
1989	0,74	3,94	5,93			0,72	5,68	2,79	2,50			40,73
1990	3,88	1,21	6,90			4,17	7,28	4,65	0,60			26,47
1991	5,67	3,28	8,65		0,22	2,41	6,70	10,09	2,54	5,60		23,61
1992	5,15	5,26	8,43		3,95	1,44	5,95	12,26	6,85	8,86	8,10	20,80
1993	12,88	13,10	7,89		9,85	2,59	10,01	15,49	4,37	16,38	18,77	30,14
1994	16,60	20,05	8,46	0,07	17,44	4,59	11,49	19,67	4,42	15,94	16,26	33,25
1995	30,32	10,30	6,16	0,12	6,84	4,62	11,28	11,99	1,78	9,98	10,78	38,22
1996	20,30	13,35	24,76	0,76	29,90	5,95	18,93	12,93	1,61	17,88	14,99	49,32
1997	31,14	23,24	38,52	4,01	38,79	15,48	30,05	13,05	8,78	23,05	19,11	65,69
1998	25,42	17,38	35,61	3,87	27,93	34,31	43,45	8,11	5,29	17,01	12,90	82,97
1999	32,54	14,87	61,90	1,45	34,81	140,41	54,75	7,49	2,74	22,63	13,42	109,46
2000	67,23	15,71	110,78	7,82	60,20	75,75	58,32	7,80	2,10	33,97	17,50	171,08
2001	39,76	11,76	52,17	7,47	33,89	28,52	58,81	6,44	1,56	19,64	10,98	155,34
2002	30,39	9,56	38,86	10,47	22,93	16,87	70,95	4,27	1,33	16,63	11,15	132,80
2003	32,87	10,94	47,51	18,82	29,06	19,83	61,12	3,35	3,79	21,63	14,16	90,14
2004	37,59	14,10	52,54	22,14	38,74	18,85	74,32	5,64	4,99	26,60	17,99	106,25
2005	41,67	17,48	52,02	20,85	25,98	26,86	81,24	6,21	8,97	24,67	19,18	119,93
2006	42,87	23,37	67,11	51,96	60,27	40,71	119,71	8,41	2,12	38,77	28,11	160,34
2007	46,73	42,82	89,14	58,05	223,00	48,90	148,71	11,27	3,16	90,99	38,39	202,58
2008	32,82	44,04	86,33	33,73	120,98	13,75	145,23	9,93	4,11	59,62	29,83	154,75
2009	39,62	40,71	79,06	55,41	179,65	15,68	120,02	8,81	0,89	81,91	31,46	159,56

TUR Türkiye
BRA Brezilya
IND Hindistan
RUS Rusya Federasyonu
CHN Çin
GRC Yunanistan
ZAF Güney Afrika
MEX Meksika
ARG Arjantin
LMY Düşük ve Orta Gelir Grubu
UMC Üst Gelir Grubu
OED OECD Üyesi Ülkeler

KAYNAK: IMF



GRAFİK 18: SEÇİLMİŞ BAZI BORSALARIN 2009 YILI İŞLEM HACMİ (GSYH’ NİN %)

TABLO 20: PAZAR TOPLAM DEĞERLERİ (USD MILLIONS) (2011/11)

BORSA	
Amerikan Borsaları	
Bermuda SE	1.479,60
BM&FBOVESPA	1.255.540,10
Buenos Aires SE	44.289,30
Colombia SE	195.559,50
Lima SE	77.846,20
Mexican Exchange	415.185,60
NASDAQ OMX	3.855.420,60
NYSE Euronext (US)	11.232.702,80
Santiago SE	273.543,40
TMX Group	1.953.027,00
Bölge Toplamı	19.304.594,20
Asia - Pasifik	
Australian SE	1.244.624,00
Bombay SE	1.086.534,70
Bursa Malaysia	386.789,00
Colombo SE	19.478,00
Hong Kong Exchanges	2.184.462,80
Indonesia SE	375.887,30
Korea Exchange	1.008.235,20
National Stock Exchange India	1.062.680,40
Osaka SE	213.496,40
Philippine SE	160.793,70
Shanghai SE	2.451.860,50
Shenzhen SE	1.180.668,80
Singapore Exchange	556.337,70
Taiwan SE Corp.	617.032,70
The Stock Exchange of Thailand	263.658,90
Tokyo SE Group	3.286.515,40
Bölge Toplamı	14.822.878,80
Avrupa – Afrika – Orta Doğu	
Amman SE	26.352,60
Athens Exchange	34.971,40
BME Spanish Exchanges	1.060.466,30
Budapest SE	20.967,20
Casablanca SE	61.296,10
Cyprus SE	2.790,20
Deutsche Börse	1.261.825,80
Egyptian Exchange	52.647,00
Irish SE	107.194,20
Istanbul SE	216.187,80
Johannesburg SE	799.723,00
Ljubljana SE	6.627,50
London SE Group	3.301.307,40
Luxembourg SE	68.901,00
Malta SE	3.575,20
Mauritius SE	7.760,30
MICEX	846.524,30
NASDAQ OMX Nordic Exchange	860.262,90
NYSE Euronext (Europe)	2.509.386,20
Oslo Børs	226.243,10
Saudi Stock Market - Tadawul	322.724,50
SIX Swiss Exchange	1.093.838,70
Tel Aviv SE	160.679,90
Warsaw SE	147.919,50
Wiener Börse	86.528,50
Bölge Toplamı	13.286.700,80
WFE Toplamı	47.414.173,70

Not:

Johannesburg SE: Sadece kote olan şirketlerin piyasa değerlerini ifade eder.

Korea Exchange: KOSDAQ piyasa verilerini içerir.

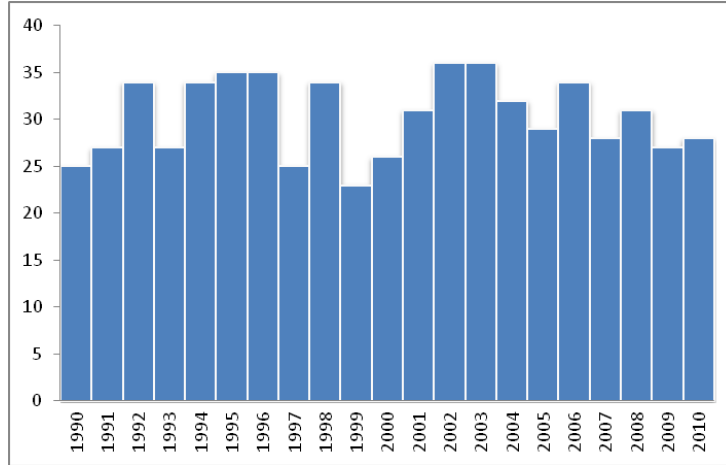
NASDAQ OMX Nordic Exchange : OMX Kopenhag, Helsinki, İzanda, Stockholm, Tallinn, Riga ve Vilnius borsalarını içerir.

Singapore Exchange: Yerel ve başlıca yabancı firmaları kapsar. İkincil piyasa yabancı firmalar dahil değildir.

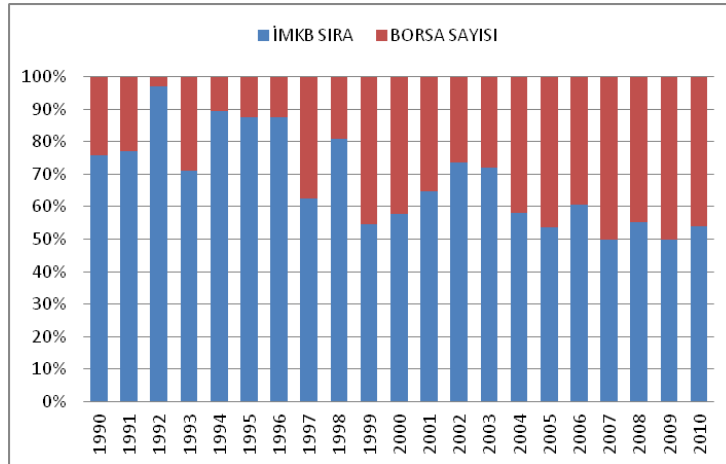
TSX Group: TSX Venture piyasasını içerir.

Kaynak: www.world-exchanges.org

1990-2010 yılları arasında borsaların piyasa değeri irdelendiğinde İMKB'nin dünya borsaları arasında en yüksek 23. (1999 yılı) ile 36. (2002 ve 2003 yılları) sıralar arasında yer aldığı görülmektedir (Tablo 21). Bu tarihler arasında dünya genelinde faal olan menkul kıymet borsaları arasında İMKB alt-orta sıralarda yer almıştır. İMKB kurulduğu yıllarda dünya borsaları arasında orta sıraların altında yer alırken daha sonraki yıllarda orta sıralarda yer alan bir borsa konuma gelmiştir. İMKB bugün dünyadaki 52 borsa arasında 28. sıradadır.



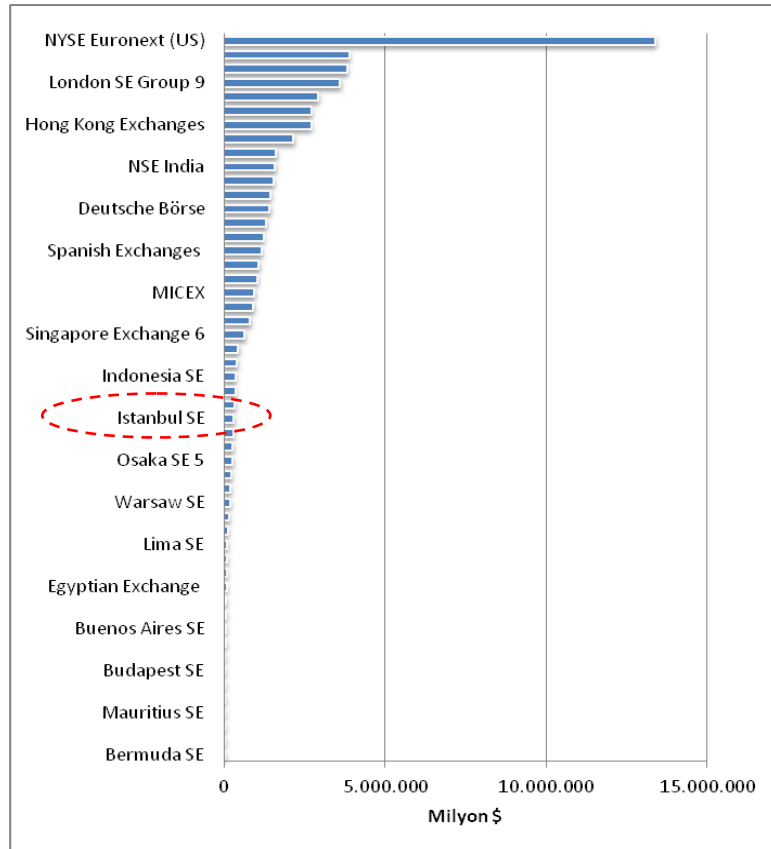
GRAFİK 19: 1990-2010 YILLARI ARASINDA PİYASA DEĞERİNE GÖRE İMKB'NİN DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ YERİ



GRAFİK 20: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN PİYASA DEĞERİNE GÖRE SIRLAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ

TABLO 21: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN PİYASA DEĞERİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ

YIL	İMKB SIRA	BORSA SAYISI
1990	25	33
1991	27	35
1992	34	35
1993	27	38
1994	34	38
1995	35	40
1996	35	40
1997	25	40
1998	34	42
1999	23	42
2000	26	45
2001	31	48
2002	36	49
2003	36	50
2004	32	55
2005	29	54
2006	34	56
2007	28	56
2008	31	56
2009	27	54
2010	28	52



GRAFİK 21: 2010 YILI BORSA PİYASA DEĞERİNE GÖRE SIRALAMA

Aşağıda Tablo 23'de seçilmiş bazı borsaların işlem hacimlerinin GSYH'ye oranı 1988-2009 dönemi için verilmiştir. 2009 yılı verilerine göre İMKB, OECD ülkeleri dışarıda bırakılacak olursa Güney Afrika, Çin, Hindistan, Brezilya, Rusya ve Meksika'dan sonra 7. sırada yer almaktadır. Grafik 23 aynı veriler baz alınarak hazırlanmıştır.

TABLO 22: SEÇİLMİŞ BAZI BORSALARIN PİYASA DEĞERİ (GSYH'NİN %)

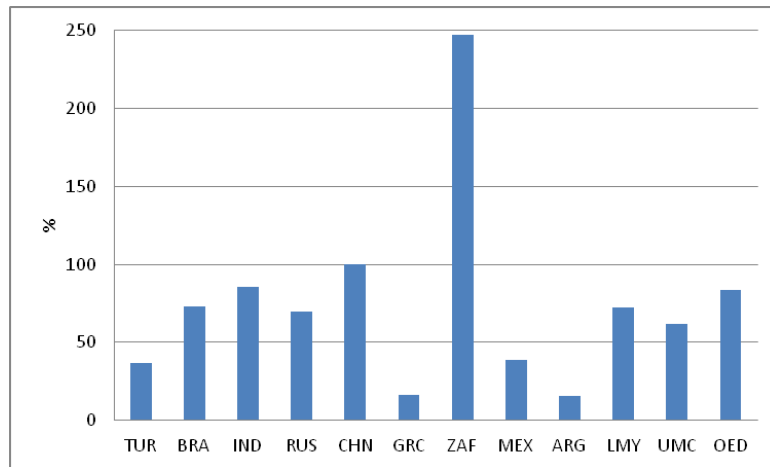
YIL	TUR	BRA	IND	RUS	CHN	GRC	ZAF	MEX	ARG	LMY	UMC	OED
1988	1,25	9,72	8,05			5,83	109,92	7,54	1,60			61,24
1989	6,33	10,43	9,32			8,37	104,88	10,14	5,51			69,67
1990	12,68	3,55	12,16			16,14	123,20	12,45	2,31			49,68
1991	10,39	10,51	17,83	0,05	0,53	12,95	139,74	31,23	9,75	18,68	23,38	55,43
1992	6,24	11,60	26,51	0,05	4,33	8,49	79,69	38,23	8,13	20,14	22,96	49,20
1993	20,78	22,68	35,50	0,00	9,22	11,77	131,90	49,85	18,58	34,78	38,54	59,64
1994	16,53	34,60	39,57	0,04	7,78	13,30	166,45	30,83	14,33	34,77	38,66	60,03
1995	12,26	19,20	35,70	4,01	5,78	12,95	185,64	31,63	14,64	31,52	35,71	65,08
1996	16,54	25,84	31,57	9,50	13,29	17,36	168,07	32,00	16,42	34,14	39,94	72,62
1997	32,18	29,32	31,26	31,66	21,66	25,14	155,95	39,00	20,23	30,63	37,57	86,29
1998	12,49	19,07	25,27	7,60	22,69	58,60	126,77	21,78	15,16	24,18	25,22	102,76
1999	45,13	38,84	40,98	36,86	30,53	151,94	197,08	32,01	29,59	39,63	46,24	129,34
2000	26,13	35,08	32,18	14,99	48,48	88,28	154,24	21,53	58,43	36,05	36,81	112,09
2001	24,06	33,64	23,10	24,85	39,55	66,04	117,95	20,30	71,64	33,27	36,11	97,47
2002	14,60	24,55	25,83	35,99	31,85	46,64	166,18	15,89	101,37	30,78	34,13	77,47
2003	22,57	42,46	46,56	53,63	41,51	54,90	159,16	17,50	30,04	40,35	42,76	92,75
2004	25,07	49,77	53,75	45,34	33,12	54,28	207,92	22,63	30,32	42,48	48,69	98,29
2005	33,45	53,80	66,31	71,80	34,59	59,69	228,85	28,17	33,56	48,87	56,19	102,63
2006	30,59	65,30	86,08	106,79	89,43	78,89	273,95	36,57	37,25	72,15	69,86	115,68
2007	44,28	100,32	146,42	115,64	178,20	85,49	291,14	38,78	33,24	112,27	85,58	114,43
2008	16,15	35,66	53,08	23,83	61,78	25,81	177,71	21,34	16,02	42,31	33,53	59,86
2009	36,73	73,21	85,62	69,93	100,44	16,58	246,99	38,93	15,93	72,57	62,09	83,29

TUR Türkiye
BRA Brezilya
IND Hindistan
RUS Rusya Federasyonu

CHN Çin
GRC Yunanistan
ZAF Güney Afrika
MEX Meksika

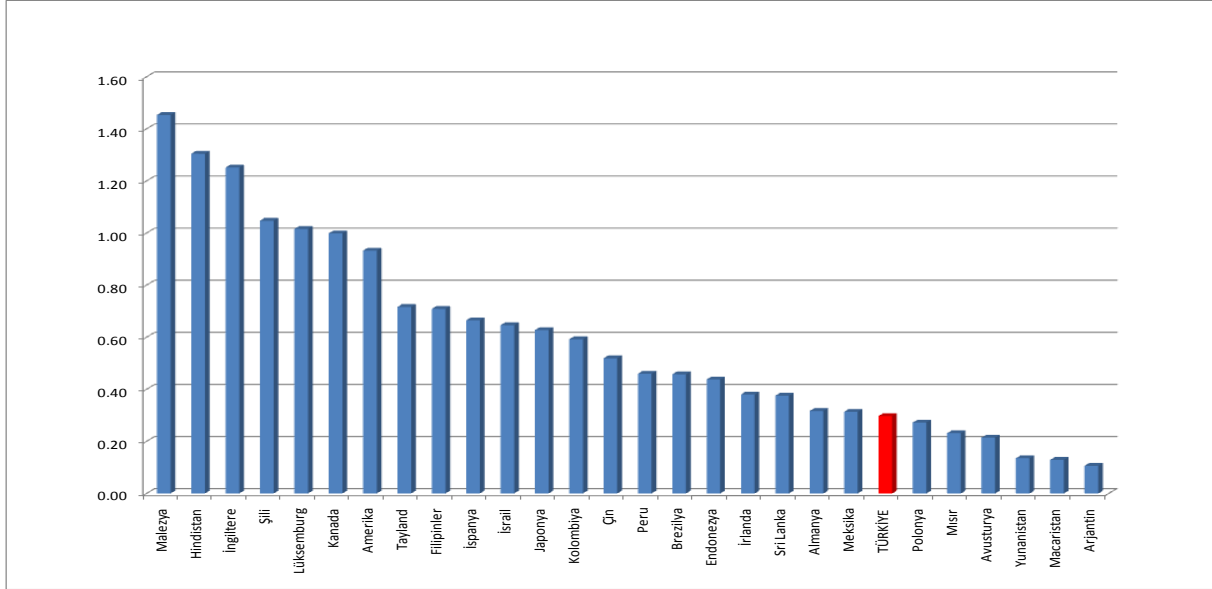
ARG Arjantin
LMY Düşük ve Orta Gelir Grubu
UMC Üst Gelir Grubu
OED OECD Üyesi Ülkeler

KAYNAK: IMF



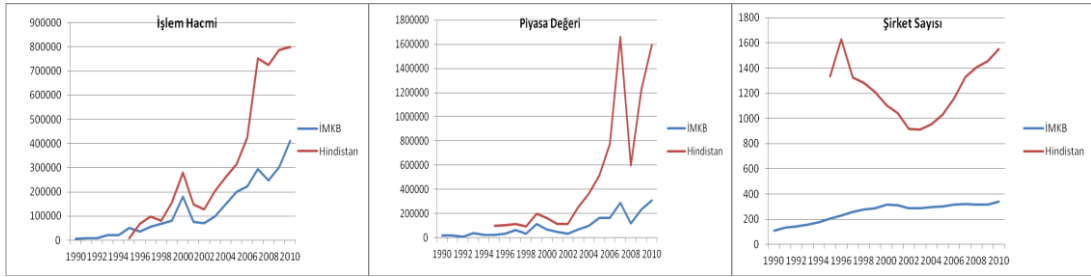
GRAFİK 22: SEÇİLMİŞ BAZI BORSALARIN 2009 YILI PİYASA DEĞERİ (GSYH'NİN %)

Aşağıda ayrıca Eylül 2011 itibariyle çeşitli borsaların toplam piyasa değerleri Grafik 19'da yer almaktadır. Bu grafiğe göre İMKB, piyasa değerinin GSYH'ye oranı açısından diğer borsalar arasında son sıralardadır.

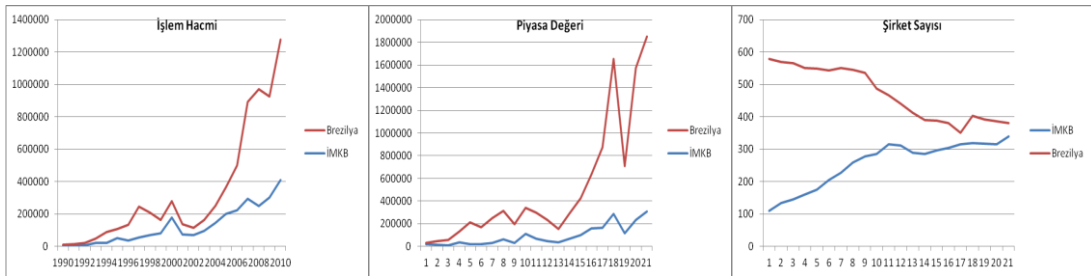


GRAFİK 23: PİYASA DEĞERİ / GSYH (2011/09)

İMKB'nin işlem hacminin, piyasa değerinin ve işlem gören şirket sayılarının son yıllardaki gelişimini bazı seçilmiş gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırdığımızda aşağıdaki grafikler ortaya çıkmaktadır.

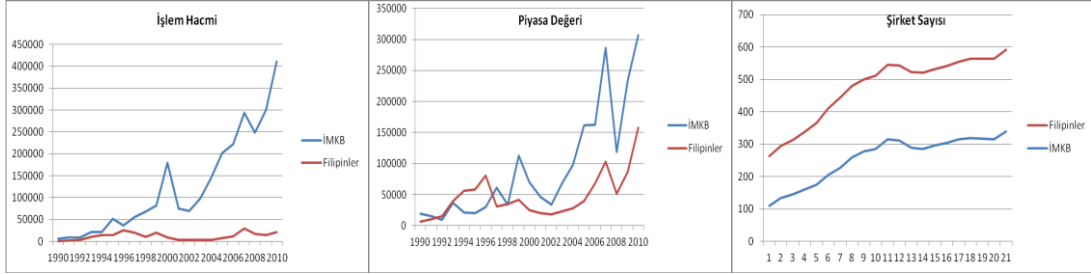


GRAFİK 24: İMKB-HİNDİSTAN KARŞILAŞTIRMASI

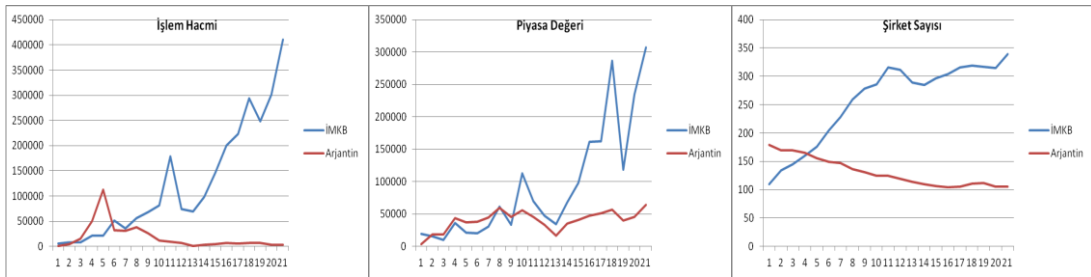


GRAFİK 25: İMKB-BREZİLYA KARŞILAŞTIRMASI

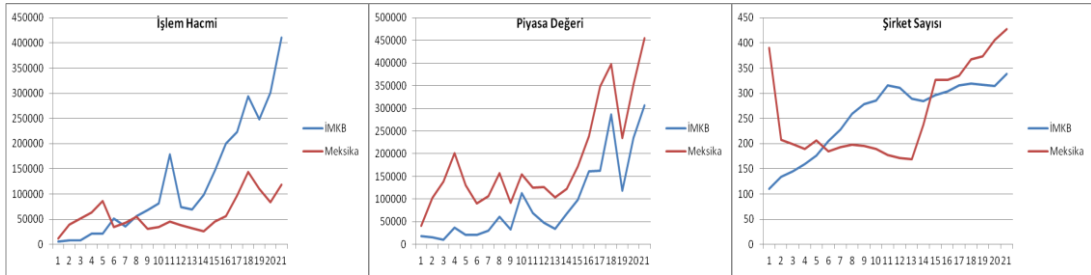
1990 yılından günümüze İMKB'yi Hindistan ve Brezilya borsalarıyla karşılaştırdığımızda İMKB'nin işlem hacmi, piyasa değeri ve işlem gören şirket sayısı bazında bu borsaların gerisinde kaldığını görmekteyiz (Grafik 25 ve Grafik 25).



GRAFİK 26: İMKB-FİLİPİNLER KARŞILAŞTIRMASI



GRAFİK 27: İMKB-ARJANTİN KARŞILAŞTIRMASI



GRAFİK 28: İMKB-MEKSİKA KARŞILAŞTIRMASI

İncelenen dönemde İMKB diğer gelişmekte olan Arjantin, Filipinler ve Meksika borsalarının üzerinde bir performans sergilemiştir (Grafik 26, Grafik 27 ve Grafik 28).

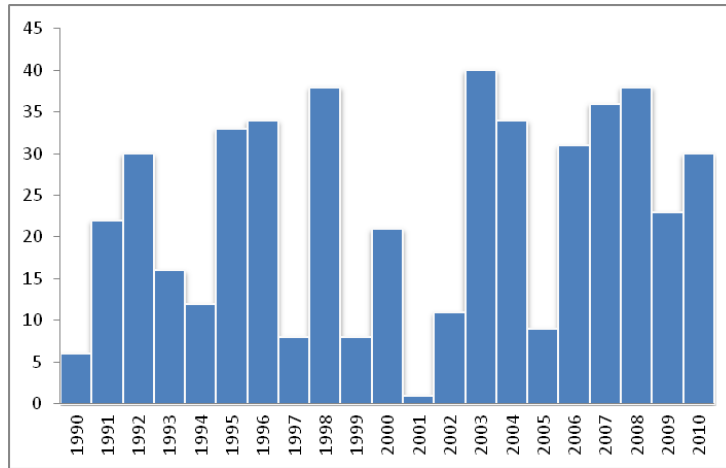
Yukarıda İMKB ile karşılaştırılması yapılan gelişmekte olan borsaların performanslarını başka bir açıdan daha yorumlamak mümkündür. İMKB'den daha iyi bir performans sergilemekte olan Hindistan ve Brezilya borsaları, şirketleşme süreçlerini tamamlamış borsalardır. BM&FBOVESPA olarak isimlendirilen Brezilya Borsası aynı zamanda halka açık bir şirkettir. Şirketleşmelerini tamamlamış her iki borsa da işlem hacmi, piyasa değeri ve işlem gören şirket sayısı açısından İMKB'den oldukça iyi durumda bulunmaktadır.

İMKB ile karşılaştırıldığında kötü performans sergileyen iki borsadan Arjantin Borsası ise İMKB gibi kooperatif yapıda bir borsadır. Arjantin Borsası işlem hacmi, işlem gören şirket sayısı ve piyasa değeri olarak son 20 yıllık dönemde neredeyse hiç artış kaydedememiştir. İMKB'nin 2010 yılı itibarıyla işlem hacmi 410.608 milyon USD iken, Arjantin Borsası'nda bu değer 3.815 milyon USD'dir. Piyasa değerlerine baktığımızda İMKB'nin 2010 yılı piyasa değeri 307.052 milyon USD olarak

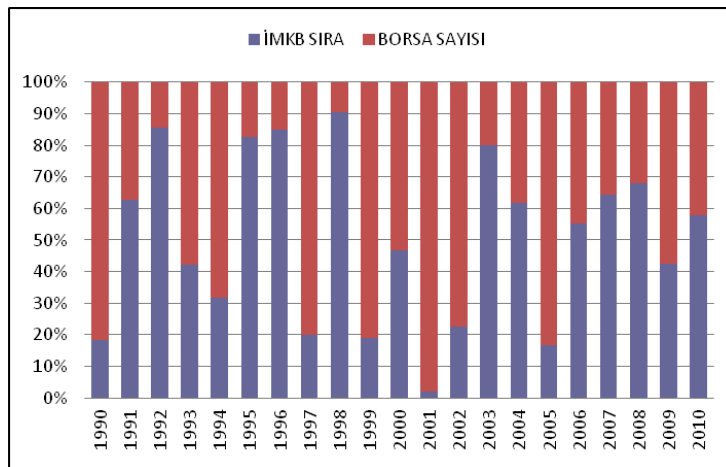
gerçekleşmişken, bu değer Arjantin'de 63.909 milyon USD olmuştur. Şirket sayıları bakımında karşılaştırdığımızda İMKB'de toplam 339 şirket işlem görürken, bu sayı Arjantin'de 106'dır.

İMKB'den kötü performans sergilemesine rağmen, Arjantin'e göre oldukça iyi durumda olan Meksika Borsası ise halka açık bir şirkettir. Meksika Borsası'nın 2010 yılında işlem hacmi 118.980 milyon USD gibi İMKB'nin altında ama Arjantin'in oldukça üzerinde bir değer olmuştur. Piyasa değerine baktığımızda 454.345 milyon dolar olarak İMKB'nin de üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket sayısı ise yine İMKB'de işlem gören şirket sayısından fazladır: 427.

1990-2010 yılları arasında borsaların F/K katsayılarına bakıldığında İMKB'nin dünya borsaları arasında 1 (2001 yılında) ile 40. (2003 yılında) sıralar arasında yer aldığı görülmektedir (Tablo 23). Bu tarihler arasında dünya genelinde faal olan menkul kıymet borsaları arasında F/K katsayısına göre sıralamasına bakıldığında İMKB değişken bir performansı göstermektedir. İMKB bugün dünyadaki 52 borsa arasında F/K katsayısı performansı açısından 30. sırada yer almaktadır.



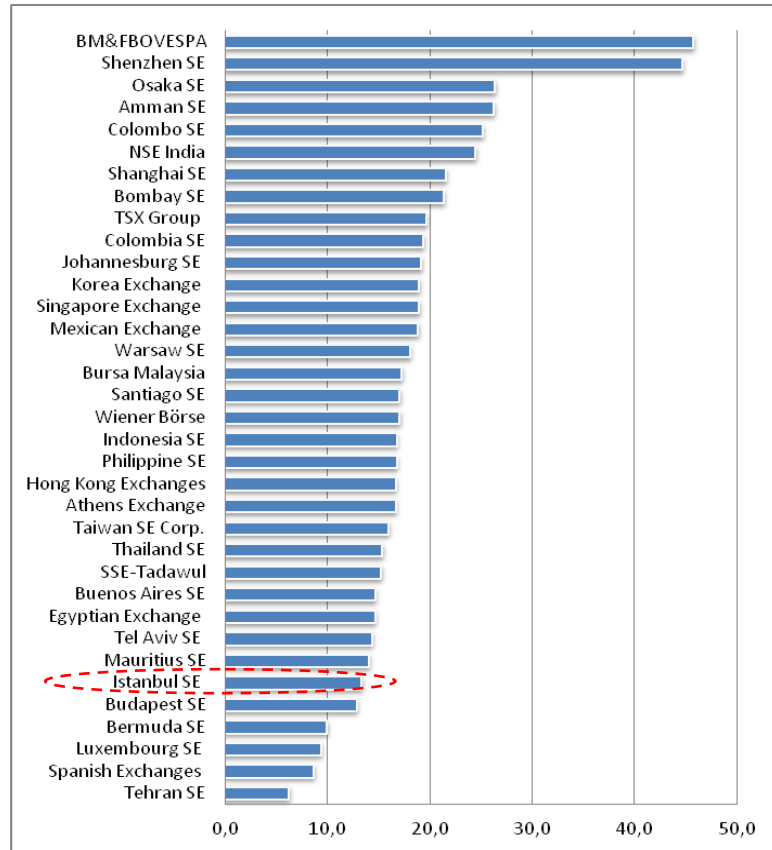
GRAFİK 29: 1990-2010 YILLARI ARASINDA F/K KATSAYISINA GÖRE İMKB'NİN DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ YERİ



GRAFİK 30: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN F/K KATSAYISINA GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ

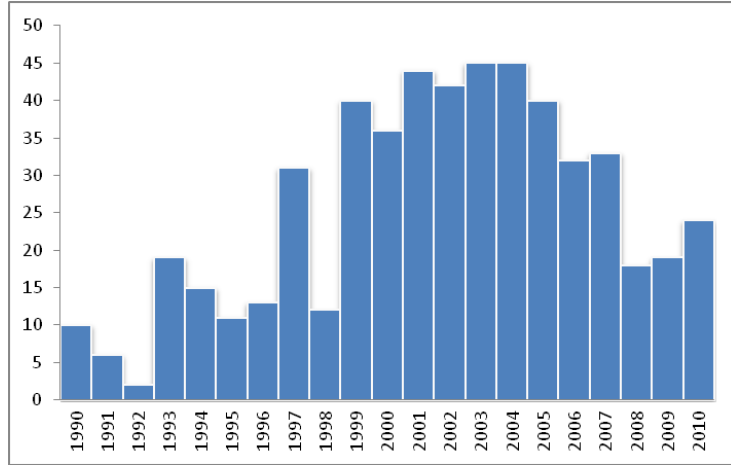
TABLO 23: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN F/K KATSAYISINA GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ

YIL	İMKB SIRA	BORSA SAYISI
1990	6	33
1991	22	35
1992	30	35
1993	16	38
1994	12	38
1995	33	40
1996	34	40
1997	8	40
1998	38	42
1999	8	42
2000	21	45
2001	1	48
2002	11	49
2003	40	50
2004	34	55
2005	9	54
2006	31	56
2007	36	56
2008	38	56
2009	23	54
2010	30	52

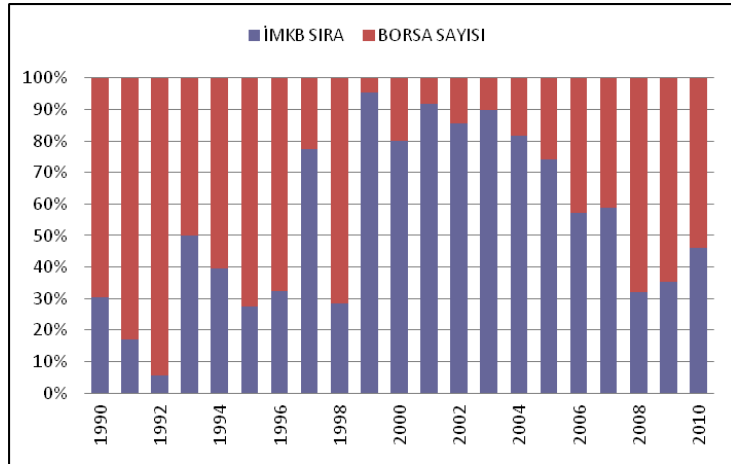


GRAFİK 31: 2010 YILI F/K KATSAYILARINA GÖRE BORSALARIN SIRALAMASI

1990-2010 yılları arasında borsaların kâr payı verimlerine bakıldığında İMKB'nin dünya borsaları arasında 2 (1992 yılı) ile 45. (2003 ve 2004 yılları) sıralar arasında yer aldığı görülmektedir (Tablo 24). Bu tarihler arasında dünya genelinde faal olan menkul kıymet borsaları arasında kâr payı verimine göre sıralamasına bakıldığında İMKB değişken bir performansı göstermektedir. İMKB bugün dünyadaki 52 borsa arasında kâr payı verimi performansı açısından 24. sırada yer almaktadır.



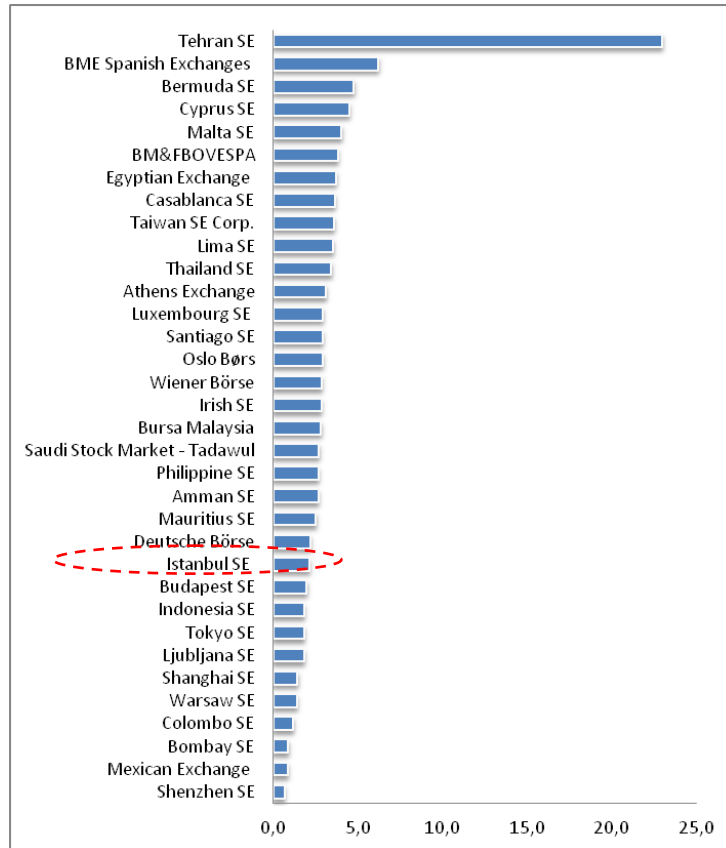
GRAFİK 32: 1990-2010 YILLARI ARASINDA KÂRPAYI VERİMİNE GÖRE İMKB'NİN DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ YERİ



GRAFİK 33: 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN KÂRPAYI VERİMİNE GÖRE SIRALAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ

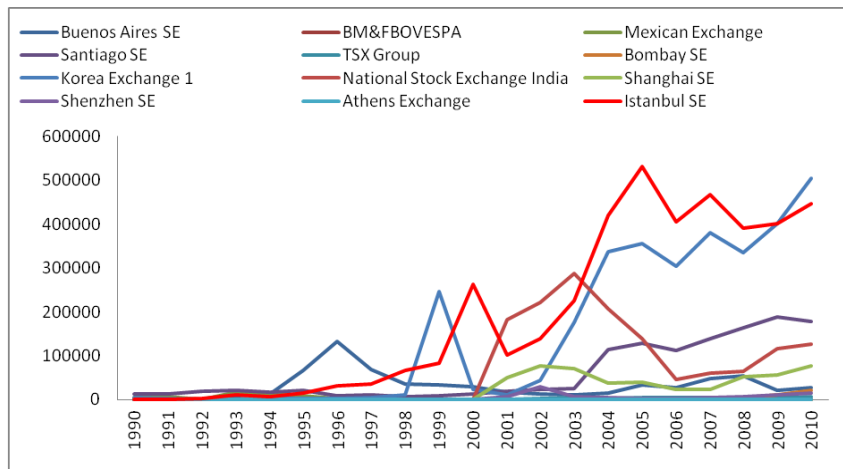
TABLO 24: : 1990-2010 YILLARI ARASINDA İMKB'NİN KÂRPAYI VERİMİNE GÖRE SIRLAMASININ DÜNYA BORSALARI ARASINDAKİ GÖRELİ DEĞERİ

YIL	İMKB SIRA	BORSA SAYISI
1990	10	33
1991	6	35
1992	2	35
1993	19	38
1994	15	38
1995	11	40
1996	13	40
1997	31	40
1998	12	42
1999	40	42
2000	36	45
2001	44	48
2002	42	49
2003	45	50
2004	45	55
2005	40	54
2006	32	56
2007	33	56
2008	18	56
2009	19	54
2010	24	52



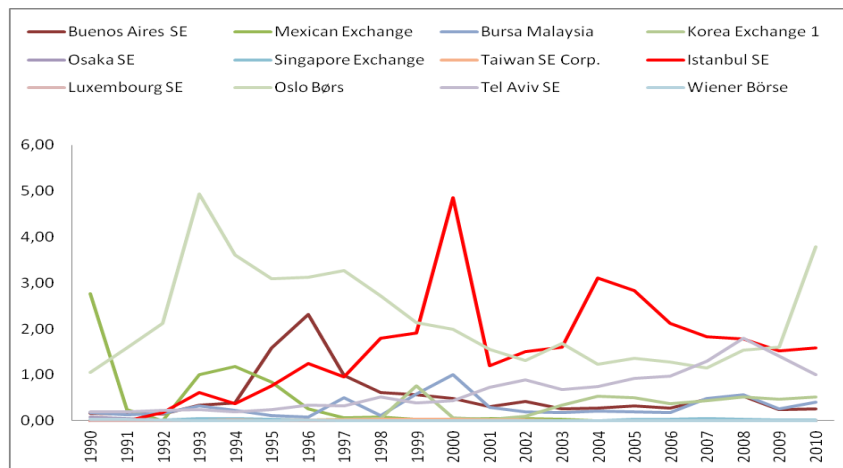
GRAFİK 34: 2010 YILI KÂRPAYI VERİMİNE GÖRE BORSALARIN SIRLAMASI

İMKB'yi diğer ülke borsalarıyla karşılaştırdığımızdaysa, İMKB'nin diğer borsalardan farklı olarak tahvil ve bono piyasasını bünyesinde barındırdığını görmekteyiz. Aşağıda Grafik 35 seçilmiş ülkelerdeki işlem gören tahvil ve bonoların piyasa değerleri verilerine göre çizilmiştir. Bu grafiğe göre İMKB Tahvil ve Bono piyasasının karşılaştırma yapılan borsalara göre yüksek bir piyasa değerine sahip olduğu söylenebilir. İşlem görme oranına göre karşılaştırıldığında, karşılaştırma yapılan borsalara göre İMKB Tahvil ve Bono piyasasında işlem görme oranının yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 36). İMKB işlem görme oranı göre 2010 yılında dünya borsaları (anlamli verisi olan 41 borsa) arasında 4. Sırada (Grafik 37). Toplam işlem hacmi açısından, İMKB Tahvil ve Bono piyasası 2010 yılı itibariyle 47 borsa arasında 8. sıradadır (Grafik 38).



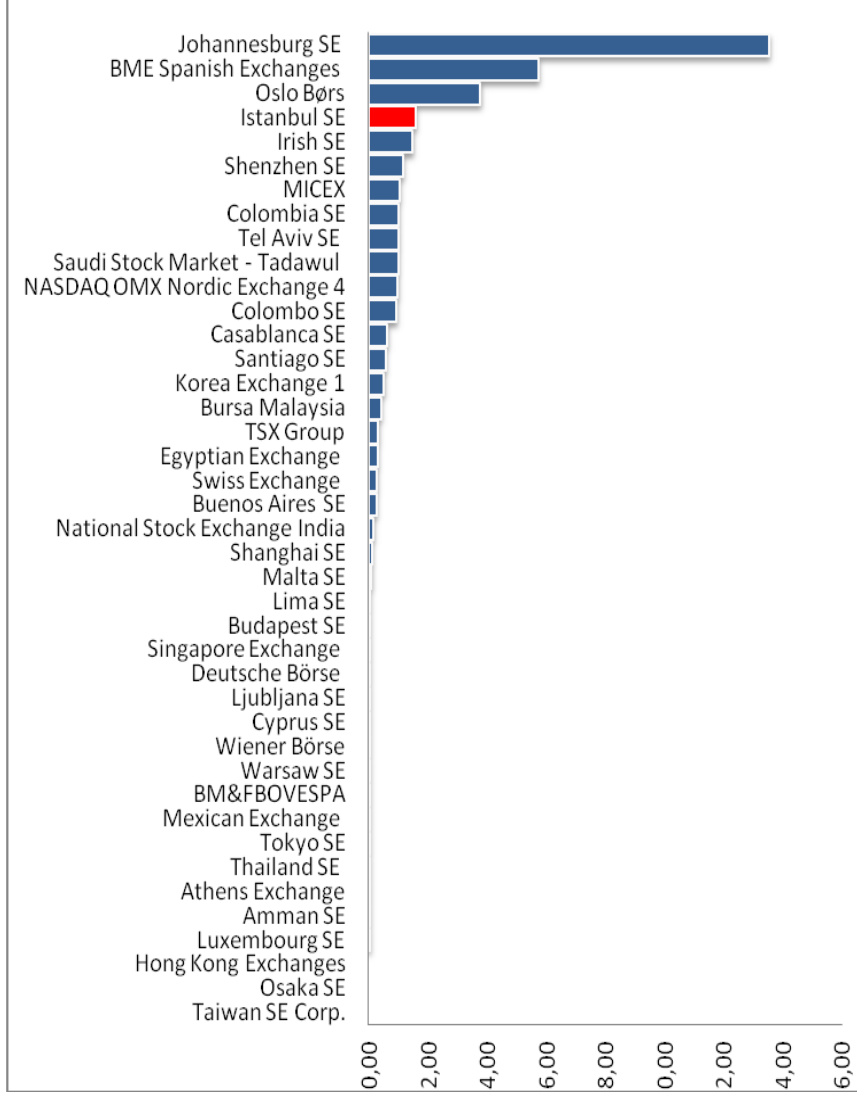
GRAFİK 35: 1990-2010 DÖNEMİ İŞLEM GÖREN TAHVİL PİYASA DEĞERLERİ (YEREL VE YABANCI) (MİLYON USD)

KAYNAK: BIS, IMF



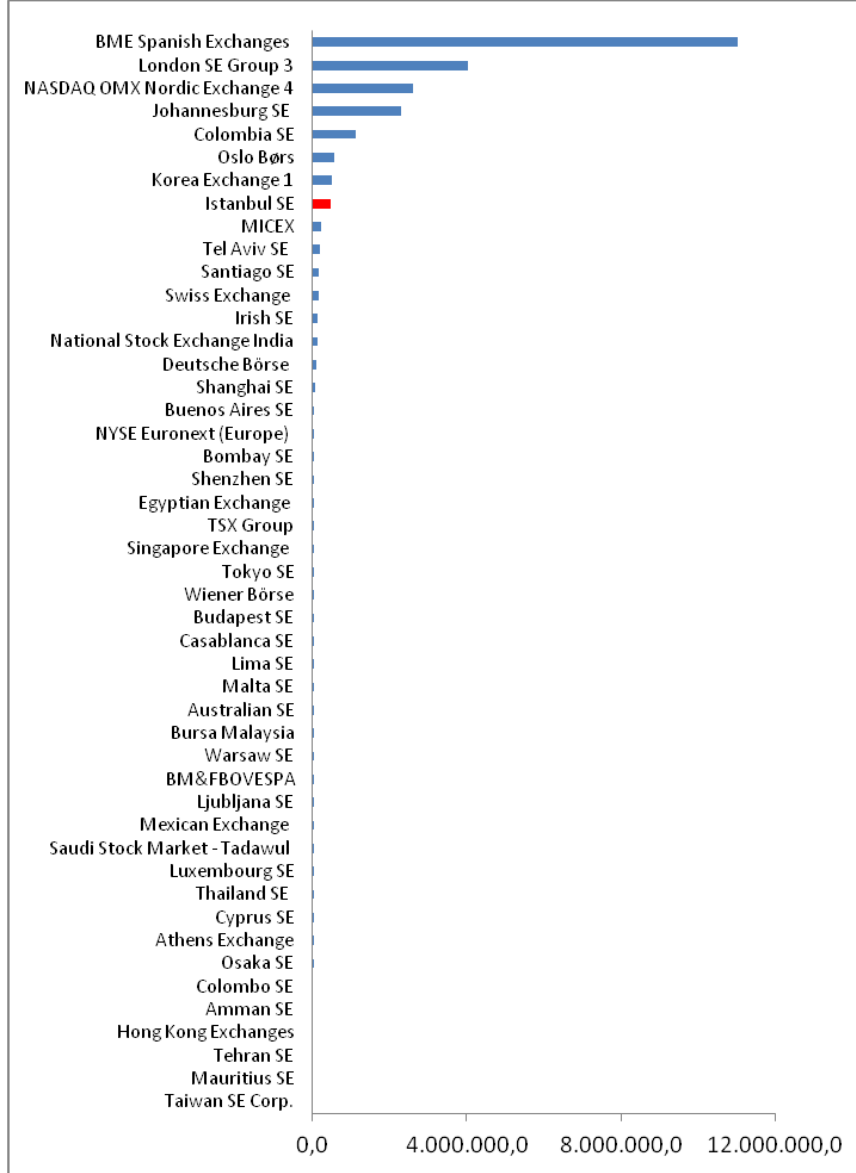
GRAFİK 36: 1990-2010 DÖNEMİ İŞLEM GÖREN TOPLAM TAHVİL DEĞERİ/KOTE EDİLMİŞ TOPLAM TAHVİL DEĞERİ

KAYNAK: BIS, IMF



GRAFİK 37: 2010 YILI İŞLEM GÖREN TOPLAM TAHVİL DEĞERİ/KOTE EDİLMİŞ TOPLAM TAHVİL DEĞERİNE GÖRE SIRALAMA

KAYNAK: BIS, IMF



GRAFİK 38: 2010 YILI İŞLEM GÖREN TAHVİLLERİN PİYASA DEĞERLERİ (YEREL VE YABANCI) (MİLYON USD)

KAYNAK: BIS, IMF

F) Ekonomide İMKB'den Beklenen Fonksiyon ve İMKB'nin Performansı

Ekonomik kalkınma ve finansal sistem arasında yakın bir ilişki vardır. Finansal kurumlar ve finansal araçların gelişip çeşitlenmesi, bir başka deyişle finansal sistemin gelişmesi, ekonomik gelişmenin en önemli destekleyicisidir. Finansal gelişmeyle birlikte ekonomide toplam tasarruflar ve yatırımlar artar, kaynaklar daha etkin ve verimli dağılır, gelir dağılımı düzelir ve yurtdışı sermaye girişi artar. İMKB'nin kurulduğu günden bugüne Türk Ekonomisi'nde finansal araç ve kurumların gelişip çeşitlenmesine zemin hazırlayıp menkul kıymet stoklarının artmasını sağlayarak finansal derinleşme ve gelişmeye katkı sağlaması en doğal beklentidir. Çalışmanın bu bölümünde kurulduğu günden bugüne kadar geçen sürede İMKB'nin kendisinden beklenen fonksiyonları yerine getirip getirmediği irdelenecektir. Bu analiz iki bölümde ele alınacaktır. İlk bölümde İMKB'nin performansı, direkt olarak kendi faaliyeti çerçevesinde ve ikinci bölümde ülke sermaye piyasasını temsilen dolaylı şekilde ele alınacaktır.

a) İMKB'nin Performansı

İMKB'nin performansı bu bölümde, iyi bir borsanın sahip olması gereken özellikler açısından değerlendirilecektir.

i. Likidite Sağlama

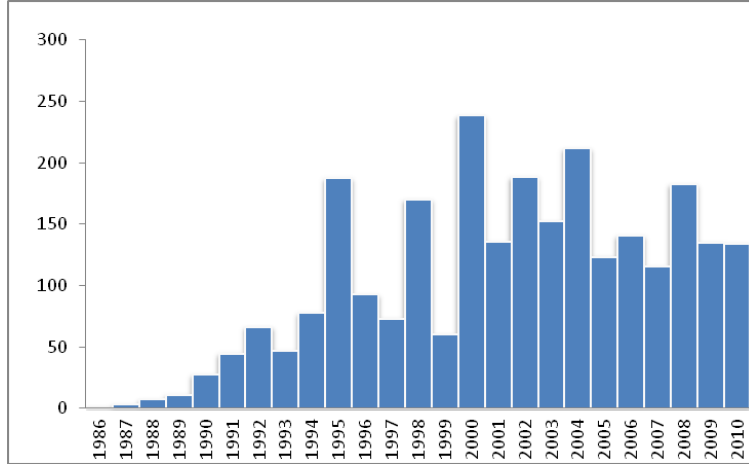
Borsaların en önemli fonksiyonlarından biri likidite sağlamalarıdır. Likidite, borsaların performanslarının ölçülmesinde ön plana çıkan kriterlerden biridir. Likiditeyi, yeni bir bilgi olmadan, bir menkul değeri bir önceki işlem fiyatından çok farklı olmayacak bir fiyattan alabilme veya satabilme olarak tanımlayabiliriz. Bu tanımda likiditenin iki özelliği ortaya çıkmaktadır: alım satım işleminde süre ve uygun fiyat. Bunlardan ilki, menkul değer kısa sürede nakde dönüştürülmesini içeren pazarlanabilme kabiliyeti olup ikincisi bunun en düşük kayıpla paraya çevrilebilmesidir. Bu nedenle pazarlanabilme, likidite için gerekli bir koşul olmakla birlikte yeterli değildir. Likiditede önemli nokta, fiyatın devamlılığı veya istikrarıdır. Bu özellik, yeni bir bilgi olmadan, fiyatın bir işlemten diğerine değişmeden aynı kalmasıdır. Bu özellik pazara devamlılık ve güven kazandırır. Sürekli pazar için ayrıca derinlik de gerekir. Mevcut fiyatın altında ve üstündeki düzeylerde çok sayıda alıcı ve satıcının olması, fiyattaki değişiklik halinde, bunların devreye girmesiyle fiyatta önemli bir değişiklik olmamasına imkan yaratır.

Likiditenin en temel göstergesi işlem görme oranıdır (işlem hacmi / toplam piyasa değeri, turnover ratio). İşlem görme oranı finansal piyasaların likiditesi hakkında önemli bilgiler verir ve pazarın derinliğini gösteren bir ölçü olarak da kabul edilir.

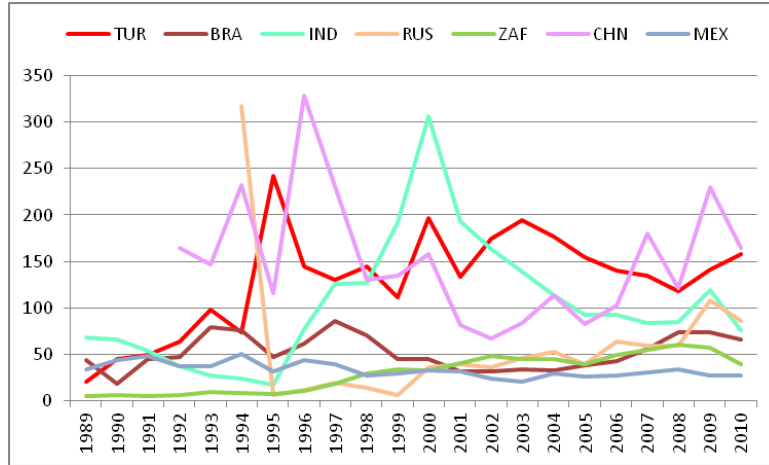
İMKB'de işlem görme oranı 1989 yılında 20,15 iken 2010 yılına gelindiğinde 158,37 olmuştur. 2000 yılında 196,53 ile enyüksek değerine ulaşmıştır. 2000 yılından sonra işlem görme oranında yavaşlama ve gerileme olmuştur (Tablo 25). Benzer ülke borsalarıyla mukayese edildiğinde İMKB işlem görme oranı en yüksek borsalardan birisidir. Buna göre İMKB likit bir borsa olarak da yorumlanabilir.

İMKB'deki hisse senedi stoku her yıl piyasada giderek daha hızlı dönmektedir. Hisse senedi stoku giderek daha hızlı işleme tabi tutulmakta ve daha hızlı bir şekilde devretmektedir. Halka arzlar incelendiğinde hisse senedi stokunda kayda değer bir artış olmadığı görülmektedir. Aynı şekilde yıllar içinde işlem hacmi de artmaktadır. Borsa işlem hacminin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYH) oranına bakıldığında yıllar itibarıyla bu oranın arttığı görülmektedir. Hisse senedi stokunda kayda değer bir artış olmamasına karşın işlem hacmindeki artış işlem görme oranının artmasına ve dolayısıyla fiyatların artmasına neden olmuştur⁵ (Grafik 39).

⁵ <http://www.radikal.com.tr/1999/10/14/yazarlar/guvsak.html>



GRAFİK 39: İMKB'DE İŞLEM GÖRME ORANI



GRAFİK 40: SEÇİLMİŞ BORSALARDA İŞLEM GÖRME ORANI

TABLO 25: BORSALARDA İŞLEM GÖRME ORANLARI

	TUR	BRA	IND	RUS	ZAF	CHN	MEX	ARG
1988								
1989	20,15	43,82	68,22		5,52		34,24	61,41
1990	45,14	18,41	66,52		6,07		44,17	22,75
1991	49,26	45,18	53,65		5,26		48,47	44,32
1992	63,92	46,59	36,71		5,71	164,44	37,59	84,52
1993	98,01	79,35	26,71		9,46	147,35	36,74	33,03
1994	73,41	75,93	24,23	317,16	7,84	231,93	50,13	28,11
1995	242,58	47,05	17,21	5,81	6,73	116,36	31,15	12,30
1996	145,03	61,49	76,98	11,14	10,42	328,62	43,64	10,63
1997	129,74	85,70	126,10	19,62	18,88	230,90	39,82	49,46
1998	144,53	70,46	126,89	14,11	29,01	130,12	27,51	30,24
1999	111,06	44,89	192,43	6,12	33,70	134,19	29,33	12,04
2000	196,53	44,61	306,50	36,56	33,16	158,29	32,47	4,77
2001	133,44	31,57	192,91	39,80	40,43	81,26	31,85	2,33
2002	174,25	31,09	163,31	36,06	48,61	67,55	24,17	0,91
2003	194,67	33,73	138,89	45,64	45,45	83,34	20,82	6,90
2004	176,90	33,13	113,68	52,47	45,03	113,29	29,10	17,91
2005	154,91	38,32	92,23	39,03	39,32	82,55	25,66	30,44
2006	140,53	42,93	93,08	64,06	48,80	101,97	27,27	6,42
2007	134,71	56,21	83,97	58,94	54,99	180,10	30,99	9,92
2008	118,52	74,27	85,19	59,18	60,61	121,30	34,33	19,31
2009	141,72	73,91	119,35	108,46	57,27	229,61	26,89	5,39
2010	158,37	66,43	75,62	85,71	39,60	164,37	27,31	4,58

TUR Türkiye
BRA Brezilya
IND Hindistan
RUS Rusya Federasyonu

CHN Çin
GRC Yunanistan
ZAF Güney Afrika
MEX Meksika

ARG Arjantin
LMY Düşük ve Orta Gelir Grubu
UMC Üst Gelir Grubu
OED OECD Üyesi Ülkeler

KAYNAK: IMF

Dünyada gelişmekte olan ülke borsaları arasında, İMKB işlem görme oranı en yüksek olan borsalar arasında yer alarak yüksek likidite sağlamaktadır.

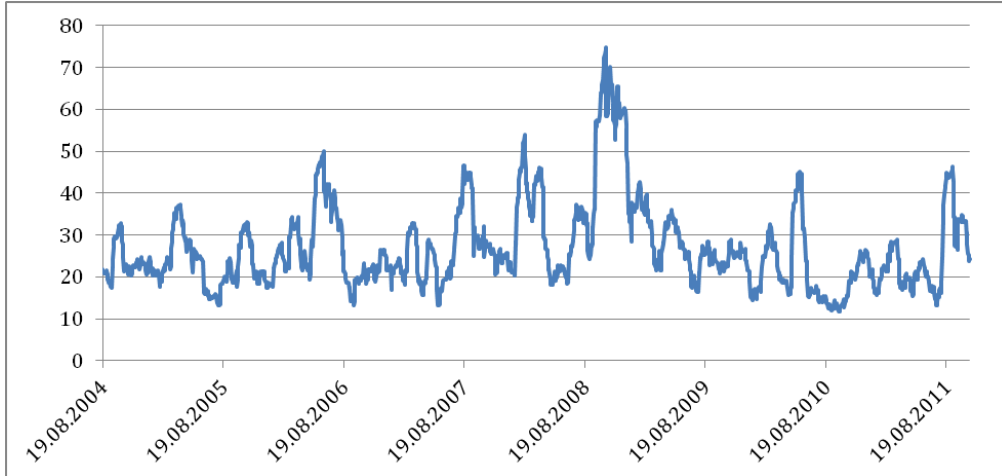
Bu arada hisse senedi piyasasının likiditesinin kurumsal yönetimi olumsuz yönde etkilediği görüşleri de ileri sürülmektedir. Bu görüşe göre, borsada likiditenin çok yüksek olması, yatırımcı miyopluğu (investor myopia)'na yol açmaktadır. Yatırımcıların hisse senetlerini likit piyasalarda kolaylıkla satabilmeleri, yatırımcıların şirketlere olan bağlarını ve yönetimleri kontrol mekanizmalarını zayıflatmaktadır. Bu problem, makroekonomik dalgalanma ile daha da büyüyebilmektedir⁶

⁶ Bhidé, A., "High Cost of Quality", Financial Times, 13 Aralık 1994; "Fair Stock Markets: The Hidden Cost", The New York Times, 22 Ocak 1995.

ii. Fiyat Oluşumu ve İstikrarı

Borsaların en önemli fonksiyonlarından biri sağlıklı, adil fiyat oluşumuna imkan sağlamaları ve oluşan fiyatlardaki istikrardır. Likidite, piyasaların devamlılığı açısından önemli olup yatırımcıların piyasalara olan güven duyguları açısından önemlidir ve yatırımcının sahip olduğu menkul değeri kolaylıkla nakde dönüştürebilmesine imkan sağlar. Yatırımcının, bir önceki işlem fiyatından çok farklı olmayan bir fiyattan hisse senedi alabilmesi veya satabilmesinin piyasaya güven açısından çok önemli olduğu belirtilmiştir. Bu konu fiyat istikrarı olarak adlandırılmakta olup piyasada devamlılık için önemlidir. Fiyat istikrarı fiyattaki dalgalanma veya volatilité ile ölçülmektedir.

Kurulduğu günden bu yana hızlı bir gelişim gösteren İMKB, 25 yıllık geçmişini yüksek getiri-risk yapısıyla sürdürmüş ve fiyatta bu dalgalanma ile birçok yabancı yatırımcı için cazip bir yatırım imkânı sunmuştur. Aşağıda 2004-2011/10 arası İMKB-100 Endeksi 21 günlük volatilité değerlerine dayalı bir grafik yer almaktadır.⁷ Değerler, Kapanış-Kapanış volatilité hesaplama yöntemiyle bulunmuş tarihsel volatilité değerleridir.



GRAFİK 41: İMKB ULUSAL-100 FİYAT ENDEKSİ VOLATİLİTESİ (%)

Grafik 41'den de izlenebileceği gibi İMKB Ulusal-100 Fiyat Endeksi oldukça değişken, volatilitesi yüksek bir yapıya sahiptir. Ayrıca volatilitenin kümelenmeler sergilediğini de söylemek yanlış olmayacaktır.

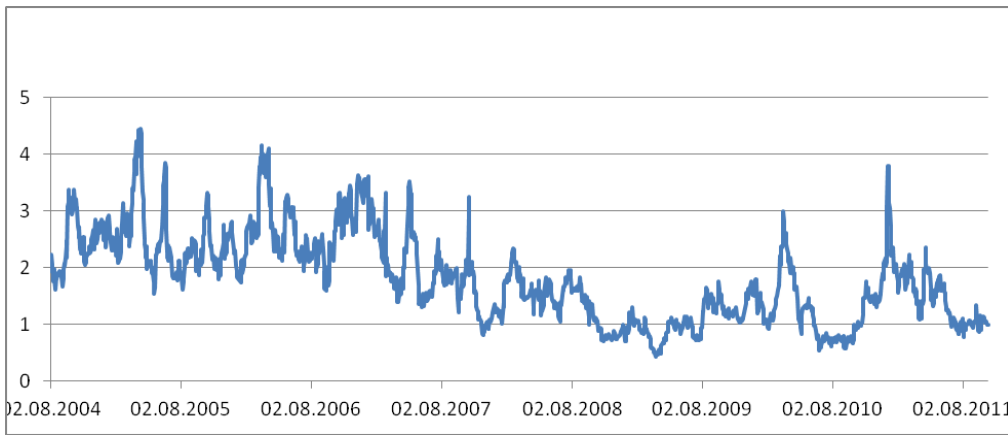
Hisse senetleri piyasasında volatilitéyi inceleyen pek çok araştırma İMKB'nin yüksek getiri ve yüksek risk barındırdığını ve bu riskin zamana dayalı bir risk olduğunu bulmuştur (Balaban, Candemir ve Kunter, 1996, Yılmaz, 1997, Yavan ve Aybar, 1998). Ayrıca İMKB'de diğer birçok piyasaya kıyasla, olumsuz haberlerin olumlu haberlerden daha fazla volatilitéye neden olmadığı sonucuna ulaşılmıştır (Yavan ve Aybar, 1998).

⁷ www.imkb.gov.tr

Gelişmiş piyasalarda olduğu gibi İMKB’de de dış ticaret açığı ve para arzının volatilitesindeki artış, getiri volatilitesinde negatif yönde etkili olmaktadır. Net portföy yatırımlarının volatilitesi sermaye piyasasındaki gelişmelerle birlikte olduğu takdirde, sermaye piyasası getirisindeki volatilité üzerinde önemli bir etkisi olmaktadır (Begeç, 1999, Muradođlu, Berument ve Metin, 1999, Badur, 2000, Kırbaş-Kasman ve Kasman, 2003, Bildik ve Elekdağ, 2004).

Ayrıca volatilitenin piyasa açılışlarında daha yüksek olduğu ve gün içinde belli bir şekilde azaldığı gözlemlenmiştir (Tezölmez, 2000).

Aşağıdaki grafikte de İMKB-100 Endeksi’nin NYSE Composite Index baz alınarak oluşturulmuş göreceli volatilité (relative volatility) değerleri yer almaktadır (Grafik 42).



GRAFİK 42: İMKB-100 ENDEKSİ’NİN NYSE COMPOSITE INDEX BAZ ALINARAK OLUŞTURULAN GÖRELİ VOLATİLİTESİ

Görelé volatilité hesaplanırken, İMKB-100 Endeksi’nin 21 günlük volatilité değerleri NYSE Composite Index’in aynı metodolojiyle hesaplanan 21 günlük volatilité değerlerine bölünmüştür.⁸ Görelé volatilité en yüksek değerlerini 2005 yılının başlarında almıştır. Özellikle 2007 yılının sonlarına doğru 1 değerine yaklaşan göreceli volatilité New York Borsası’nın volatilité değerinin İMKB’nin volatilité değerine eşit olduğunu göstermektedir. Hatta 2008 yılının sonlarında İMKB’nin volatilité değeri NYSE’nin değerinin altına inmiştir. 2004-2007 arasında görelé volatilité çok daha sert hareketler izlerken, İMKB için 2008’den sonra nispeten daha durağan bir risk yapısından söz etmek mümkündür. Bu yapı 2011 yılının Ocak ayında biraz bozulmuş fakat daha sonra aynı durağanlığa dönmüştür. Bu bağlamda, Borsa’nın risk yapısında son yıllarda bir düzelme olduğunu söylemek mümkündür.

iii. İşlem Maliyeti (Faaliyet Etkinliği Veya İçsel Etkinlik)

Borsalarda menkul kıymetleri işlem gören şirketlerin, bu menkul kıymetlerin ilk defa halka arz edilmesi ve bu kıymetler için borsada işlem görebilme (kotasyon) izninin alınmasına ilişkin bazı maliyetlere katılmaları gerekmektedir. Bu maliyetlerin yüksek veya düşük olması yatırımcıların işlem yapma arzularını azaltmakta veya özendirmektedir. Bu tür maliyetler, bu açıdan borsaların

⁸ Yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

işlem hacmini de etkileyebilmektedir. Genel olarak “kotasyon ücretleri” olarak adlandırılan bu ücretler:

- c) Kota alma,
- d) Kotta kalma,
- e) Yeniden kota alma ücreti olarak sınıflandırılmaktadır.

Kota alma ücreti, bir şirketin menkul kıymeti ilk defa halka arz edildiğinde borsaya ödemek yükümlülüğünde olduğu bir bedeldir. Kotta kalma ücretiyse, menkul kıymetleri borsada işlem gören şirketlerin yıllık olarak borsaya ödemeleri gereken bir tutardır. Menkul kıymetleri geçici olarak Borsa Kot İçi veya Kot Dışı Pazarları’ndan çıkarılmış bulunan şirketlerin ödedikleri ücrete ise yeniden kota alma ücreti denmektedir.

Dünya borsalarında kotasyon ücretleri farklı şekillerde belirlenmektedir. Bazı borsalarda ihraç edilen menkul kıymetin nominal veya pazar değeri üzerinden belli bir oranda ücretlendirme yapılırken (İMKB, Malezya Borsası), bazı borsalarda belirli aralıklar belirlenerek bu aralıklar için değişik ücretler tespit edilmektedir (Singapur, Hong Kong). Bazı borsalardaysa sabit tutarlar mevcuttur (Japonya). Aşağıda çeşitli borsaların, İMKB Kotasyon Yönetmeliği’nin 13. Maddesi (c) bendi kapsamında belirtilen hisse senedi grupları için uygulayacakları kotasyon ücreti tutarları (TL bazında) aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:

TABLO 26: HİSSE SENEDİ KOTASYON ÜCRETLERİ (TL)

Borsa (*)	Grup 1	Grup 2	Grup 3
1. Almanya Frankfurt Borsası	13.750	13.750	13.750
2. AMEX	126.000	126.000	99.000
3. Avusturya Borsası	125.000	50.000	25.000
4. Çin Shanghai Borsası	15.000	6.000	3.000
5. Çin Shenzhen Borsası	9.000	2.160	1.800
6. Euronext Paris	130.000	58.000	25.000
7. Hong Kong Borsası	87.500	56.250	43.750
8. İMKB	50.000	20.000	10.000
9. İngiltere Borsası	153.000	77.000	19.500
10. Kore Borsası	19.000	13.250	9.300
11. Macaristan Borsası	66.750	37.875	28.500
12. Malezya Borsası	20.000	11.500	11.500
13. Mısır Borsası	160	160	160
14. Moskova Borsası	3.750	2.800	1.000
15. NYSE Euronext	262.800	225.000	225.000
16. Tayland Borsası	25.000	10.000	6.250
17. Varşova Borsası	55.000	24.000	12.000
18. Yunanistan Borsası	160.000	64.000	32.000
ORTALAMA	73.428	44.319	31.473

(*) Borsa isimleri alfabetik olarak verilmektedir.

Kaynak: İMKB Kotasyon Müdürlüğü, “Borsaların Kotasyon Ücret Tarifeleri”, Kasım 2011

Tabloda belirtilen gruplar aşağıda verilen değerler gözetilerek sınıflandırılmıştır:

	Grup 1	Grup 2	Grup 3
Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri	200 milyon TL	80 milyon TL	40 milyon TL
Şirket Ödenmiş Sermayesi	50 milyon TL	20 milyon TL	10 milyon TL
Hisse Senedi Fiyatı	4 TL(*)	4 TL	4 TL

(*) İMKB’de işlem gören şirketlerin fiyatlarının mod, medyan ortalamalarına göre hesaplanmış ortalama fiyattır.

Söz konusu gruplandırmalarda, “Grup 1” büyük ölçekli şirketleri, “Grup 2” orta ölçekli şirketleri ve “Grup 3” ise KOBİ’leri ifade etmektedir.

Buna göre İMKB, yukarıdaki tabloda (Tablo 26) belirtilen gruplara göre “Grup 1” ve “Grup 2” ye göre analizde verisi kullanılan 18 ülke borsası içinde hisse senetleri üzerinden alınan kotasyon ücreti açısından 9. sırada, “Grup 3” e göre ise 7. sırada bulunmaktadır. İMKB’nin hisse senetleri üzerinden alınan kotasyon ücreti, tüm gruplar açısından ortalama kotasyon gelirinden daha düşük bulunmaktadır.

Aşağıda çeşitli borsaların bu kez “borçlanma araçları ve borsa yatırım fonları” için uygulayacakları kotasyon ücreti tutarları (TL bazında) özetlenmektedir:

TABLO 27: BORÇLANMA ARAÇLARI VE BORSA YATIRIM FONLARI KOTASYON ÜCRETLERİ (TL)

Borsa (*)	Grup 1	Grup 2	Grup 3
1. Almanya Frankfurt Borsası	13.750	13.750	13.750
2. AMEX	126.000	126.000	99.000
3. Avusturya Borsası	125.000	50.000	25.000
4. Çin Shanghai Borsası	15.000	6.000	3.000
5. Çin Shenzhen Borsası	9.000	2.160	1.800
6. Euronext Paris	130.000	58.000	25.000
7. Hong Kong Borsası	87.500	56.250	43.750
8. İMKB	50.000	20.000	10.000
9. İngiltere Borsası	153.000	77.000	19.500
10. Kore Borsası	19.000	13.250	9.300
11. Macaristan Borsası	66.750	37.875	28.500
12. Malezya Borsası	20.000	11.500	11.500
13. Mısır Borsası	160	160	160
14. Moskova Borsası	3.750	2.800	1.000
15. NYSE Euronext	262.800	225.000	225.000
16. Tayland Borsası	25.000	10.000	6.250
17. Varşova Borsası	55.000	24.000	12.000
18. Yunanistan Borsası	160.000	64.000	32.000
ORTALAMA	73.428	44.319	31.473

(*) Borsa isimleri alfabetik olarak verilmektedir.

Kaynak: İMKB Kotasyon Müdürlüğü, “Borsaların Kotasyon Ücret Trifeleri”, Kasım 2011

Tabloda belirtilen gruplar aşağıda verilen değerler gözetilerek sınıflandırılmıştır.

	Borçlanma Aracı	Borsa Yatırım Fonu
Nominal Tutar/Fon Büyüklüğü	100 milyon TL	100 milyon TL

Tablo 27'den de anlaşılacağı üzere İMKB, borçlanma araçlarından alınan kotasyon ücreti açısından analizde verisi kullanılan 15 ülke borsası içinde 10. sırada, borsa yatırım fonlarından alınan kotasyon ücreti açısından analizde verisi kullanılan 12 ülke borsası içinde 6. sırada bulunmaktadır.

İMKB'nin borçlanma araçları ve borsa yatırım fonları üzerinden alınan kotasyon ücreti, tüm gruplar açısından ortalama kotasyon gelirinden daha düşük bulunmaktadır.

Tablo 28'den de izlenebileceği gibi, Türkiye'de toplam işlem maliyetlerinin % 60'ı (=23,15/38,3) ortalama komisyonlardan, % 5'i (=1,92/38,3) ortalama ücretlerden, % 35'i (=13,23/38,3) de dolaylı maliyetlerden oluşmaktadır. 47 ülke ortalamasına bakıldığında ise toplam işlem maliyetlerinin % 54'ünün komisyonlardan, % 16'sının diğer ücretlerden, % 30'unun da dolaylı maliyetlerden oluştuğu görülmektedir.

Türkiye'de aracılık komisyonunun hem toplam işlem maliyetleri içinde görece olarak yüksek bir paya sahip olduğu, hem de bu payın diğer ülke ortalamalarından bir miktar yüksek olduğu sonucu çıkmaktadır. Buna karşın, ortalama ücretler diğer ülkelere göre kayda değer oranda düşük, dolaylı maliyetler de diğer ülke ortalamasının bir miktar üzerindedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan 47 ülke arasında Türkiye ortalama komisyonlara göre 31., ortalama ücretlere göre 32. ve dolaylı maliyetlere göre de 32. sırada yer almaktadır. Çeşitli borsalarda uygulanmakta olan komisyon oranları, dolaysız ve dolaylı maliyetler Tablo 28 de yer almaktadır. Bu tabloda İMKB'nin ortalamının üzerinde bir maliyet yansıttığı görülebilmektedir.

TABLO 28: ÇEŞİTLİ BORSALARDA UYGULANAN KOMİSYON ORANLARI

ÜLKELER	HİSSE SENETLERİNİN ORTALAMA FİYATI (\$)	DOLAYSIZ MALİYETLER		TOPLAM DOLAYSIZ MALİYETLER (BAZ PUAN)	DOLAYLI MALİYETLER PİYASA ETKİSİ MALİYETİ ³ (BAZ PUAN)
		ORTALAMA KOMİSYONLAR ¹ (BAZ PUAN)	ORTALAMA ÜCRETLER ² (BAZ PUAN)		
A.B.D. — NYSE	44,39	9,64	0,13	9,77	4,12
A.B.D. — Nasdaq	38,03	11,92	0,15	12,07	5,44
Almanya	97,13	15,93	0,18	16,11	7,45
Arjantin	23,96	25,00	3,48	28,48	13,75
Avustralya	16,32	19,58	0,11	19,69	7,48
Avusturya	53,49	17,18	0,38	17,56	8,39
Belçika	70,59	17,72	0,15	17,87	9,22
Brezilya	20,19	22,00	1,62	23,62	8,17
Çek Cumhuriyeti	139,19	28,67	2,27	30,94	7,04
Çin	10,16	18,92	9,02	27,94	18,24
Danimarka	241,42	18,43	0,23	18,66	12,39
Endonezya	0,95	32,56	10,05	42,61	10,37
Filipinler	6,33	36,79	32,54	69,33	11,14
Finlandiya	29,62	17,56	0,40	17,96	10,83
Fransa	77,80	15,88	0,21	16,09	7,41
Güney Afrika	16,47	17,15	12,70	29,85	14,80
Hindistan	34,09	30,76	11,48	42,24	17,30
Hollanda	37,34	16,79	0,43	17,22	7,39
Hong Kong	3,71	18,39	10,44	28,83	12,59
İrlanda — Buys	20,66	15,61	100,00	115,61	17,09
İrlanda — Sells	22,18	16,32	0,54	16,86	16,16
İspanya	36,59	16,75	0,24	16,99	17,44
İsrail	54,57	23,58	1,40	24,98	18,77
İsveç	14,86	16,32	0,09	16,41	10,26
İsviçre	117,34	16,74	0,46	17,20	8,94
İtalya	11,87	16,95	0,25	17,20	7,46
Japonya	39,39	15,84	0,08	15,92	5,58
Kanada	38,24	15,48	0,12	15,60	10,65
Kolombiya	31,18	40,02	0,08	40,10	15,21
Kore	103,96	24,01	15,37	39,38	10,92
Lüksemburg	62,06	15,69	0,10	15,79	13,41
Macaristan	72,20	24,62	3,33	27,95	9,83
Malezya	2,30	25,37	4,95	30,32	10,79
Meksika	6,99	23,65	0,01	23,66	17,15
Mısır	69,63	33,91	0,15	34,06	21,98
Norveç	19,44	17,78	0,10	17,88	11,36
Peru	56,93	47,31	0,00	47,31	16,41
Polonya	27,44	28,30	0,65	28,95	13,20
Portekiz	9,92	18,32	0,53	18,85	14,57
Rusya	58,83	16,70	0,91	17,61	14,89
Singapur	4,51	21,51	2,70	24,21	11,29
Şili	6,47	36,02	2,71	38,73	14,10
Tayland	2,47	28,34	1,77	30,11	12,62
Tayvan	1,72	24,84	14,16	39,00	10,42
Türkiye	6,89	23,15	1,92	25,07	13,23
U.K. — Buys	13,22	15,21	49,98	65,19	7,06
U.K. — Sells	13,45	15,08	0,21	15,29	7,36
Venezüella	12,02	43,83	9,19	53,02	30,66
Yeni Zelanda	3,93	18,95	0,41	19,36	14,96
Yunanistan	30,95	24,97	13,29	38,26	11,85
Ortalama	38,67	22,24	6,43	28,67	12,18

KAYNAK: Elkins/McSherry, 2008, The Cost of Executing Trades in 47 Countries, Institutional Investor, <http://www.institutionalinvestor.com/Article/2043066/The-Cost-of-Executing-Trades-...>

- 1) Ortalama komisyonlar, aracı kuruluşlar tarafından alınan aracılık komisyonları ifade etmektedir.
- 2) Ortalama ücret işlemler üzerinden alınan diğer her türlü vergi ve ücreti ifade etmektedir.
- 3) Piyasa etkisi maliyeti, bir piyasada menkul kıymetin belirli bir anda farklı alı ve satışı fiyatları arasındaki farktan kaynaklanan maliyettir.

İMKB, 2008 yılından itibaren tüm sermaye piyasası kurumlarının katılımı ile başta halka arzların artırılması olmak üzere, yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, pazarların yeniden yapılandırılması, işlem sistemleri altyapısının yenilenmesi ve geliştirilmesi, yatırımcıların korunması ve kamunun aydınlatılması konuları başta olmak üzere birçok alanda çalışma başlatmış ve kurumlar arasında etkin ve sürekli bir işbirliği tesis etmiştir. Şirketlerin sermaye piyasasının sunduğu imkanlardan daha fazla yararlanması, büyümeleri için ihtiyaç duydukları kaynaklara ulaşması ve aile şirketlerinin halka açılarak sürdürülebilirliklerinin sağlanması amacıyla, İMKB ile SPK, TOBB ve TSPAKB arasında imzalanan İşbirliği Protokolü ile “Halka Arz Seferberliği” çalışmaları başlatılmıştır. Amaç, öncelikle Türkiye’nin en büyük ilk 1000 şirketi içinde yer alan şirketleri sermaye piyasasına kazandırarak 363 olan işlem gören şirket sayısını 2023 yılına kadar 1000’in üzerine çıkarmaktır.

Halka Arz Seferberliği” kapsamında yürütülen çalışmalara ivme kazandırmak, Avrupa Birliği’nde uygulanan minimum halka arz oranını (%25) sağlayacak şekilde halka açılmaları teşvik etmek, İstanbul Finans Merkezi Projesi Eylem Planı hedefleri arasında yer alan “Borsada şirketlerin halka açılması ve halka açıklık oranlarının artırılması” hedefine ulaşılmasını desteklemek amacıyla, 31.12.2012 tarihine kadar hisse senetleri Borsa Ulusal Pazarı veya İkinci Ulusal Pazarı’nda işlem görmeye başlayacak ve halka açıklık oranı en az %25 ya da halka açık kısmın piyasa değeri en az 100 milyon TL olan şirketlerin ödeyecekleri ilk kota/kayda alınma ücretlerinde (kotta/kayıta kalma ücretleri hariç) %25 indirim uygulanmaktadır.

iv. Fiyat etkinliği (Dışsal etkinlik)

Etkin pazarlar, bilgi ve verilerin üzerinde herhangi bir tekelleşmenin bulunmadığı ve çeşitli komisyon ve işlem giderlerinin rekabetçi biçimde oluşabildiği piyasalardır. Bu iki koşula yatırımcıların rasyonel olması koşulu da eklendiğinde, bu piyasalardaki varlıkların piyasa değerlerinin gerçek değerlerine eşit olması beklenmektedir. Eugene Fama’nın 1970 yılında yazdığı makalesi⁹ ile finans literatürüne “Etkin Pazar Hipotezi” olarak geçen bu hipoteze göre oluşan fiyatlar, piyasaya ulaşan bütün bilgileri içermektedir. Etkin Pazar Hipotezi, birçok araştırmacı tarafından çeşitli piyasalar için araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar, gelişmiş piyasalarda zayıf düzeyde etkinliğin varlığı yönündedir¹⁰. Bir çok piyasada yarı güçlü etkinlikte piyasa etkinliği de bulunmaktadır. Fakat çalışmalar sonucunda ortaya konan anomaliler, gelişmiş piyasalarda güçlü düzeyde etkinlikten bahsedilemeyeceğini kanıtlamaktadır.¹¹

Gelişmekte olan piyasalar üzerine yapılan çalışmaların bulguları ise karışıktır. Bazı piyasalar için zayıf düzeyde etkinlikten bahsedilebilirken (Nairobi Menkul Kıymetler Borsası¹², Malezya Menkul Kıymetler Borsası¹³), bazı piyasalarda zayıf düzeyde dahi etkinlik bulunamamıştır (Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası¹⁴, Kuveyt ve Suudi Arabistan¹⁵)

⁹ Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, Cilt XXV, No.2, Mayıs 1970.

¹⁰ Malkiel, B., 1990, A Random Walk Down Wall Street, 5. Baskı, New York: W.W. Norton

¹¹ Sarath, P. Abeysekera, “Efficient Market Hypothesis and the Emerging Capital Market in Sri Lanka: Evidence From the Colombo Stock Exchange – A Note”, **The Journal of Business Finance and Accounting**, 28(1) & (2), 2001.

¹² John P. Dickinson ve Kinandu Muragu: “Market Efficiency in Developing Countries: A Case Study of the Nairobi Stock Exchange”, **Journal of Business Finance and Accounting**, C:21, 1994.

¹³ Laurence, 1986 ve Barnes, 1986.

¹⁴ Othman Yong, “Market Efficiency (Weak Form) Tests of the Malaysian Stock Exchange”. Edit Eden Eser: Klaus P.Fischer ve George J.Papaioannou, Business Finance in Less Developed Capital Markets, ISBN: 0313279721, Greenwood Publishing Group, Aralık 1992.

Türk Sermaye Piyasası'nda piyasa etkinliği araştırmaları 1980'li yılların başlarına dayanır. İlk olarak 1980 yılında Gürsakal,¹⁶ yaptığı test sonucunda hisse senedi fiyat değişimlerinin bir önceki değişimlerden bağımsız olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Daha sonra S. Bekçioğlu ve E. Ada¹⁷ seri korelasyon ve run testlerini kullanarak, hisse senedi fiyat değişimlerinin rassal olmadığını bulmuşlardır. 1993 yılında Öncel,¹⁸ filtre testini kullanarak İMKB'nin zayıf şekilde dahi etkin olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Yine aynı testi kullanarak Köse,¹⁹ 1993 yılında Öncel ile aynı sonuca ulaşmıştır. 1995 yılında Kondak,²⁰ Miller Muthuswamy ve Whaley metodolojisini kullanarak yaptığı çalışmada, İMKB'de işlem hacmi ve getiriler arasında bir ilişkiye rastlamış ve teknik analizin İMKB'de kullanılabileceği yargısına varmıştır. 1996 yılında Kıyılar²¹ üç tür testi (seri korelasyon, run ve filtre testleri) de birarada kullanarak İMKB'nin zayıf düzeyde etkin olmadığı sonucunu elde etmiştir. Zayıf düzeyde etkinliği test eden bu çalışmaların dışında 1992 yılında Şengül ve Önkal,²² yarı güçlü etkinliğin testine yönelik bir çalışma yapmışlardır. Zayıf düzeyde dahi etkinliğin olmadığı Türk Menkul Kıymetler Piyasası'na uygulanan çalışmada yarı güçlü etkinliğin de olmadığı sonucuna varılmıştır. Gökçe ve Eren Sarioęlu²³, 2003 yılında yaptıkları çalışmalarında İMKB-100, İMKB-30 Endeksleri ve 30 adet menkul kıymeti kullanarak piyasa etkinliğinin zayıf türünün İMKB'de geçerli olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Son yıllarda yapılan çalışmaların bulguları ise, Türk Sermaye Piyasası'nın zayıf düzeyde etkinliğe yaklaştığına dair kanıtlar taşımaktadır (Atan vd., 2006²⁴, Gökçe, 2006²⁵ ve Eren Sarioğlu, 2006²⁶).

Bu tür etkinliği belirleyen faktörler arasında, düzenlemeler, diğer bir deyişle fiyatın piyasada oluşumunu etkileyecek veya fiyatı yönlendirecek faaliyetlerin belirlenerek bunların suç sayılması ve bunlara caydırıcı türde yaptırım uygulanması, bu tür faaliyetlerin takibi ve kısa sürede sonuçlandırılmaları da etkili olmaktadır.

¹⁵ Kirt C. Butler ve S.J.Malaikah, "Efficiency and Inefficiency in Thinly Traded Stock Markets: Kuwait and Saudi Arabia", **Journal of Banking and Finance**, Kuzey Hollanda, 1992

¹⁶ Necmi Gürsakal, "Pay Senedi Fiyat Değişmeleri Birbirinden Bağımsız mı?", **Finansal Yönetim ve Yatırım Plânlaması Dergisi**, Yıl 4, Mart 1982, Sayı 13, s.75-83. Aktaran Eser: Murat Kıyılar, **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İredelenmesi- Test Edilmesi**, SPK Yayın No:86, s.39

¹⁷ Selim Bekçioğlu ve Erhan Ada, "Menkul Kıymetler Piyasası Etkin mi? **Muhasebe Enstitüsü Dergisi**, İ.Ü.İşletme Fakültesi, Yıl 11, Sayı 41, Ağustos 1985, s.30-38

¹⁸ Tuğrul Siddik Öncel, "Filter Rule and Trading in The Istanbul Stock Exchange", Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, İstanbul, 1993, s.2. Aktaran Eser: Murat Kıyılar, **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İredelenmesi- Test Edilmesi**, SPK Yayın No:86, s.12

¹⁹ Ahmet Köse, "Etkin Pazar Kuramı ve İMKB'de Etkin Pazar Kuramının Zayıf Şeklini Test Etmeye Yönelik Bir Çalışma: Filtre Kuralı Testi", **İ.Ü.İşletme Fakültesi Dergisi**, C:22, S:2, Kasım 1993, s.105

²⁰ Nuray (Ergül) Kondak, **The Efficient Market Hypothesis Revisited: Some Evidence From The İstanbul Stock Exchange**, SPK Yayın No:83, Ankara, 1997, s. 91-145

²¹ Murat Kıyılar, **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İredelenmesi- Test Edilmesi**, SPK Yayın No:86, s.39

²² Gülnur M.Şengül ve Dilek Önkal, "Türk Hisse Senedi Piyasasında Yarı Güçlü Etkinlik", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 19 (2), 1992, s.197-207

²³ Gökçe, G.A. ve Eren Sarioğlu, S., 2003, "Etkin Pazar Kuramı ve Zayıf Etkin Pazar Kuramının Geçerliliğinin İMKB'de Test Edilmesi", **İşletme Dergisi**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Cilt 32, Sayı 1, İstanbul

²⁴ Atan, M., vd., 2006, "İMKB'nin Etkinlik Düzeyinin Zaman Serisi Ekonometrisi ile Analizi", Ulusal Finans Sempozyumu Bildirileri, <http://www.finasbilim.com/ufs2006/include/sempprogram.html>, (28.02.2010)

²⁵ Gökçe, G.A. , 2006, Opsiyon Değerlemenin Temelleri ve Temel Opsiyon Değerleme Modelleri ile Stokastik Değişkenliğin İMKB Hisse Senedi Piyasaları'nda Geçerliliklerinin Araştırılması, Doktora Tezi, İAV Yayınları.

²⁶ Eren Sarioğlu, S., 2006, Değişkenlik Modelleri ve İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda Değişkenlik Modellerinin Kesitsel Olarak İredelenmesi, Doktora Tezi, İAV Yayınları.

v. Fiyat performansı (Hisse Senedi Fiyat Endeksinde Gelişme)

Hisse senedi borsaları için en önemli performans ölçülerinin başında, hisse senedine yapılan yatırımların, yatırımcılara sağlamış oldukları verim gelir. Bu verimler TL veya döviz cinsinden yıllık ortalama veya kümülatif olarak ölçülebilir. Ayrıca bu verimler, enflasyondan arındırılmış olarak, diğer bir deyişle reel olarak da ölçülebilir.

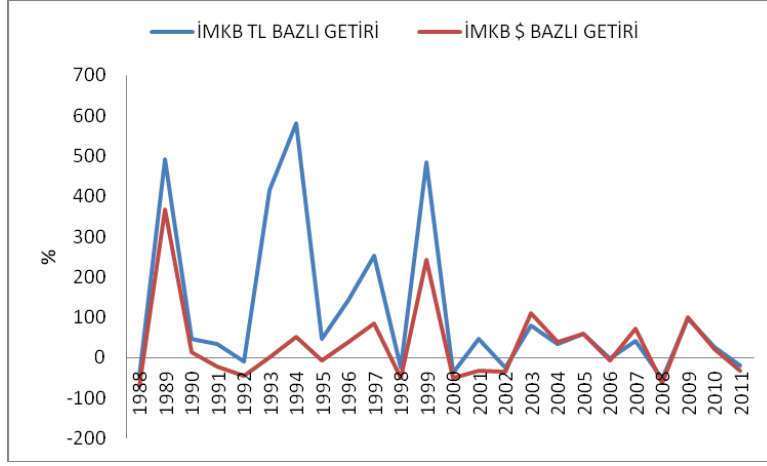
Bu bölümde İMKB'nin performansı değişik dönemler itibariyle ve diğer ülke borsalarının getirileri ile birlikte karşılaştırmalı olarak ele alınacaktır. 1988-2011 yılları arasında İMKB-100 Endeksi üzerinden performansının irdelenmesi durumunda İMKB'nin TL ve Dolar bazında sırasıyla yıllık % 47,62 ve % 6,59 oranında getiri sağlamış olduğu gözlemlenir (Tablo 29). Özellikle 1988-2000 yılları, borsanın olağanüstü iniş ve çıkışlarla dolu bir performans gösterdiği dönemdir. Bu dönemde özellikle TL bazında % 400'ler civarında getirilerin sağlandığı yıllar yanında - % 40'lar civarında negatif getirilerin de olduğu yıllar mevcuttur. Yine bu dönemde 2002 yılına kadar TL bazlı getiriler ile Dolar bazlı getiriler arasında kurlardaki gelişmenin de etkisiyle açılıp kapanan bir makas oluşmuş, ancak 2002 yılından sonra bu fark daralarak paralel seyreden bir yapıya kavuşmuştur. 1988-2011 döneminde İMKB'de oldukça fantastik getiriler gözlemlense de bu dönem, volatilitenin oldukça yüksek olduğu bir dönemdir, bu dönemde yıllık TL bazlı getiri % 47,62 ve standart sapma da % 160,04 dir. Ancak 2000-2011 yıllarına bakıldığında getiriler ve volatilité daha makul seviyelere gelmiştir. Bu dönemde yıllık TL bazlı getiri % 25,66 ve standart sapma da % 47,51 olmuştur (Tablo 29). Standart sapmanın yüksek olması, getirilerinin ortalama yıllık getiriden büyük ölçüde sapma gösterdiğini, diğer bir deyişle oynaklığın yüksek olduğunu ifade etmektedir. Bu da volatile olarak ifade edilmektedir.

TABLO 29: YILLIK GETİRİ

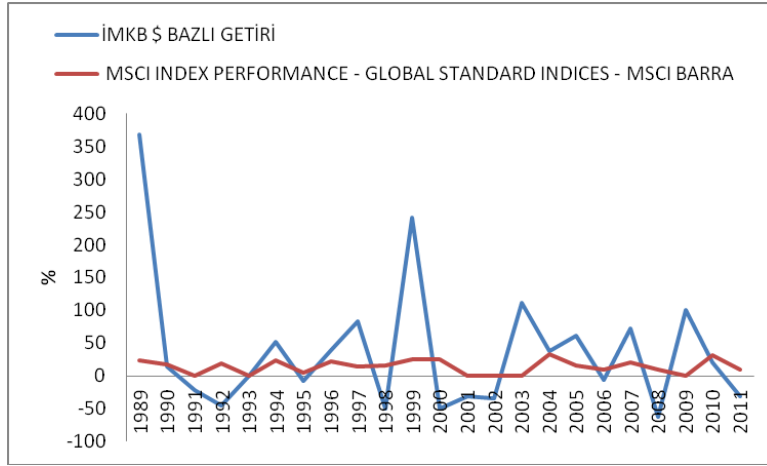
İMKB ENDEKS	TARİH	KAPANIS TL BAZLI	KAPANIS \$ BAZLI	İMKB TL BAZLI GETİRİ (%)	İMKB \$ BAZLI GETİRİ (%)	MSCI INDEX PERFORMANCE - GLOBAL STANDARD INDICES - MSCI BARRA
XU100	04.01.1988	6,89	393,47			
XU100	30.12.1988	3,74	119,82	-45,72	-69,55	
XU100	29.12.1989	22,18	560,57	493,05	367,84	23,95
XU100	28.12.1990	32,56	642,63	46,80	14,64	17,19
XU100	31.12.1991	43,69	501,49	34,18	-21,96	-16,52
XU100	31.12.1992	40,04	272,61	-8,35	-45,64	18,97
XU100	31.12.1993	206,83	833,28	416,56	205,67	-4,66
XU100	30.12.1994	272,57	413,27	31,78	-50,40	23,13
XU100	29.12.1995	400,25	382,62	46,84	-7,42	5,58
XU100	27.12.1996	975,89	534,01	143,82	39,57	21,32
XU100	31.12.1997	3451,26	982,07	253,65	83,90	14,00
XU100	31.12.1998	2597,91	484,01	-24,73	-50,72	16,23
XU100	28.12.1999	15208,78	1654,17	485,42	241,76	24,80
XU100	22.12.2000	9437,21	817,49	-37,95	-50,58	25,34
XU100	28.12.2001	13782,76	557,53	46,05	-31,80	-12,92
XU100	31.12.2002	10369,92	368,26	-24,76	-33,95	-16,52
XU100	31.12.2003	18625,02	778,43	79,61	111,38	-19,54
XU100	29.12.2004	24971,68	1075,12	34,08	38,11	33,76
XU100	30.12.2005	39777,7	1726,23	59,29	60,56	15,25
XU100	29.12.2006	39117,46	1620,59	-1,66	-6,12	10,02
XU100	31.12.2007	55538,13	2789,66	41,98	72,14	20,65
XU100	31.12.2008	26864,07	1027,98	-51,63	-63,15	9,57
XU100	31.12.2009	52825,02	2068,18	96,64	101,19	-40,33
XU100	31.12.2010	66004,48	2499,75	24,95	20,87	30,79
XU100	08.12.2011	53499,25	1709,5	-18,95	-31,61	9,55

KAYNAK: TCMB, Bloomberg

İMKB'nin bu performansının ne anlam ifade ettiği konusunda bir yorum yapmak için MSCI'nin global endeksiyle bir karşılaştırma yapılmıştır. İMKB'nin 1988-2010 yılları arasında yıllık dolar bazlı getirisi % 6,59 ve standart sapması da % 107,79 dur. Aynı dönemde MSCI'nin global endeksinin yıllık dolar bazlı getirisi % 7,63 ve standart sapması da % 7,82 dir. 2000-2011 yıllarına bakıldığında İMKB'nin dolar bazlı yıllık getirisi % 4,73 ve standart sapma % 60,48 dir. Bu dönemde MSCI global endeksinin dolar bazlı yıllık getirisi % 4,79 ve standart sapma da % 10,25 dir. İMKB'nin son 10 yılına ait TL ve Dolar cinsinden yıllık ve kümülatif getiri oranları Tablo 30'da yer almaktadır. Burada da yıllar arasında büyük sapmalar gözlemlenmektedir.



GRAFİK 43: 1988-2011 DÖNEMİ İMKB100 (XU100) ENDEKSİNİN TL VE \$ BAZLI GETİRİLERİ

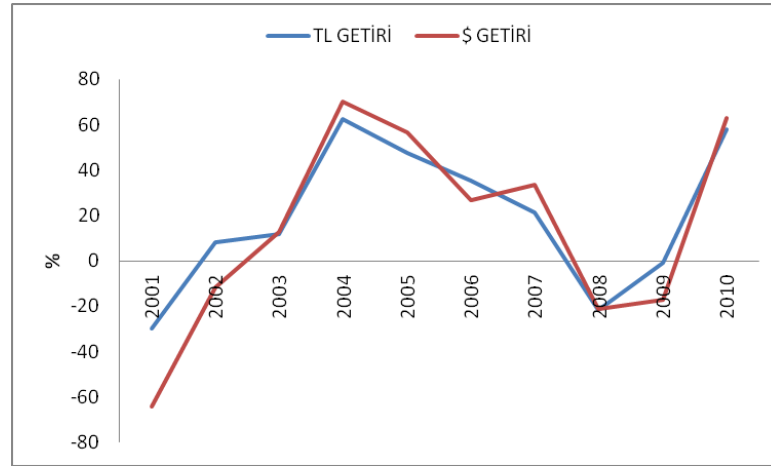


GRAFİK 44: 1988-2011 DÖNEMİ İMKB100 (XU100) VE MSCI GLOBAL STANDARD INDICES ENDEKSLERİNİN GETİRİLERİ

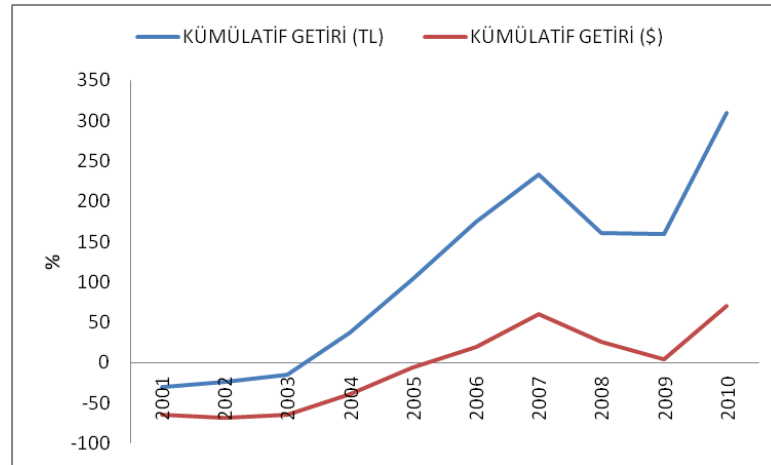
TABLO 30: İMKB'NİN 2000-2010 DÖNEMİNE AİT TL ve DOLAR CİNSİNDEN YILLIK ve KÜMÜLATİF GETİRİ ORANLARI

	ORTALAMA ENDEKS (TL)	ORTALAMA ENDEKS (\$)	TL GETİRİ (%)	\$ GETİRİ (%)	KÜMÜLATİF GETİRİ (TL)	KÜMÜLATİF GETİRİ (\$)
2000	14.476	2,32				
2001	10.138	0,83	-29,97	-64,36	-29,97	-64,36
2002	10.987	0,73	8,37	-11,81	-24,10	-68,56
2003	12.271	0,82	11,69	12,64	-15,23	-64,59
2004	19.912	1,40	62,27	70,34	37,55	-39,68
2005	29.382	2,19	47,56	56,53	102,97	-5,58
2006	39.779	2,78	35,39	26,84	174,79	19,76
2007	48.239	3,71	21,27	33,34	233,23	59,69
2008	37.801	2,92	-21,64	-21,12	161,13	25,97
2009	37.532	2,43	-0,71	-17,02	159,27	4,53
2010	59.341	3,96	58,11	63,03	309,92	70,41

KAYNAK: TCMB, Bloomberg



GRAFİK 45: ORTALAMA ENDEKS TL VE \$ BAZLI GETİRİ



GRAFİK 46: ORTALAMA ENDEKS TL VE \$ BAZLI KÜMÜLATİF GETİRİ

Ayrıca aynı döneme ait uluslararası bir karşılaştırmayı Tablo 31'den izlemek mümkündür. Bu tabloda İMKB'nin TL cinsinden son 10 yılda sağlamış olduğu ortalama verimin %13.3 ve kümülatif verimin de % 248.6 olduğu izlenebilir. Enflasyondan arındırılmış reel getiri hesaplanması durumunda Bloomberg'e göre -%9,8 yıllık ve -%64.4 oranında nominal getiri ile enflasyon farkı olarak ölçülen reel getiri sağladığı, ancak tarafımızdan $(1 + \text{nominal getiri}) / (1 + \text{enflasyon})$ olarak kullanılan reel getiri ölçüsüne göre de -%7,96 yıllık ve -%64,56 kümülatif getiri sağladığı gözlemlenmektedir.

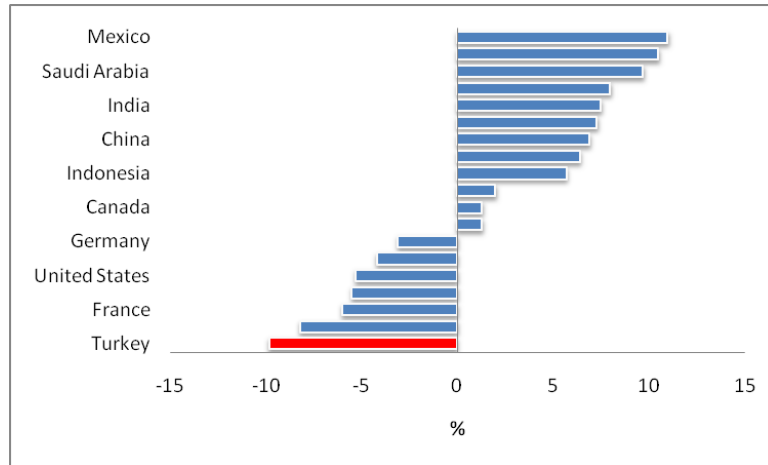
TABLO 31: 2000'Lİ YILLARDA G-20 ÜLKELERİNDE MENKUL KIYMET BORSLARININ PERFORMANSI

		NOMİNAL GETİRİLER (%)		ENF. (TÜFE)	REEL GETİRİLER ¹ (%)		REEL GETİRİLER ² (%)	
		YILLIK	KÜM.	YILLIK	YILLIK	KÜM.	YILLIK	KÜM.
Advanced G-20 Economies								
South Korea	Kospi	5,1	64,5	3,1	2,0	21,9	1,94	21,22
Australia	All Ordinaries	4,5	55,3	3,2	1,3	13,8	1,26	13,34
Canada	S&P/TSX	3,4	39,7	2,1	1,3	13,8	1,27	13,49
Germany	DAX	-1,5	-14,0	1,6	-3,1	-27,0	-3,05	-26,62
United Kingdom	FTSE 100	-2,4	-21,6	1,8	-4,2	-34,9	-4,13	-34,41
United States	S&P 500	-2,7	-23,9	2,6	-5,3	-42,0	-5,17	-41,13
France	CAC 40	-4,1	-34,2	1,9	-6,0	-46,1	-5,89	-45,49
Japan	Nikkei 225	-5,7	-44,4	-0,2	-5,5	-43,2	-5,51	-43,28
Italy	MIB	-5,9	-45,6	2,3	-8,2	-57,5	-8,02	-56,66
Emerging G-20 Economies								
Russia	Micex	24,6	802,0	14,1	10,5	171,4	9,20	141,18
Mexico	Bolsa	16,2	348,8	5,2	11,0	183,9	10,46	170,33
Argentina	Merval	15,8	333,6	8,5	7,3	102,3	6,73	91,77
Brazil	Bovespa	14,9	301,1	6,9	8,0	115,9	7,48	105,81
Indonesia	JKSE	14,1	274,0	8,4	5,7	74,1	5,26	66,95
India	Sensex 30	13,3	248,6	5,4	7,5	106,1	7,50	106,03
Turkey	ISE 100	13,3	248,6	23,1	-9,8	-64,4	-7,96	-56,37
South Africa	JSE	12,5	224,7	6,1	6,4	87,0	6,03	79,61
Saudi Arabia	TASI	11,7	202,4	2,0	9,7	152,4	9,51	148,07
China	Shanghai Comp.	8,8	132,4	1,9	6,9	94,9	6,77	92,53

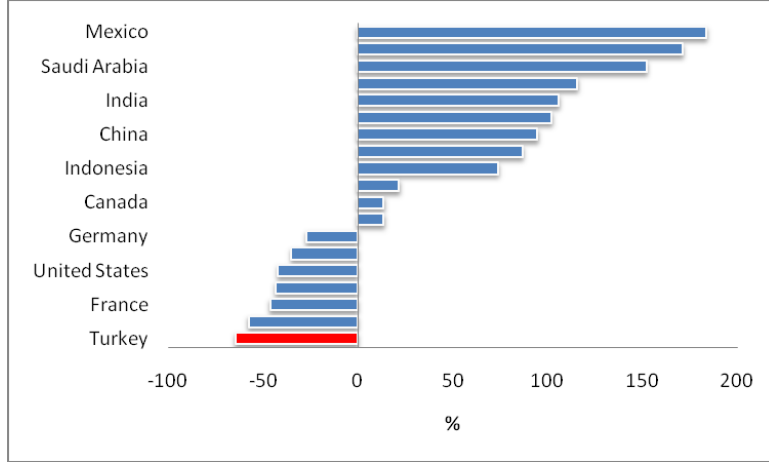
¹Reel Getiri = Nominal Getiri – Enflasyon Oranı

²Reel Getiri = (Nominal Getiri – Enflasyon Oranı) / (1+Enflasyon Oranı)

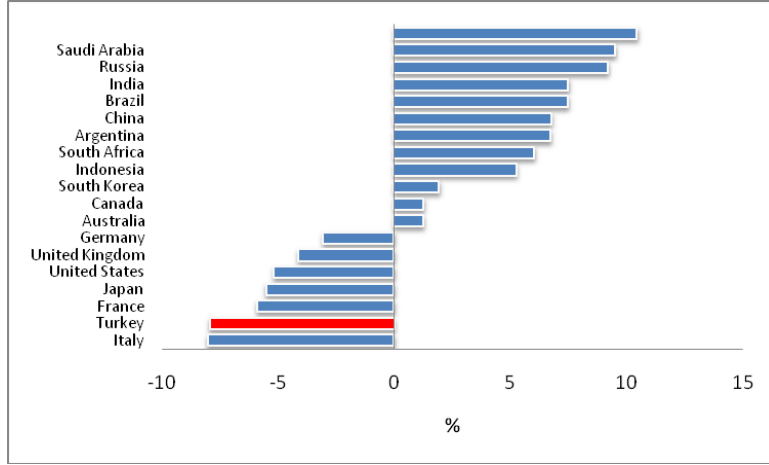
KAYNAK: Bloomberg, IMF, Ülke Borsaları



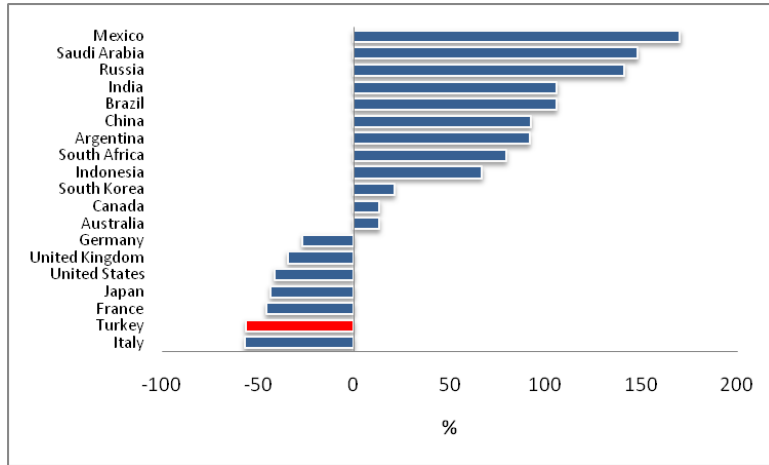
GRAFİK 47: BASİT FARK ALINARAK HESAPLANAN REEL GETİRİ (YILLIK) (%)



GRAFİK 48: BASİT FARK ALINARAK HESAPLANAN REEL GETİRİ (KÜMÜLATİF) (%)



GRAFİK 49: BİLEŞİK FARK ALINARAK HESAPLANAN REEL GETİRİ (YILLIK) (%)



GRAFİK 50: BİLEŞİK FARK ALINARAK HESAPLANAN REEL GETİRİ² (KÜMÜLATİF) (%)

1999-2009 yılları arasında İMKB ile seçilmiş bazı belli başlı borsaların yıllık ortalama reel getirileri ve bu döneme ait kümülatif reel getirileri karşılaştırıldığına İMKB'nin en kötü performansı gösteren borsa olduğu görülmektedir (Grafik 47, Grafik 48, Grafik 49 ve Grafik 50). Bu sonuç hem gelişmiş ülke borsaları hem de gelişmekte olan ülke borsaları açısından da geçerlidir. Daha önce de belirtildiği gibi bu dönemde mukayeseli olarak MSCI endeksine göre İMKB'nin volatilitesi de yüksektir.

vi. Gelir-Gider Yapısı

Borsaların mali tabloları ve özellikle gelir tabloları, borsaların faaliyetlerindeki başarıları hakkında bir fikir verebilmektedir. Bu yapı içinde gelir ve gider kalemlerinin bileşimi ve bunların toplam gelir ve giderler içindeki payları önemli olmaktadır.

Gelir Dağılımı

Borsanın gelirlerinin büyük bir kısmı faaliyet gelirlerinden elde edilmektedir. İMKB'nin faaliyet gelirleriyle ilgili veriler Tablo 32 ve 33'te yer almaktadır. Tablolardan da izlenebileceği gibi, toplam gelirler içinde faaliyet gelirlerinin payı yıldan yıla büyük değişimler göstermektedir. 2005 senesinde bu oran % 66 iken, 2006'da % 50'ye düşmüştür (Tablo 33). Bunda 2006 senesinde diğer gelirler kaleminin oldukça artmış olması etkili olmuştur. Yine 2007 ve 2008'de oran % 60 düzeyindeyken, 2009'da % 44'e inmiştir. Bunun nedeni de tescil ücretlerinin ve borsa paylarının gelirlere oranının düşmesine ek olarak yine diğer gelirler kalemindeki yüksek meblağdır. Tutarsal artışa baktığımızdaysa faaliyet gelirleri 2005 senesinden bu yana ortalama olarak 100 milyon TL düzeylerinde seyretmektedir. Sadece 2010 senesinde bu değer 140 milyon düzeyine çıkmıştır.

Faaliyet gelirlerinin ayrıntısına bakarsak, burada tescil ücretlerini, borsa paylarını, kotasyon ücretlerini ve yıllık üye aidatlarını görmekteyiz. Toplam gelirler içinde en yüksek oran borsa paylarına aittir. Borsa paylarının toplam gelirlere oranındaki seyir, faaliyet gelirlerinin toplam gelirlere oranında yukarıda yazdığımız sebeplere benzer olarak aynıdır (Tablo 33).

TABLO 32: İMKB'NİN YILLAR İÇİNDE GELİR DAĞILIMI (TL)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Gelirler	128.636.147	189.108.714	174.449.146	184.696.282	256.513.894	205.778.856
Faaliyet Gelirleri	85.063.271	95.023.634	107.687.672	110.320.254	112.834.695	140.968.971
Tescil Ücretleri	18.580.876	19.569.347	22.368.842	20.391.391	21.302.093	15.642.847
Borsa Payları	53.227.735	57.708.792	63.975.721	65.485.161	68.825.050	96.854.631
Kotasyon Ücretleri	13.104.887	17.582.954	21.169.609	24.255.203	22.490.052	28.249.643
Yıllık Üye Aidatları	149.772	162.541	173.501	188.500	217.500	221.850
Diğer Faaliyet Gelirleri	19.149.078	22.132.383	28.566.484	25.650.597	22.234.615	30.283.630
Ofis ve Terminal	5.253.068	5.570.048	6.895.094	7.368.400	4.356.227	6.168.473
Veri Yayın	11.701.103	13.990.345	16.147.575	11.465.968	12.458.463	13.689.017
Diğer	2.194.907	2.571.990	5.523.815	6.816.230	5.419.925	10.426.140
Faaliyet Dışı Gelirler	24.423.798	71.952.697	38.194.991	48.725.431	121.444.584	34.526.255
Faiz Gelirleri	19.272.596	19.565.050	31.421.953	35.734.958	33.930.638	26.132.747
Diğer	5.151.202	52.387.647	6.773.038	12.990.473	87.513.946	8.393.508

TABLO 33: İMKB'NİN YILLAR İÇİNDE GELİR DAĞILIMI (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Gelirler	100	100	100	100	100	100
Faaliyet Gelirleri	66	50	62	60	44	69
Tescil Ücretleri	14	10	13	11	8	8
Borsa Payları	41	31	37	35	27	47
Kotasyon Ücretleri	10	9	12	13	9	14
Yıllık Üye Aidatları	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Diğer Faaliyet Gelirleri	15	12	16	14	9	15
Ofis ve Terminal	4	3	4	4	2	3
Veri Yayın	9	7	9	6	5	7
Diğer	2	1	3	4	2	5
Faaliyet Dışı Gelirler	19	38	22	26	47	17
Faiz Gelirleri	15	10	18	19	13	13
Diğer	4	28	4	7	34	4

Diğer faaliyet gelirlerinin toplam gelirlere oranı 2005-2010 arasında yaklaşık % 15 düzeyindedir. Faaliyet dışı gelirlerin toplamdaki payı ise, diğer gelir kalemindeki yüksek oynaklık nedeniyle yıldan yıla dalgalı bir seyir izlemektedir (2006 ve 2009 senelerinde diğer gelir kaleminde yüksek oranlarda artışlar görülmektedir).

Personel Giderleri

Borsanın giderleri içinde yer alan personel giderleri 2005-2010 döneminde ayrıntılı bir şekilde incelenecek olursa aşağıdaki tablolar ortaya çıkmaktadır:

TABLO 34: : İMKB'NİN YILLAR BAZINDA PERSONEL GİDERLERİ (TL)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Personel Giderleri	37.977.967	35.831.340	69.279.595	69.563.839	80.729.832	91.212.380
Toplam Faaliyet Giderleri	52.710.162	46.942.707	79.352.449	86.239.973	106.846.947	131.171.164
Toplam Giderler	101.976.373	121.461.490	104.816.128	165.539.779	132.640.834	159.491.762
Toplam Gelirler	128.636.147	189.108.714	174.449.146	184.696.282	256.513.894	205.778.856
İşlem Hacmi (Milyon TL)	2.620.369	3.244.705	3.322.895	3.635.483	3.457.559	4.094.140

TABLO 35: İMKB'NİN YILLAR BAZINDA PERSONEL GİDERLERİ (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Per.Gid./Top.Faaliyet Gid.	72	76,3	87,3	80,7	75,5	69,5
Per.Gid./Top.Gid.	37,2	29,5	66,1	42,0	60,9	57,2
Per.Gid./Top.Gel.	29,5	18,9	39,7	37,7	31,5	44,3
Per.Gid./İşlem Hacmi	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Personel giderleri, Borsanın önemli gider kalemlerinden birisidir. 2005 yılında personel giderlerinin toplam giderler içindeki payı % 37 düzeyindeyken, bu oran 2006 senesinde düşmüş fakat daha sonraki seneler oldukça yüksek oranlara ulaşmıştır. 2010 senesinde toplam giderlerin % 57'si

personel giderlerinden oluşmaktadır (Tablo 35). Dünya Borsalar Federasyonu'na üye borsaların tümünün personel giderlerinin toplam giderlerine oranı 2010 yılında % 31 düzeyindedir.²⁷

Diğer yandan İMKB'nin üyesi olduğu diğer bir kuruluş olan ve Avrupa borsalarını çatısı altında toplayan Federation of European Securities Exchanges (FESE) kuruluşunun yayınladığı yıllık rapora göre, kuruluşa üye 20 menkul kıymet borsasının 2010 yılında personel giderlerinin toplam giderlere oranı yaklaşık % 45 olarak gerçekleşmiştir. İMKB'nin adigeçen oranını % 57 olarak yayınlayan kuruluş, en yüksek oranın % 63 ile Kıbrıs Borsası'na, daha sonra % 58 ile İspanya Borsası'na, ardından % 56 ile NYSE Euronext Borsası'na ve % 54 ile İrlanda Borsası'na ait olduğunu belirtmiştir. Her ne kadar bu kapsama dahil edilen ülkelerin ortalaması olan % 45 oranına yakın olsa da, İMKB yüksek personel gideri oranına sahip borsalar arasında yer almaktadır.²⁸

Personel giderlerinin faaliyet giderlerine oranı 2005 yılından 2007 yılına kadar artmış, daha sonra oran 2010 senesine kadar düşerek yaklaşık % 69,5 düzeyinde kalmıştır. Personel giderlerinin toplam gelirler içindeki payını incelediğimizde, bu oranın da 2006 senesindeki düşüşten sonra 2010 senesine kadar yıllar yılı arttığı; 2010 yılında % 44 düzeyine ulaştığını söylemek mümkündür (Tablo 35).

İMKB'de personel giderlerinin işlem hacmine oranı 2005 yılından itibaren bazı dalgalanmalar göstermekle birlikte oldukça düşük olan seviyesini korumuştur (Tablo 35).

TABLO 36: DÜNYA BORSALARINDA PERSONEL GİDERLERİNİN FAALİYET GİDERLERİNE ORANI

Borsa Adı	2006	2007	2008	2009	2010
Atina	%50	-	%42	%44	%46
Avustralya	%46	%58	%50	%52	%48
İspanya	%53	%55	%57	%70	%59
Brezilya	-	-	%24	%51	%63
Malezya	-	%50	%43	%46	%47
Chicago Emtia Borsası	%43	%38	%33	%34	%37
Deutsche Börse	%35	%37	%28	%31	%41
Hong Kong	%54	%58	%47	%53	%55
Intercontinental Exchange (ABD)	-	%48	%50	%50	%49
İngiltere	%33	%35	%39	%34	%27
Japonya	-	-	-	%16	%19
NASDAQ	-	%45	%50	%49	%47
NYSE	-	%20	%19	%17	%17
Singapur	%17	%43	%43	%38	-
Türkiye	%30	%66	%42	%61	%57

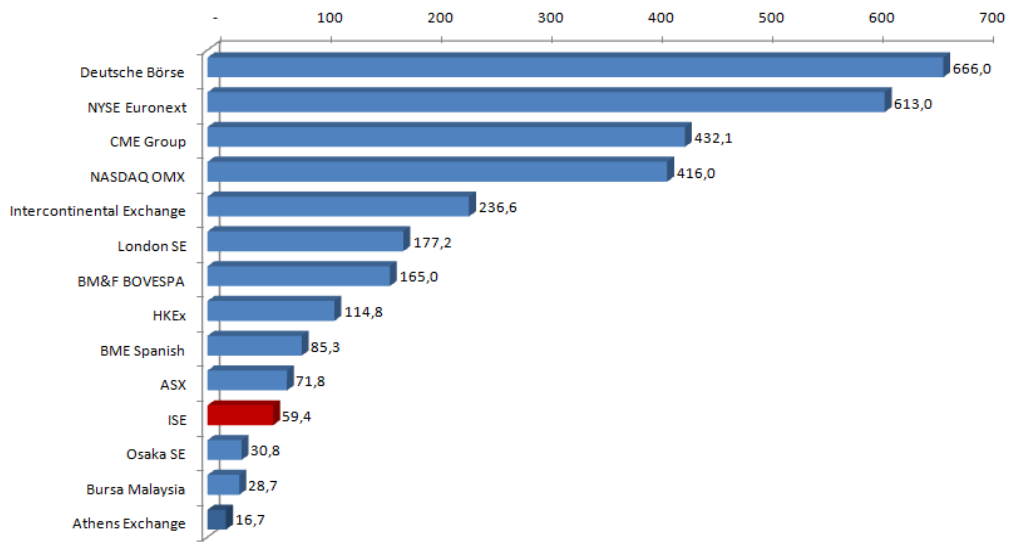
İMKB'nin personel giderlerinin dünya borsalarıyla karşılaştırmalı değerleri Tablo 36'da verilmiştir. Burada dünya borsalarında personel giderlerinin faaliyet giderlerine oranı hesaplanmıştır. Yalnız İMKB'de SPK Kurul Payı Ödemeleri diğer faaliyet giderleri içinde önemli bir yer tutmaktadır ve

²⁷ World Federation of Exchanges, "Cost and Revenue Survey 2011".

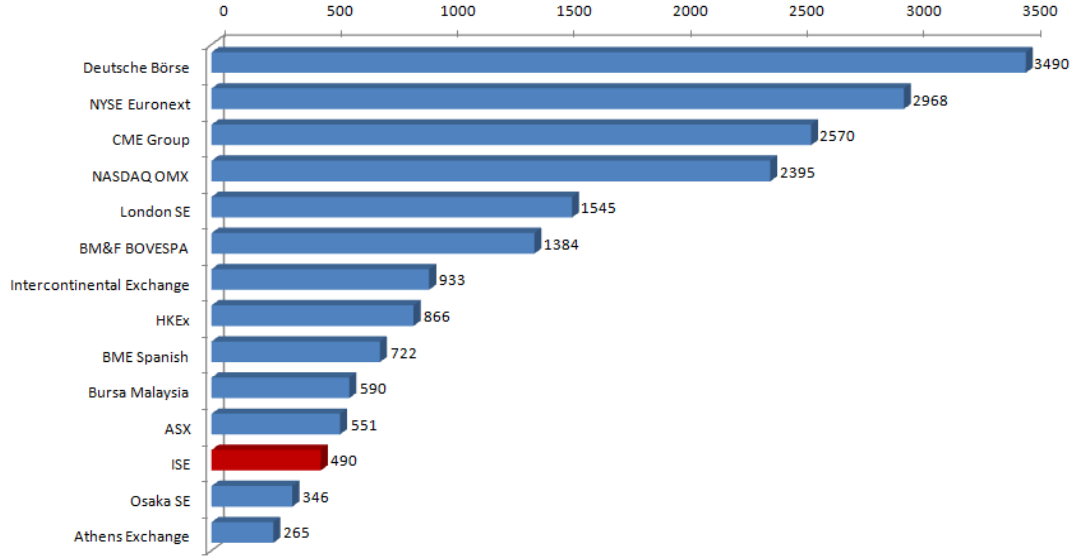
²⁸ Federation of European Securities Exchanges, European Exchange Report 2010.

giderlerden bağımsız olarak esas faaliyet gelirleri üzerinden alınmaktadır. Bu nedenle İMKB için faaliyet giderleri hesaplanırken, esas faaliyet giderlerine kurul payı ödemeleri eklenmiştir. Tabloda yer alan üç gelişmekte olan piyasanın personel giderlerinin toplam faaliyet giderlerine oranının ortalaması % 52 civarındayken, bu oran gelişmiş piyasalarda % 17-% 59 arasında olup ortalamaları % 40'tır. İMKB'nin oranı ise % 57'dir.

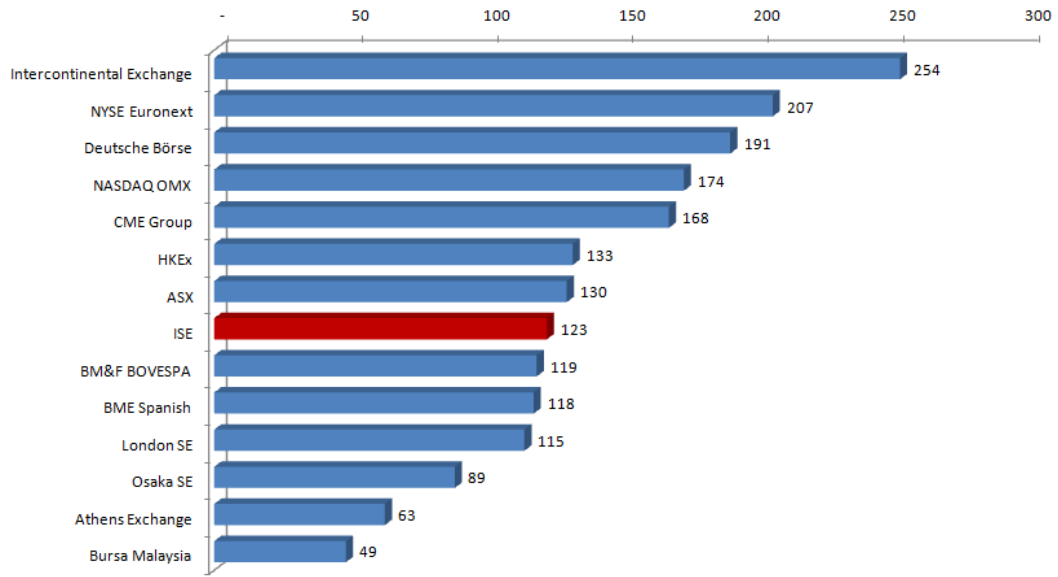
İMKB'nin personel giderlerinin faaliyet giderlerine oranı 2006-2010 döneminde incelendiğinde oldukça değişken bir yapı ile karşılaşılmaktadır. Oran % 30 ile % 66 arasında değişmektedir (Tablo 36). 2010 senesi için incelediğimizde ve diğer borsalarla karşılaştırdığımızdaysa aşağıdaki grafikleri elde etmek mümkündür:



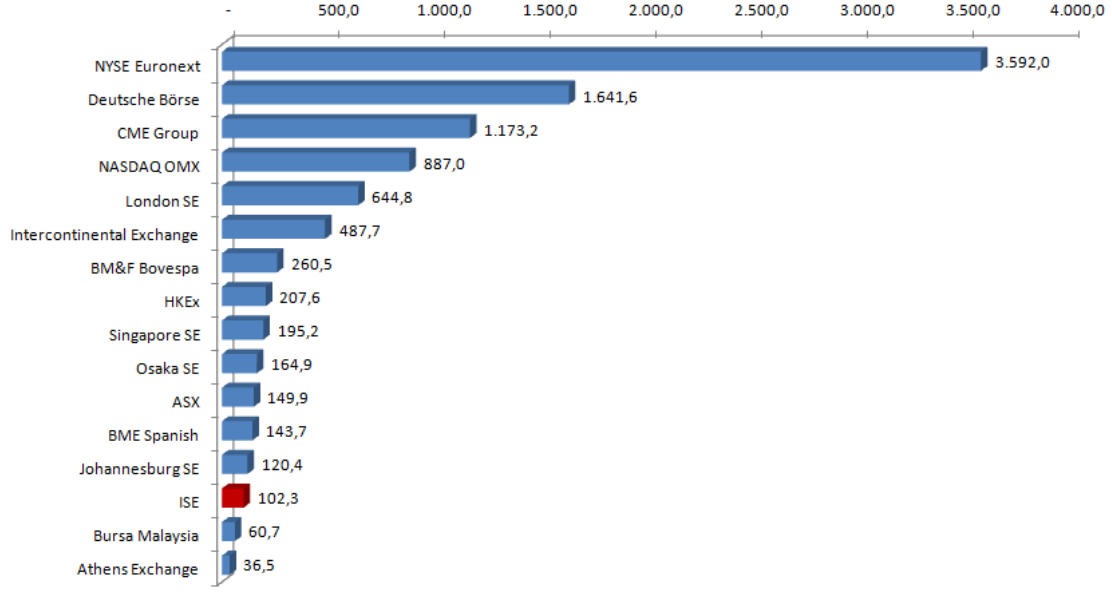
GRAFİK 51: SEÇİLMİŞ BORSALARIN TABLOLARINDA PERSONEL GİDERLERİ (2010, MİLYON \$)



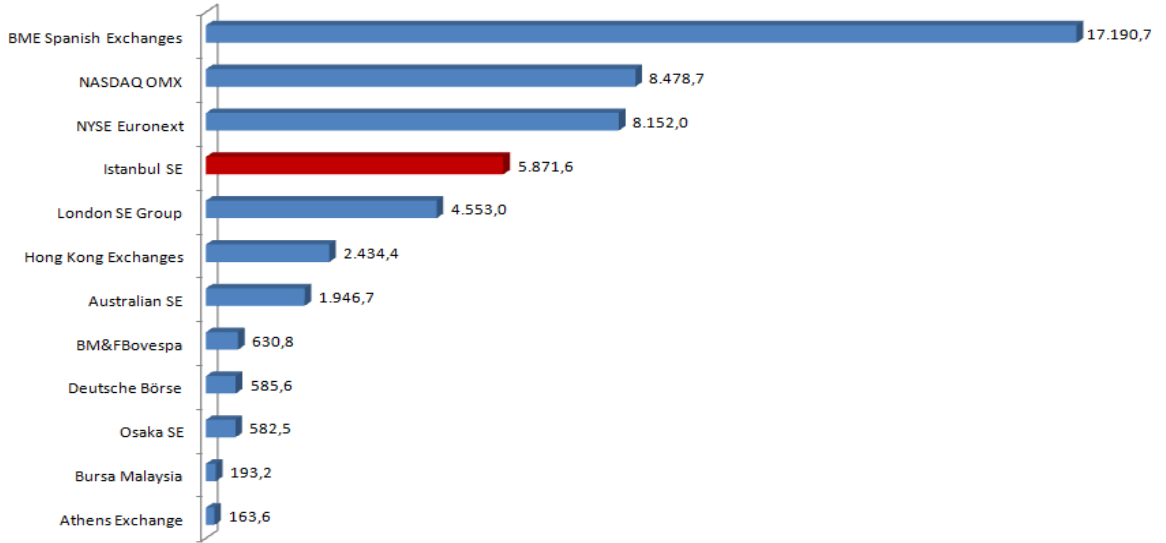
GRAFİK 52: SEÇİLMİŞ BORSALARDA ÇALIŞAN SAYISI (2010)



GRAFİK 53: SEÇİLMİŞ BORSALARDA ORTALAMA (KİŞİ BAŞINA DÜŞEN) PERSONEL GİDERİ (BİN \$, 2010)

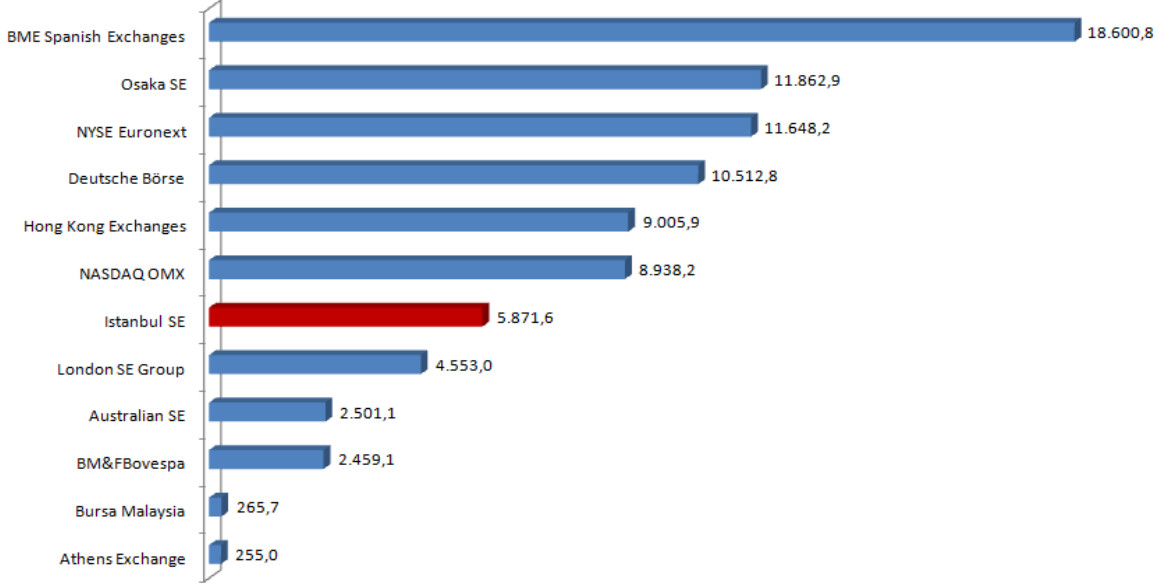


GRAFİK 54: SEÇİLMİŞ BORSLARIN MALİ TABLOLARINDA FAALİYET GİDERLERİ (2010, MİLYON \$)



GRAFİK 55: SEÇİLMİŞ BORSALARIN İŞLEM HACMİ/ÇALIŞAN SAYISI (MİLYON \$)*

*Spot piyasa (hisse senedi piyasası, menkul kıymetleştirilmiş türev ürün, BYF, tahvil ve repo) işlem hacmini ifade etmektedir. Türev ürün işlemleri hariç tutulmuştur.



GRAFİK 56: SEÇİLMİŞ BORSALARDA İŞLEM HACMI/ÇALIŞAN SAYISI(MİLYON \$)*

*Spot piyasa (hisse senedi piyasası, menkul kıymetleştirilmiş türev ürün, BYF, tahvil ve repo) işlem hacmini ifade etmektedir. Türev ürün işlemleri hariç tutulmuştur.

Grafik 51, 52, 53 ve 54 seçilmiş borsaların sırasıyla 2010 yılında milyon ABD doları cinsinden personel giderlerini, çalışan sayılarını, kişi başına düşen ortalama personel giderlerini ve faaliyet giderlerini vermektedir. İMKB Grafik 51, 52 ve 54'e göre en düşük personel gideri, çalışan sayısı ve faaliyet giderine sahip borsalar arasında yer almaktadır. Bunun yanında kişi başına düşen ortalama personel gideri baz alınarak yapılan bir karşılaştırmada İMKB orta sıralardadır. Burada özellikle belirtilmesi gereken noktaysa, bahsi geçen grafiklerdeki verilerin borsaların büyüklüğüyle ve ülkelerin gelir düzeyiyle oldukça yakından ilgili olduğudur. Yorumlamak açısından anlam ifade eden asıl grafikler Grafik 55 ve 56'dır. Grafik 55'te spot piyasa işlem hacmi çalışan sayısına oranlanmıştır. Bu oranda İMKB seçilmiş borsalar içinde dördüncü sırada yer almaktadır. Bu açıdan İMKB'nin performansının iyi olduğunu söylemek doğru olacaktır. Grafik 56'daysa spot piyasa işlem hacmi ile hisse senedi ve hisse senedine endekslerine dayalı türev ürünler piyasası işlem hacmi çalışan sayısına oranlanmıştır. Bu orana göreyse İMKB seçilmiş borsalar içinde yedinci sırada yer almaktadır.

b) Ülke Sermaye Piyasasını Temsilen İMKB'nin Performansı

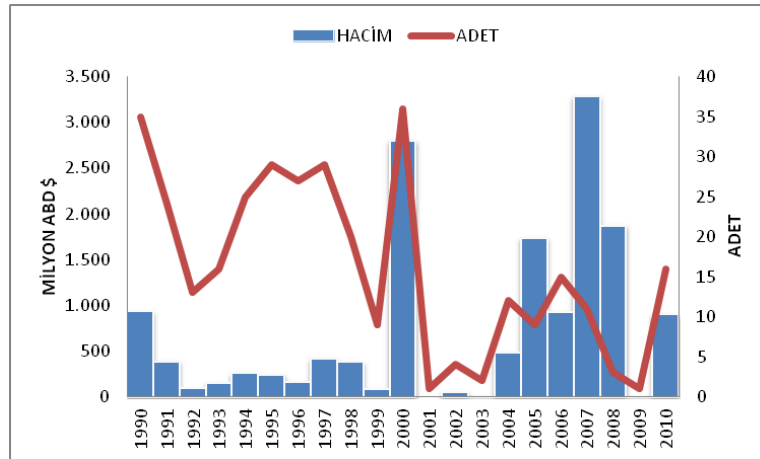
Bu bölümde İMKB'nin performansını, ekonomide sermaye piyasalarını borsaların temsil etmeleri, diğer bir deyişle sermaye piyasalarının göstergeleri olmaları açısından değerlendirilecektir. Bu çerçevede geniş anlamda sermaye piyasaları, daha dar anlamda borsaların, bazı fonksiyonları başarılı bir şekilde gerçekleştirmeleri arzu edilmektedir. Ancak bu bölümde yer alan fonksiyonlar, sermaye piyasaları dışında ülkedeki politik istikrar, ekonomik istikrar, Merkez Bankası politikası, vergi ve teşvik politikası gibi çeşitli etkenlere de bağlı bulunmaktadır.

i. Ekonomiye Fon Sağlama, Halka Arz

Ekonomiye kaynak sağlama açısından kullanılabilir önemli bir gösterge halka arzlardır. Halka arzları, doğrudan borsaların başarı veya başarısızlığı olarak değerlendirmek doğru olmasa da ikinci el pazarların ekonomiye verdikleri sinyallerin kaynak dağılımında önemli olduğu bilinmektedir. Bu çerçevede ikinci el pazarların sağladıkları likidite ve yatırımcıların yatırım için tercih ettikleri sektörleri belli etmeleri, bu sektörlerdeki şirketlerin halka açılmalarını ön plana çıkarmaktadır. Diğer bir deyişle ikinci el piyasalar olan borsalar birinci el piyasalara yatırımcıların rağbet ettikleri sektörler hakkında sinyaller vermekte ve likidite sağlamaktadır. Birinci el piyasalar da bu sinyaller doğrultusunda halka arzların gerçekleşmesini mümkün kılmaktadır. İkinci el piyasanın veya likiditenin olmaması durumunda birinci el piyasa faaliyetleri de gelişmemektedir. İkinci el piyasa faaliyetleri veya halka arzlar ekonomide yatırımların artmasına, ekonomik büyümeye ve istihdama katkıda bulunmaktadır. Bu açıdan halka arzlar ekonomide çok önemli bir yer tutmakta ve kaynakların etkin dağılımına imkan sağlamaktadır.

Halka açılmalarda borsaların performansları yanında kamu otoritesinin aldığı kararlar ile bu süreç olumlu veya olumsuz katkısı kaçınılmazdır.

İMKB’de halka arzlar bakıldığında 1990 yılında 35 şirketin toplam 937 milyon USD’lik halka arz gerçekleştirdiği görülmektedir (Tablo 37, Grafik 57 ve Grafik 58). 2011 yılına gelindiğinde ise 25 şirketin toplam 826 milyon USD’lik halka arz yaptığı görülmektedir. Halka arzlardaki gelişmeye bakıldığında halka arz gerçekleştiren şirket sayısında 2000 yılına gelene kadar önemli bir değişim yaşanmazken 2000 yılından sonra önemli bir azalış olduğu görülmektedir.

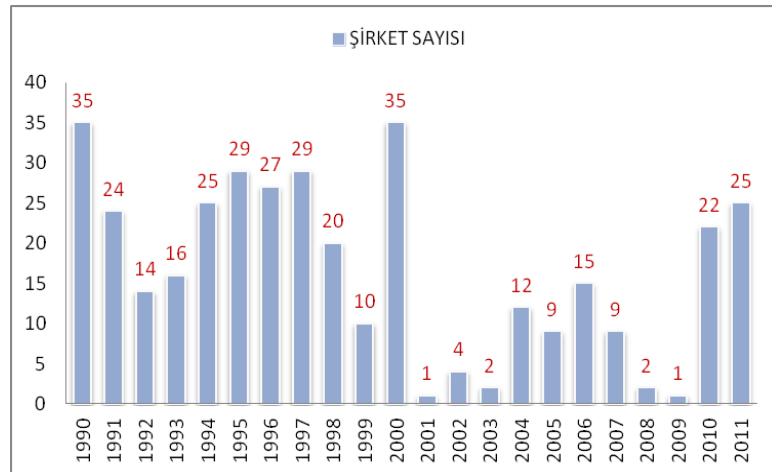


GRAFİK 57: İMKB'DE HALKA ARZLAR

TABLO 37: İMKB'DE HALKA ARZLAR

YIL	ŞİRKET SAYISI	SATIŞ TUTARI (HACİM) (*) MİLYON \$
1990	35	937
1991	24	392
1992	14	94
1993	16	152
1994	25	270
1995	29	247
1996	27	168
1997	29	420
1998	20	383
1999	10	91
2000	35	2.806
2001	1	0
2002	4	56
2003	2	11
2004	12	483
2005	9	1.744
2006	15	931
2007	9	3.290
2008	2	1.877
2009	1	7
2010	22	2.104
2011	25	826

(*) Hacim halka arzdan elde edilen toplam hasılatı ifade etmektedir



GRAFİK 58: HALKA ARZ SAYILARI

Halka arzlar borsaların likidite sağlamaları konusunda da bir fikir vermektedir. Borsaların en temel fonksiyonlarından birisi ikincil piyasadaki likiditenin artırılması yoluyla birincil piyasa işlemlerine güvence oluşturmaktır. Likiditesi yüksek piyasalarda şirketler menkul kıymetlerini halka arz etme,

yatırımcılar da bu kıymetlere yatırım yapma konusunda daha istekli olacaklardır. 2001-2007 tarihler arasında halka arzlardaki gelişmeye bakıldığında Türkiye’de halka arzların artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Ancak halka arz konusunda daha katetmemiz gereken yol olduğunu söylemek mümkündür.

Öte yandan dünya borsalarında 2000-2011 döneminde halka arz edilen şirket sayılarına ve tutarlarına bakacak olursak, İMKB’nin son birkaç yılda bir atılım yaptığını söylemek yanlış olmayacaktır (Tablo 38 ve Tablo 39). Özellikle 2010 ve 2011 yıllarında gelişmekte olan ülkelerin bazılarında (Brezilya, Rusya, Meksika ve Güney Afrika) göre daha fazla sayıda ve tutarda halka arz gerçekleştirilmiştir.

TABLO 38: 2000-2011 DÖNEMİNDE DÜNYA BORSALARINDA GERÇEKLEŞTİRİLEN HALKA ARZ SAYILARI

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Kuzey Amerika	495	217	296	256	495	558	641	739	313	250	465	413
Batı Avrupa	845	271	139	106	318	482	565	497	168	35	156	117
Asya Pasifik (gelişmiş)	540	356	341	336	497	493	522	533	150	154	249	199
Asya Pasifik (gelişmekte olan)	563	435	458	352	430	412	384	522	307	340	682	512
Latin Amerika ve Karayipler	6	1	2	1	11	17	33	73	10	9	21	20
Doğu Avrupa	46	7	8	6	49	49	63	115	105	37	103	182
Orta Doğu&Afrika	24	4	4	4	12	43	64	116	52	17	47	25
G-7	1158	569	531	463	958	1136	1297	1238	480	293	594	528
ABD	443	101	171	147	318	302	277	334	59	80	197	184
Kanada	52	116	125	109	177	256	364	405	254	170	268	229
İngiltere	255	95	70	65	246	329	295	247	66	15	75	60
Almanya	38	14	7	0	5	24	75	50	10	3	16	14
İtalya	41	17	6	4	8	15	21	28	7	5	8	5
Fransa	127	54	24	13	23	39	64	51	35	1	8	11
Japonya	202	172	128	125	181	171	201	123	49	19	22	25
Brezilya	1	0	1	0	7	9	25	58	4	6	11	11
Çin	133	71	66	65	100	14	70	118	76	117	343	255
Hindistan	111	27	7	6	21	61	74	98	39	21	65	37
Rusya	0	0	1	1	3	2	4	11	2	0	5	3
Polonya	13	6	2	3	31	34	38	82	89	35	73	158
Meksika	4	0	1	1	2	5	3	4	2	0	5	3
Malezya	39	21	51	55	75	80	39	28	18	14	33	26
Güney Afrika	8	0	1	2	3	16	18	49	6	1	8	5
Türkiye	35	1	4	2	12	9	15	9	2	1	22	23
Toplam	2.519	1.291	1.248	1.061	1.812	2.054	2.272	2.595	1.105	842	1.723	1.468

KAYNAK: Bloomberg, İMKB (11/17/2011.)

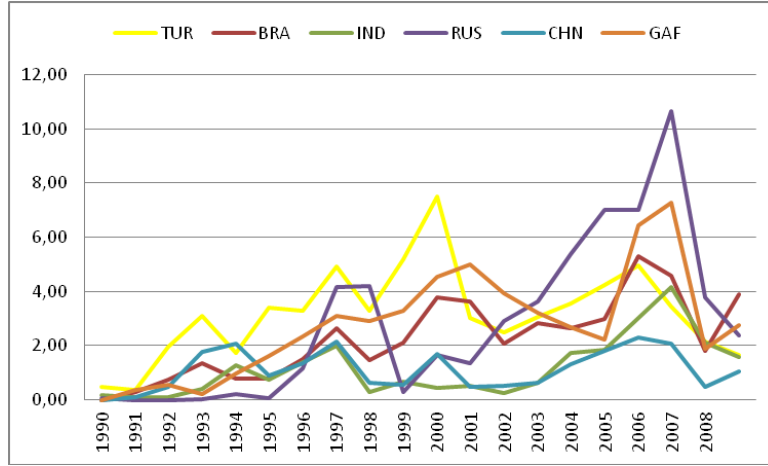
TABLO 39: 2000-2011 DÖNEMİNDE DÜNYA BORSALARINDA GERÇEKLEŞTİRİLEN HALKA ARZ TUTARLARI (MİLYAR USD)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Kuzey Amerika	101,73	44,90	46,63	54,41	78,62	70,94	65,96	95,26	31,30	26,13	58,48	46,10
Batı Avrupa	93,93	34,06	11,01	6,92	31,16	64,81	99,88	105,13	17,14	5,78	28,37	33,59
Asya Pasifik (gelişmiş)	41,98	11,36	14,00	24,01	36,39	46,42	66,79	53,22	12,02	34,73	78,71	26,63
Asya Pasifik (gelişmekte olan)	19,45	9,36	11,57	9,89	11,94	9,23	36,01	77,73	25,12	42,56	100,18	49,82
Latin Amerika ve Karayipler	880,46	n.a.	0,35	0,04	1,99	3,99	7,49	29,97	5,25	12,10	7,96	6,06
Doğu Avrupa	2,69	0,07	0,16	0,11	3,68	2,76	3,55	8,90	3,72	2,40	7,70	3,82
Orta Doğu&Afrika	0,59	0,02	0,23	4,58	2,33	6,48	7,33	18,21	13,55	5,12	4,90	1,51
g-7	164,67	78,49	60,48	67,02	112,66	133,44	151,50	169,37	738,66	176,13	92,95	69,33
ABD	100,48	42,34	41,12	47,22	69,88	59,69	55,60	87,81	28,70	20,16	48,30	39,87
Kanada	1,25	2,56	5,51	7,19	8,74	11,25	10,37	7,45	2,59	5,97	10,18	6,23
İngiltere	16,10	10,27	5,68	4,87	8,19	23,65	46,92	48,65	10,71	2,04	13,38	19,37
Almanya	14,06	2,23	0,15	0,00	2,20	4,54	8,83	10,24	694,92	145,98	3,26	2,38
İtalya	5,24	2,88	0,94	0,58	2,93	2,92	5,73	5,10	0,27	0,20	3,25	0,77
Fransa	12,49	11,00	2,26	0,11	6,18	21,02	6,65	4,55	0,22	1,22	0,16	0,16
Japonya	15,05	7,21	4,82	7,05	14,54	10,37	17,40	5,57	1,25	0,56	14,42	0,55
Brezilya	N.A.	N.A.	0,13	N.A.	1,40	2,24	6,48	24,93	4,54	11,99	5,93	4,01
Çin	8,90	5,21	5,76	5,32	4,37	0,46	20,01	59,12	14,61	30,58	70,28	39,41
Hindistan	0,83	0,11	0,41	0,31	2,72	2,29	6,35	8,18	4,64	4,04	8,39	1,34
Rusya	N.A.	N.A.	0,01	0,01	0,28	0,16	0,93	2,56	1,58	N.A.	0,52	0,19
Polonya	0,23	0,03	0,01	0,04	3,19	2,14	1,22	2,58	1,65	2,39	4,99	2,93
Meksika	0,85	N.A.	0,22	0,04	0,25	1,08	0,68	1,27	0,55	N.A.	1,36	0,72
Malezya	0,26	0,75	1,70	0,96	1,10	1,15	0,55	0,73	0,38	3,54	6,37	1,99
Güney Afrika	0,10	N.A.	0,14	0,49	0,21	0,49	0,61	1,49	0,02	2,12	1,57	0,54
Türkiye	2,81	0,00	0,05	0,01	0,48	1,74	0,93	3,30	1,88	0,01	2,12	0,81
Toplam	261,25	99,76	83,95	99,96	166,10	204,65	287,01	388,42	108,09	128,82	286,31	167,54

KAYNAK: Bloomberg, İMKB (11/17/2011.)

i. Yurtdışından Fon Sağlama

Gelişmekte olan ülkelerde, yurt içi tasarrufların ekonominin ihtiyacını karşılamaya yetmediği bir olgudur. Böyle durumlarda yurt dışı fonların ülkeye çekilmesi büyük önem kazanmaktadır. Borsalar, portföy yatırımları yoluyla ülkeye fon çekilmesi konusunda önemli bir rol oynayabilmektedirler. Ayrıca halka arzlar açısından yurt dışı pazarlar büyük önem taşımaktadır.



GRAFİK 59: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ (GSYH'NİN % OLARAK)

TABLO 40: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ (GSYH'NİN % OLARAK)

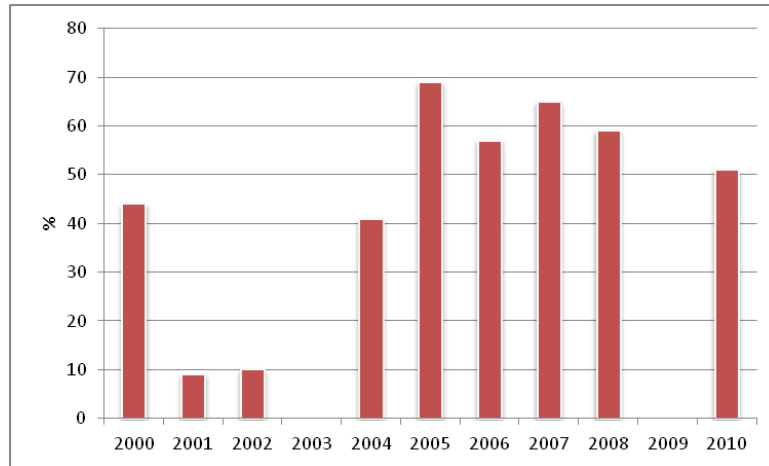
YIL	TUR	BRA	IND	RUS	CHN	GAF
1990	0,47	0,00	0,16	0,06	0,00	0,00
1991	0,37	0,30	0,09	0,00	0,08	0,38
1992	1,97	0,76	0,10	0,00	0,48	0,54
1993	3,11	1,35	0,40	0,02	1,75	0,22
1994	1,75	0,76	1,27	0,22	2,08	0,96
1995	3,40	0,77	0,74	0,05	0,90	1,62
1996	3,27	1,51	1,40	1,16	1,34	2,32
1997	4,90	2,64	1,99	4,16	2,16	3,08
1998	3,28	1,47	0,30	4,19	0,65	2,91
1999	5,19	2,11	0,68	0,30	0,57	3,27
2000	7,49	3,79	0,45	1,64	1,71	4,54
2001	3,03	3,63	0,53	1,36	0,48	4,99
2002	2,48	2,09	0,25	2,92	0,53	3,94
2003	3,05	2,82	0,62	3,63	0,63	3,23
2004	3,54	2,64	1,73	5,36	1,30	2,68
2005	4,24	3,00	1,84	7,00	1,81	2,24
2006	4,94	5,29	3,03	7,00	2,30	6,43
2007	3,44	4,58	4,14	10,65	2,08	7,26
2008	2,15	1,82	2,09	3,76	0,48	1,87
2009	1,66	3,90	1,59	2,39	1,04	2,74

KAYNAK : OECD FACTBOOK 2010: ECONOMIC, ENVIRONMENTAL AND SOCIAL STATISTICS – ISBN 92-64-08356-1 - © OECD 2010

Kambiyo rejiminin serbestleşmesi ve İMKB'nin faaliyete geçmesi hemen hemen aynı dönemlere rastlamaktadır. Bu gelişmelerin, sermayenin Türkiye'ye yönelik ilgisini arttırması ve sermaye giriş-çıkışının kolaylaşmasını sağlayarak uluslararası sermaye hareketlerini arttırması beklenir. Uluslararası sermayenin Türkiye'ye olan ilgisi beklenildiği gibi sözkonusu dönemden itibaren artmaya başlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin GSYH'ya oranı 1990 yılında 0,47 iken hızla artarak 2000 yılında 7,49 olmuş, ancak 2009 yılında 1,66'ya gerilemiştir (Tablo 40).

Türkiye alternatif ülkelerle kıyaslandığında ekonomik büyüklüğü ve potansiyeli açısından uluslararası sermaye hareketlerinden yeterince yararlanamamaktadır (Tablo 40).

Yurt dışından sağlanan kaynaklara İMKB'nin katkısının analzi için halka arzlarda yabancı payları ve İMKB şirketlerinin halka açık bölümlerinin piyasa değerlerine ve hisse senedi saklama oranlarına göre yerli ve yabancı payları incelenmiştir. Tablo 41'e göre 2000-2010 arasında 2001, 2002, 2003 ve 2009 yılları hariç son 10 yıllık dönem irdelendiğinde halka arzlarda yabancı yatırımcılara yapılan satışın toplam satış içindeki payının % 41-% 69 arasında gerçekleştiği görülmektedir. 2010 yılında yapılan halka arzlarda nominal tutar üzerinden yabancı yatırımcıların toplam satış içindeki payı % 51'dir. 2001 ve 2002 yıllarında yaşanan bankacılık krizi nedeniyle halka arzlar hem sınırlı sayıda gerçekleşmiş hem de bu arzların içinde yabancıların payı % 9-% 10 oranlarında kalmıştır. 2003 yılında iki adet halka arz gerçekleşmiş ancak bu arzlarda yabancılar satış yapılmamıştır. 2009 yılında da global ekonomik krizin etkisiyle sadece bir halka arz yapılmış, bu arzda da yabancı talebi oldukça düşük kalmıştır. 2010 yılında halka arzlarda yabancı yatırımcıların oranı % 51 seviyesine çıkmıştır.



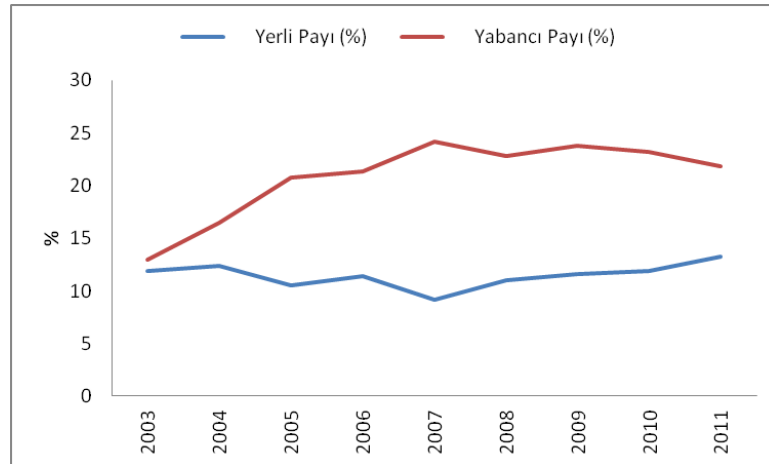
GRAFİK 60: HALKA ARZLARDA SON ON YILA AİT YABANCI ORANI

TABLO 41: HALKA ARZLARDA SON ON YILA AİT YABANCI YATIRIMCI ORANI

YIL	%
2000	44
2001	9
2002	10
2003	0
2004	41
2005	69
2006	57
2007	65
2008	59
2009	0
2010	51

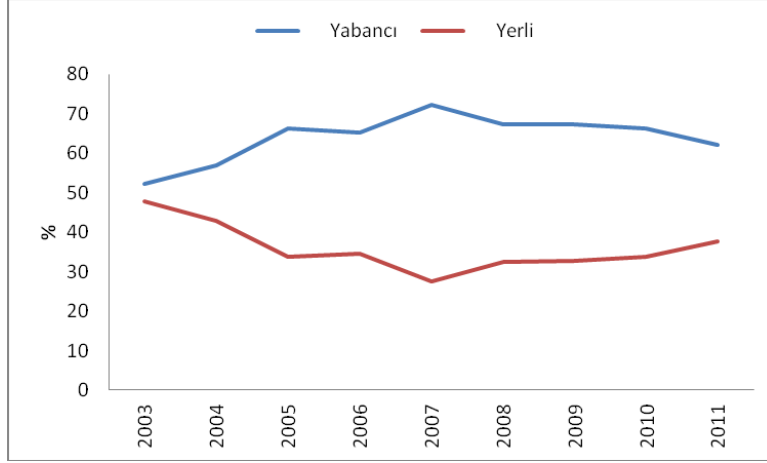
KAYNAK: www.mkk.com.tr ; www.vob.org.tr

İMKB şirketlerinin halka açık bölümlerinin piyasa değerlerine göre yerli ve yabancı paylarındaki eğilime bakıldığında yabancı paylarının hem yerli payından daha fazla olduğu hem de artış eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 61). İMKB şirketlerinin halka açık bölümlerinin hisse senedi saklama oranlarına göre yerli ve yabancı paylarına bakıldığında ise burada da aynı şekilde hem yabancı payının yerli payından daha yüksek olduğu hem de az da olsa bir artış eğilimi içerisinde olduğu görülmektedir (Grafik 61).



GRAFİK 61: İMKB ŞİRKETLERİNİN HALKA AÇIK BÖLÜMÜNÜN PİYASA DEĞERLERİNİN (YERLİ VE YABANCI), İMKB ŞİRKETLERİNİN TOPLAM PİYASA DEĞERİNE ORANI

KAYNAK: www.mkk.com.tr ; www.vob.org.tr

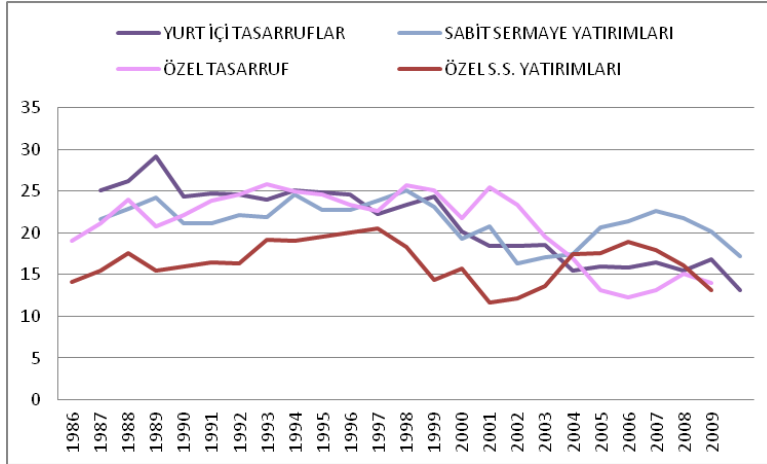


GRAFİK 62: HİSSE SENEDİ YATIRIMCI SAKLAMA ORANLARI (İMKB ŞİRKETLERİNİN HALKA AÇIK BÖLÜMÜNÜN PİYASA DEĞERİNE GÖRE)

KAYNAK: www.mkk.com.tr ; www.vob.org.tr

ii. Tasarruf ve Yatırımları Artırma

Finansal sistemdeki gelişmenin en temel sonuçlarından birisi ekonomide tasarrufların artması ve bu tasarrufların finansal sistem aracılığıyla yatırımlara kanalize edilerek ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. 1986 yılında GSYH'nın % 25,1'i kadar olan yurt içi tasarruflar 2009 yılına gelindiğinde % 13,1'e gerilemiştir (Tablo 42). Aynı şekilde yatırımlarda da bir azalış göze çarpmaktadır. 1986 yılında GSYH'ye oranı %21,7 olan sabit sermaye yatırımları 2009 yılında % 17,2'ye gerilemiştir. Hem tasarruf hem de yatırımlar açısından özel ve kamu için hemen hemen aynı gelişmeler söz konusudur.

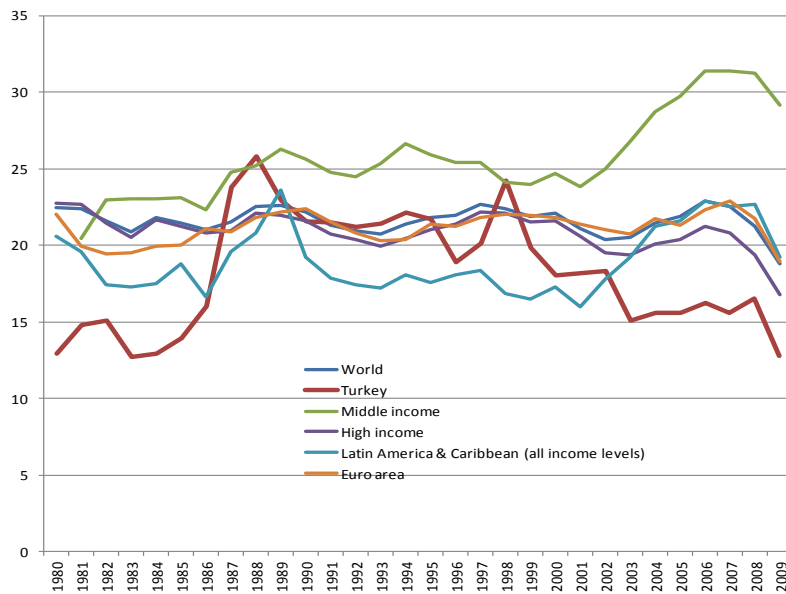


GRAFİK 63: YURTİÇİ TASARRUFLARIN VE SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ GSYH İÇİNDEKİ PAYI (%)

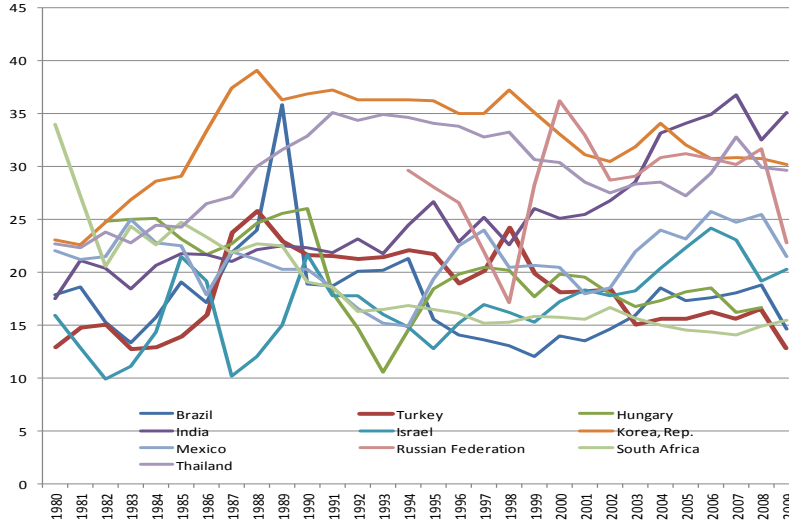
TABLO 42: YURTİÇİ TASARRUFLARIN VE SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ GSYH İÇİNDEKİ PAYI (%)

YIL	KAMU TASARRUFU	ÖZEL TASARRUF	YURT İÇİ TASARRUFLAR	KAMU S.S. YATIRIMLARI	ÖZEL S.S. YATIRIMLARI	SABİT SERMAYE YATIRIMLARI
1986	6,1	19,0	25,1	7,6	14,1	21,7
1987	4,9	21,2	26,2	7,4	15,5	22,9
1988	5,1	24,0	29,1	6,6	17,6	24,2
1989	3,6	20,8	24,4	5,7	15,5	21,1
1990	2,6	22,1	24,7	5,2	16,0	21,2
1991	0,7	23,9	24,6	5,6	16,5	22,1
1992	-0,6	24,6	24,0	5,5	16,4	21,9
1993	-0,7	25,8	25,1	5,4	19,2	24,6
1994	-0,1	25,0	24,9	3,7	19,1	22,8
1995	-0,1	24,6	24,6	3,1	19,6	22,8
1996	-1,1	23,4	22,3	3,8	20,0	23,8
1997	0,8	22,6	23,4	4,6	20,5	25,1
1998	-1,4	25,7	24,3	4,8	18,3	23,1
1999	-5,0	25,1	20,1	4,9	14,4	19,3
2000	-3,4	21,8	18,4	5,2	15,7	20,8
2001	-7,1	25,5	18,4	4,7	11,7	16,4
2002	-4,8	23,4	18,6	4,9	12,2	17,1
2003	-4,1	19,6	15,5	3,8	13,6	17,4
2004	-1,0	16,9	16,0	3,2	17,5	20,7
2005	2,8	13,1	15,9	3,8	17,6	21,4
2006	4,2	12,3	16,5	3,8	18,9	22,6
2007	2,4	13,1	15,5	3,9	17,9	21,8
2008	1,7	15,1	16,8	4,1	16,1	20,2
2009	-0,9	14,0	13,1	4,1	13,1	17,2

KAYNAK:DPT



GRAFİK 64: TÜRKİYE VE DÜNYADA TASARRUF ORANLARI (%)



GRAFİK 65: TÜRKİYE VE BAZI ÜLKELERDE TASARRUF ORANLARI (%)

Sık sık ekonomik krizlerin yaşandığı bir ortamda, mevcut verilerin ışığında İMKB'nin ülke tasarruflarındaki rolünün araştırılması oldukça karmaşıktır.

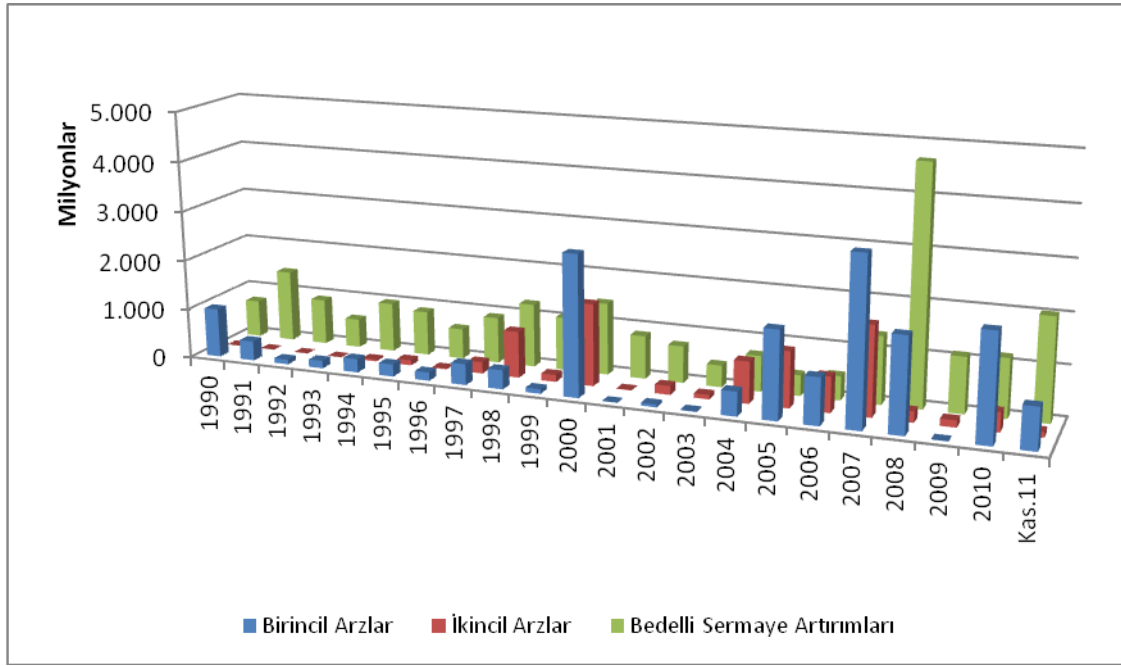
İMKB'nin yıllar itibariyle birincil arz, ikincil arz ve bedelli sermaye artırımları sonucunda ekonomiye kazandırmış olduğu fonlar Tablo 43'de yer almaktadır.

TABLO 43: EKONOMİYE KAZANDIRILAN FONLAR (MİLYON USD)

YIL	BİRİNCİL ARZLAR	İKİNCİL ARZLAR	BEDELLİ SERMAYE ARTIRIMLARI	YIL TOPLAMI	KÜMÜLATİF
1986	0	0	33	33	0
1987	0	0	118	118	151
1988	0	0	223	223	374
1989	0	0	406	406	779
1990	985	0	743	1.729	2.508
1991	392	0	1.436	1.828	4.336
1992	94	0	913	1.008	5.344
1993	152	0	577	730	6.073
1994	270	35	985	1.290	7.364
1995	247	104	887	1.238	8.601
1996	168	18	609	795	9.396
1997	420	229	917	1.567	10.964
1998	383	928	1.268	2.579	13.542
1999	91	139	1.064	1.294	14.836
2000	2.806	1.632	1.437	5.876	20.712
2001	0	10	860	870	21.582
2002	54	176	737	967	22.549
2003	11	89	433	534	23.083
2004	483	826	709	2.018	25.101
2005	1.744	1.110	409	3.264	28.364
2006	931	706	478	2.115	30.479
2007	3.298	1.775	1.340	6.414	36.893
2008	1.877	218	4.678	6.773	43.665
2009	7	136	1.105	1.249	44.914
2010	2.120	387	1.166	3.673	48.587
Kas.11	826	110	2.030	2.967	51.554
TOPLAM	17.361	8.629	25.564	51.554	

Not : Bedelli sermaye artırımlarının hesaplanmasında, 1998 yılına kadar olan rakamlar yıllık ortalama kurdan ABD Dolarına çevrilmiştir. 1999 yılından itibaren her sermaye artırımını gerçekleştirildiği tarihteki kurdan ABD Dolarına çevrilmiştir.

KAYNAK: İMKB



GRAFİK 66: EKONOMİYE KAZANDIRAN FONLAR (MİLYON USD, 1990-2011/11)

KAYNAK: İMKB

TABLO 44: EKONOMİYE KAZANDIRILAN FONLAR

	MİLYON USD
1986-1989	779
1990-1994	6.584
1995-1999	7.473
2000-2004	10.264
2005-2011 Nisan	25.476
TOPLAM	50.577

KAYNAK: İMKB

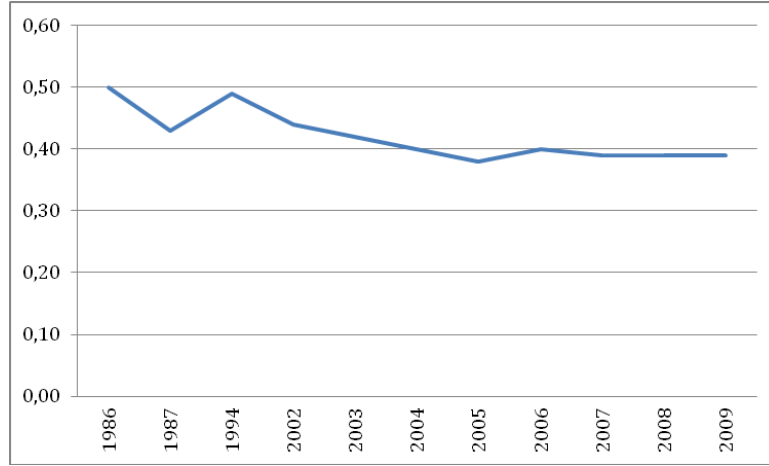
2005-2011 Nisan dönemindeki performansın genel 1986-2011 Nisan dönemi performansına oranı % 50,37 dir. Bir başka deyişle genel toplamın % 50,37'si 2005-2010 Nisan döneminde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla son 6 yılda İMKB'nin ekonomiye kazandırdığı fon toplamı, kurulduğu yıldan günümüze kadar olan kısmının yarısını oluşturmuştur.

iii. Gelir Dağılımına Katkı

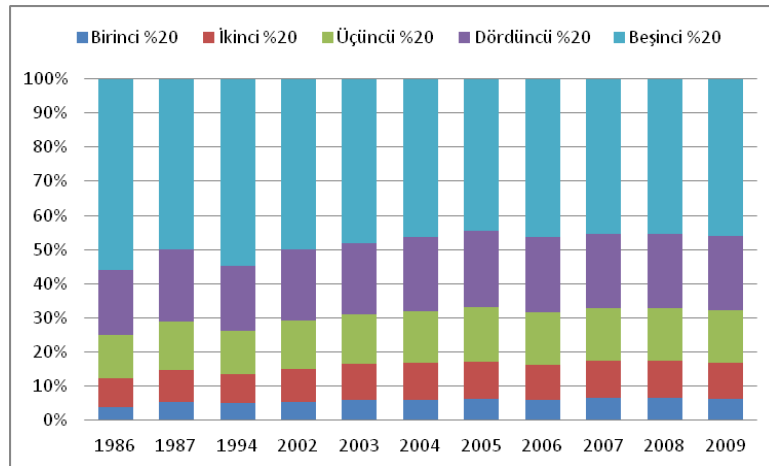
Borsalardan beklenen temel fonksiyonlardan biri, sermayenin tabana yayılmasını sağlamak, kaynakların doğru yatırımlara tahsis edilmesini sağlayarak büyümeye katkıda bulunmak ve sonuçta dolaylı olarak gelir dağılımının daha adil hale gelmesine yardımcı olmaktır denilebilir. 1986-2009 yılları arasında gelir dağılımına ilişkin gelişim irdelendiğinde, Türk Ekonomisi'ne ilişkin gelir dağılımının yapısında çok radikal olmasa da bir değişiklik olduğu söylenebilir. Nüfusun birinci %20'lik diliminin

gelirden aldığı pay %3,9'dan %6,2'ye çıkarken ikinci, üçüncü ve dördüncü dilimlerin paylarında da az da olsa bir artış vardır (Tablo 45). Buna bağlı olarak bu dönemde beşinci %20'lik dilimin gelirden aldığı pay da %50'den %39'a düşmüştür. Gelir dağılımdaki dengenin bir diğer göstergesi olan Gini katsayısına bakıldığında 1986 yılında 0,50 olan Gini katsayısının değeri 2009 yılında 0,39 olmuştur (Grafik 67). Katsayının sıfıra yaklaşmasının gelir dağılımında adaleti gösterdiği düşünülürse, bu katsayıya ilişkin gelişme de gelir dağılımında bir düzelleme olduğunu kanıtlar niteliktedir.

Ancak, burada İMKB'nin gelir dağılımı üzerindeki etkisinin diğer faktörlerin etkisinden ayrıştırılarak belirlenmesi oldukça zordur.



GRAFİK 67: GINI KATSAYISI



GRAFİK 68: HANEHALKI KULLANILABİLİR GELİRİNE GÖRE YILLIK GELİRLERİN DAĞILIMI

TABLO 45: HANEHALKI KULLANILABİLİR GELİRİNE GÖRE YILLIK GELİRLERİN DAĞILIMI VE GINI KATSAYISI

	Birinci %20	İkinci %20	Üçüncü %20	Dördüncü %20	Beşinci %20	Gini Katsayısı
1986 ⁽¹⁾	3,9	8,4	12,6	19,2	55,9	0,50
1987 ⁽²⁾	5,2	9,6	14,1	21,2	49,9	0,43
1994	4,9	8,6	12,6	19,0	54,9	0,49
2002	5,3	9,8	14,0	20,8	50,1	0,44
2003	6,0	10,4	14,5	20,9	48,3	0,42
2004	6,0	10,7	15,2	21,9	46,2	0,40
2005	6,1	11,1	15,8	22,6	44,4	0,38
2006	5,8	10,5	15,2	22,1	46,5	0,40
2007	6,4	10,9	15,4	21,8	45,5	0,39
2008	6,4	10,9	15,4	22,0	45,3	0,39
2009	6,2	10,7	15,3	21,9	46,0	0,39

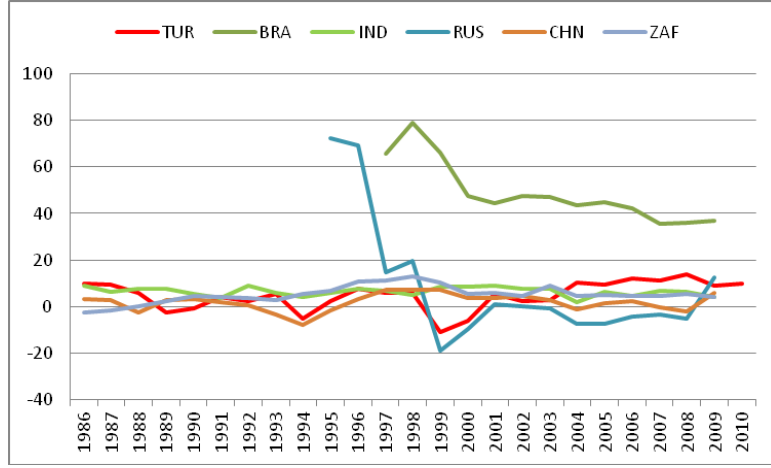
Kaynak: (1) 1986, Esmer, Fişek ve Kalaycıoğlu,1986; (2) 1987-2009 dönemi DİE ve TÜİK

iv. Kaynakları Etkin Dağıtma

Borsaların önemli fonksiyonlarından biri de kaynakların etkin dağılımına imkan sağlamalarıdır. İkinci el pazarların verdikleri sinyaller ile birinci el pazarlarda diğer bir deyişle halka arzlarda, ekonomide önemleri artan sektörlerle yatırımcıların ilgileri artmakta ve bunun sonucunda borsalar ekonomide kaynakların etkin dağılımına katkıda bulunmaktadır.

Finansal gelişmişliğin beklenen sonuçlarından birisi faizlerin üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve böylelikle faizlerin piyasada serbestçe belirlenmesi yoluyla pozitif reel faizlerin oluşmasıdır. Pozitif reel faizler, ekonomide kaynakların daha etkin ve verimli alanlara tahsisini sağlayan en önemli araçtır. Aynı zamanda pozitif reel faizler aşırı/gereksiz tüketim eğilimini frenleyip tasarrufların artmasını sağlar, bu da ödünç verilebilir fonların arzını artırıcı bir rol oynar.

Reel faiz oranları 1986 yılından 2010 yılına gelene kadar istikrarsız bir eğilim izlemiştir. 1986 yılında % 9,9 olan reel faiz oranları 1999 yılında -% 11, 2006 yılında % 11,9 ve 2010 yılında tekrar başlangıç değeri olan % 9,9 olmuştur (Tablo 46). Son on yıla bakıldığında reel faizler pozitif değerler almaktadır. Ancak yaklaşık % 10'lar düzeyindeki bu pozitif reel faizin özellikle ödemeler dengesi açıklarından kaynaklanan dış kaynak gereksinimini karşılamaya yönelik bir boyutu olduğunu ve bu oranda yüksek reel faizlerin ekonomi için daha başka sorunların kaynağı olabileceğini de belirtmek gerekir.



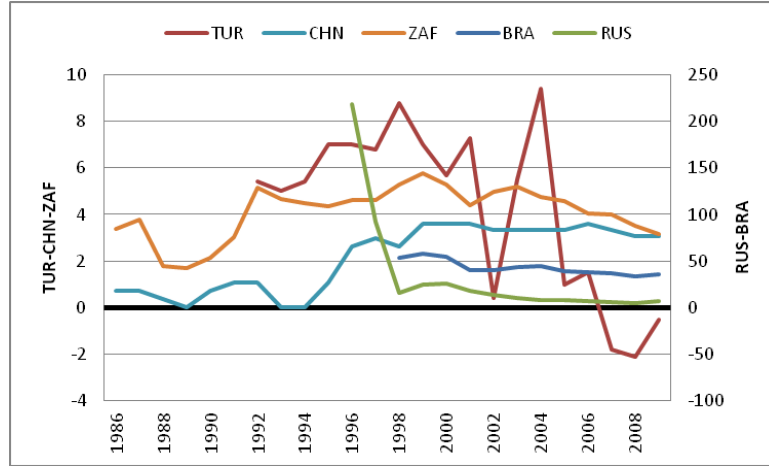
GRAFİK 69: REEL FAİZ ORANLARI (%)

TABLO 46: REEL FAİZ ORANLARI (%)

YIL	TUR	BRA	IND	RUS	CHN	ZAF
1986	9,94		9,07		3,03	-2,33
1987	9,47		6,54		2,63	-1,74
1988	5,89		7,67		-2,75	0,13
1989	-2,74		7,45		2,61	2,20
1990	-0,57		5,26		3,33	4,74
1991	4,06		3,64		1,68	3,96
1992	2,43		9,12		0,37	3,78
1993	5,24		5,87		-3,60	2,72
1994	-5,17		4,32		-7,98	5,47
1995	2,23		5,85	72,26	-1,47	6,93
1996	7,46		7,82	69,28	3,42	10,58
1997	5,85	65,54	6,93	14,76	7,02	11,00
1998	5,88	78,79	5,15	19,62	7,31	13,07
1999	-11,02	66,34	8,42	-18,95	7,20	10,20
2000	-6,01	47,71	8,47	-9,63	3,71	5,23
2001	5,25	44,64	8,79	1,22	3,72	5,67
2002	2,23	47,33	7,82	0,18	4,70	4,52
2003	2,64	46,92	7,63	-0,71	2,63	8,91
2004	10,41	43,40	2,04	-7,35	-1,25	4,63
2005	9,32	44,93	6,31	-7,23	1,59	4,91
2006	11,93	42,07	4,49	-4,12	2,25	4,35
2007	11,26	35,75	6,87	-3,31	-0,12	4,60
2008	13,81	35,93	6,20	-5,22	-2,31	5,42
2009	8,89	36,80	4,32	12,54	5,96	4,08
2010	9,94					

v. Şirketlere Ucuz Fon, Yatırımcılara Yüksek Gelir Sağlayarak Finansal Aracılık Maliyetini Düşürme

Finansal gelişmişliğin beklenen bir diğer sonucu da aracılık maliyetlerinin düşmesidir. Bu sayede fon arz edenler kaynaklarını en yüksek getiri sağlayacak şekilde değerlendirirken fon talep edenler de talep ettikleri kaynakları daha düşük maliyetle bulma imkanına kavuşacaklardır. Finansal piyasaların gelişip derinleşmesi sonucunda artan rekabet aracılık maliyetlerinin düşmesini sağlayacaktır. Aracılık maliyetlerinin en önemli göstergesi net faiz marjıdır. İMKB'nin de aracılık maliyetlerini azaltıcı bir katkı yapmış olması beklenir. Bu amaçla net faiz marjındaki gelişmeye bakıldığında 1992 yılında 0,054 olan marjın 2004 yılında 0,094'e kadar çıkıp 2010 yılında -0,012'ye düştüğü görülmektedir (Tablo 47 ve Grafik 70). Bu değerlerden hareketle bugün gelinen nokta itibarıyla aracılık maliyetlerinin azaldığı söylenebilir.



GRAFİK 70: FAİZ MARJLARI

TABLO 47: FAİZ MARJLARI

YIL	TUR	BRA	RUS	CHN	ZAF
1990				0,72	2,14
1991				1,08	3,01
1992	5,4			1,08	5,13
1993	5,0			0,00	4,65
1994	5,4			0,00	4,47
1995	7,0		218,35	1,08	4,35
1996	7,0		91,76	2,61	4,61
1997	6,8	53,84	15,28	2,97	4,63
1998	8,8	58,36	24,74	2,61	5,30
1999	7,0	54,42	26,03	3,60	5,76
2000	5,7	39,63	17,93	3,60	5,30
2001	7,3	39,76	13,06	3,60	4,40
2002	0,4	43,73	10,75	3,33	4,98
2003	5,5	45,11	8,50	3,33	5,20
2004	9,4	39,51	7,65	3,33	4,74
2005	1,0	37,75	6,69	3,33	4,58
2006	1,5	36,88	6,35	3,60	4,03
2007	-1,8	33,14	4,89	3,33	4,01
2008	-2,1	35,59	6,47	3,06	3,51
2009	-0,5	35,37	6,72	3,06	3,17
2010	-1,2				

KAYNAK: KAYNAK : OECD FACTBOOK 2010: ECONOMIC, ENVIRONMENTAL AND SOCIAL STATISTICS – ISBN 92-64-08356-1 - © OECD 201

vi. Yatırımcı Profili

Yatırımcılar, yurtiçi ve yurtdışı yerleşik olarak iki gruba ayrılmaktadır. Yerli yatırımcılar, yurtdışında yerleşik de olsa Türkiye Cumhuriyeti vatandaşlarını ifade etmektedir. Aynı şekilde yabancı yatırımcılar da Türkiye’de ikâmet ediyor olsa dahi, yabancı uyruklu kişileri tanımlamaktadır. Yabancı yatırımcıların Türk Sermaye Piyasaları’na ilgilerini son beş yıllık dönem için değerlendirdiğimizde, özellikle 2007 yılında Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarına ilginin artmış olduğunu, ancak küresel krizin etkisini tüm borsalarda 2008 yılında gösterdiğini söylemek mümkündür. Türkiye’deki hisse senedi portföy değerleri de 2008 yılında yarı yarıya azalarak 62 milyar TL seviyesine gerilemiştir. 2009 yılında İMKB hızlı bir şekilde toparlanmış, portföy değerleri tekrar iki katına çıkmıştır. 2010 yılının sonundaysa portföy değerleri % 33 artarak 165 milyar TL’ye ulaşmıştır.

Hisse senedi portföy değerlerini yatırımcılar bazında incelediğimizde, son yıllarda yabancıların toplam portföyün yaklaşık 2/3 ünü ellerinde bulundurduklarını söylemek mümkündür. Aşağıdaki tabloda toplam portföy değeri içinde yabancı yatırımcıların payı yıllar bazında verilmiştir (Tablo 48):

TABLO 48: HİSSE SENEDİ PORTFÖY DEĞERİ İÇİNDE YABANCI YATIRIMCILARIN PAYI

YILLAR	YABANCI YATIRIMCI PAYI (%)
2001	46,8
2002	42,7
2003	50,7
2004	54,1
2005	64,8
2006	65,0
2007	72,3
2008	67,4
2009	67,3
2010	66,2
2011/10	62,3

KAYNAK: www.tspakb.org, mkk.com.tr

Yerli ve yabancı sınıflandırması dışında yatırımcılar bir de fon, tüzel, gerçek ve diğer kişiler şeklinde sınıflandırılmaktadır. Fon, yatırım fonlarını kapsamaktadır. Tüzel kişiler, banka, aracı kurum ve holdingler de dahil olmak üzere, anonim ve limited şirketler için kullanılmaktadır. Gerçek kişiler bireysel yatırımcıları ifade etmektedir. Vakıf, kooperatif gibi kurumlar ise diğer kategorisinde yer almaktadır. “Kurumsal yatırımcı” olarak isimlendirilen bireysel yatırımcı ve vakıf ve kooperatif gibi kurumlar dışındaki yatırımcıların 2011 yılı Kasım ayı itibariyle sayıları ve toplam portföy büyüklükleri aşağıdaki tabloda verilmiştir (Tablo 49):

TABLO 49: KURUMSAL YATIRIMCILARIN SAYILARI VE PORTFÖY BÜYÜKLÜKLERİ (EKİM 2011)

	SAYI	PORTFÖY BÜYÜKLÜĞÜ (TL)
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	346	29.775.000.000
Borsa Yatırım Fonları	14	284.000.000
Emeklilik Yatırım Fonları	163	14.082.000.000
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	27	498.000.000
Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları	25	11.890.000.000
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	6	213.000.000

KAYNAK: www.spk.gov.tr, mkk.com.tr

Ayrıca 108 adet Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu, 43 adet Garantili Şemsiye Fonu ve 17 adet Serbest Yatırım Fonu bulunmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların toplam portföy içindeki ağırlıkları ise yıllar bazında aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

TABLO 50: KURUMSAL YATIRIMCILARIN TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ İÇİNDEKİ PAYLARI (%)

Yıllar	Fon Payı	Tüzel Payı
2001	1,2	6,3
2002	1,3	8,6
2003	1,6	7,3
2004	1,1	7,7
2005	1,2	8,3
2006	1,1	10,9
2007	1,1	9,1
2008	1,4	11,2
2009	1,4	9,2
2010	1,6	10,7

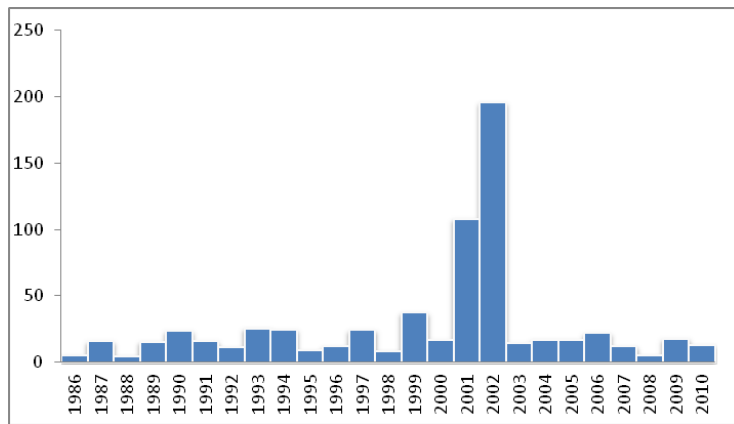
KAYNAK: www.tspakb.org, mkk.com.tr

Tablo 50'den de görüldüğü gibi, kurumsal yatırımcının toplam yatırımlar içinde payı oldukça düşüktür. Kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüğünün Gayrisafi Yurtiçi Hasıla'ya oranı ise yıllardır % 5'in üzerine çıkmamaktadır. (2011 yılında bu oran % 4,7 olarak gerçekleşmiştir).

Kurumsal yatırımcıların varlığının sermaye piyasaları için oldukça önemli olduğu kabul edilmektedir. Piyasaların etkin olabilmesinin gerekliliklerinden birisi de yeterli düzeyde kurumsal yatırımcının piyasada işlem yapmasıdır. Kurumsal yatırımcılar büyük meblağlı alım-satım yaparak piyasada fiyatları belirlemede önemli rol oynarlar ve piyasanın derinliğini artırırlar. Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcıların aksine bütün yatırım araçlarıyla ilgili ayrıntılı araştırmalar yaptıktan sonra alım veya satım kararı verirler. Bu araştırmalar sayesinde kıt kaynaklar daha verimli ve etkin kullanılmış olur. Bunun yanında kurumsal yatırımcılar portföy yatırımı yaptıkları için piyasada aşırı fiyat dalgalanmaları azalır. Bu faydaları nedeniyle bir piyasada kurumsal yatırımcıların ağırlığı daha fazla olmalıdır.

vii. Fiyat/Kazanç Oranı (F/K)

Fiyat/Kazanç oranı yatırımcıların hisse başına 1 TL'lik kâr karşılığında ne büyüklükte bir fiyat ödemeye hazır oldukları veya satış anlamında kaç TL'lik bir fiyat beklentisi içinde olduklarını gösterir. Aynı zamanda bir risk ölçüsü de olan F/K katsayısı 1986 yılında 5,07 iken 2010 yılına gelindiğinde 13,42 olmuştur (Tablo 51). Genel olarak bir artış sözkonusu olmakla birlikte 2001 ve 2002 yıllarına bakıldığında F/K katsayısının sırasıyla 108,33 ve 195,92 değerleri aldığı görülmektedir. Bu yıllar kriz sonrası olağanüstü yıllar olduğu için bu değerler genel olarak toparlanmanın bir sonucu olabilir. Ancak son yedi yıla bakıldığında F/K değerinin 10-15 arasında bir istikrar kazandığı görülmektedir. Burada belirtilmesi gereken bir nokta da, F/K oranının, ülkede başta reel faiz olmak üzere alternatif yatırım alanlarının verimine ve çeşitli risk faktörlerine bağlı olarak oluştuğudur.



GRAFİK 71: FİYAT / KAZANÇ KATSAYISI

TABLO 51: F/K KATSAYISI VE İŞLEM GÖRME ORANI

YIL	F/K KATSAYISI (%)		İŞLEM GÖRME ORANI (%)
	(1)	(2)	
1986	5,07		1,23
1987	15,86		3,31
1988	4,97		7,28
1989	15,74		11,17
1990	23,90		27,72
1991	15,88		44,90
1992	11,39		66,50
1993	25,80		46,79
1994	24,83		77,80
1995	9,23		187,73
1996	12,15		92,81
1997	24,39		73,27
1998	8,84		170,53
1999	37,52	34,08	60,36
2000	16,82	16,11	238,46
2001	108,33	824,42	135,73
2002	195,92	26,98	188,58
2003	14,54	12,29	152,64
2004	17,18	13,27	211,89
2005	17,19	19,38	123,64
2006	22,02	14,86	140,90
2007	12,16	11,97	115,43
2008	5,55	5,76	182,72
2009	17,89	16,83	135,31
2010	13,42	13,20	134,52

(1) Toplam Piyasa Değeri/Son iki 6'şar Aylık Dönemin Net Kârlar Toplamı.

(2) Toplam Piyasa Değeri/Son dört 3'er Aylık Dönemin Net Kârlar Toplamı.

KAYNAK: SPK

G) İMKB Performansının Değerlendirilmesi

İMKB'nin faaliyete geçtiği 1985 yılından bugüne kadar göstermiş olduğu performansı, çeşitli yöntemlerle önceki bölümlerde ele alınmaya çalışılmıştır. Burada İMKB'nin önemli bir gelişme gösterdiğini ve dünya borsaları arasında, özellikle gelişmekte olan ülke borsaları arasında iyi bir konuma geldiği gözlemlenmiştir. Ancak, Türkiye'nin GSYH'si dünya toplamının yüzde 1,5'ine yakın olmasına karşın İMKB'nin toplam piyasa değeri dünyadaki benzer borsaların toplam piyasa değerinin ancak yüzde 0,45'i civarındadır²⁹.

Biraz önce sayılan faktörlerin yanında sermaye piyasaları ve borsaların gelişmelerinde politik risk önemli bir yer tutmaktadır. Gerek ülke içinde fonların borsaya kanalize edilmesinde gerek yabancı sermayenin ülkelere çekilmesinde ekonomik risk, finansal risk ve politik risk yatırımcıların kararlarını etkilemektedir. Yapılan değerlendirme, sözkonusu bu faktörlerin bir kısmını direkt olarak dikkate almamış, ancak göreceli olarak ekonomik gelişme ışığında İMKB'nin performansını değerlendirmeye çalışmıştır. Türk Ekonomisi'nin son 25 yılda göstermiş olduğu gelişme dışında Türkiye'nin politik hayatındaki gelişmeler, politik riskler bunların dışında kalmıştır. Bu alandaki gelişmeler, ekonomi ile

²⁹ <http://www.kobipostasi.net/2010/05/05/hedef-2023e-kadar-imbkde-islem-goren-sirket-sayisini-1000e-cikarmak/>

bağlantıları çerçevesinde çalışmanın içine girebilmiş oldular. Ayrıca, niteliksel gelişmeler, kurumsal iyileştirmeler, düzenlemeler, kurumsal yönetim gibi konular da sermaye piyasalarının gelişmesi ve İMKB'nin performansının değerlendirilmesi açısından çok önemli olmakla beraber, bu çalışmanın sınırları dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmemiştir.

Politik riskin düşük olması kurumsal kalite olarak ifade edilmektedir. Bunların başında kurumsal yönetim gelmekte olup politik hak, kamu sektörü etkinliği, toplum düzeni veya diğer bir deyişle ahlaki değerler ve kamusal düzenlemelerdir. İkinci olarak mülkiyet hakları ve bunların yasal korunması ve üçüncü olarak da yönetici ve politik liderlere olan güven ve bu kişilerin hesap verebilmeleri kurumsal kalite içinde yer almaktadır (Edison, 2003)³⁰.

Konuyu bu açıdan genişletince, ülkemizde son 25 yılda yaşanmış olan politik istikrarsızlık ve bunlarla bağlantılı olarak Türk Ekonomisi ve bankacılık sistemini etkileyen krizler çoklukla yaşanmıştır. Bu gelişmeler de doğal olarak İMKB'nin performansını etkilemiştir. Ancak 2002 yılından itibaren ülkeye gelen politik istikrar, ekonominin her alanda büyümesine ve sermaye piyasalarının da gelişmesine büyük imkanlar yaratmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde, İMKB'nin Türkiye Ekonomisi'ne katkısı çeşitli kriterler kullanılarak ölçülmeye çalışılmıştır. Burada kritik soru, İMKB'nin performansı ile mevcut yapısı, diğer bir deyişle kamu tüzel kişiliğine sahip bir kurum olması arasındaki ilişkidir. Cevap bulmaya çalışılan soru, İMKB'nin özel hukuk statüsünde bir anonim şirket olması halinde performansının daha iyi olabilmesi ve ülke ekonomisine daha fazla katkıda bulunabilmesinin mümkün olup olmadığıdır. Önceki bölümlerde ulaşılan bulgulara çok sayıda faktörün etkide bulunduğu bir gerçektir. Bu faktörlerin başında bu süre içinde dünya ekonomisinde gözlemlenen genel trend gelmektedir. Ayrıca ülke içinde politik, sosyal ve ekonomik gelişmeler de borsanın başarısını etkileyen önemli etkenlerdir. Politik kararlar ve bunların sonucunda ortaya çıkan risk, genel ekonomik gelişmeler de yatırımcıların sermaye piyasalarına bakışlarını etkiler. Merkez Bankası'nın faiz politikası, enflasyon, ekonomide büyüme, istihdam, vergi politikası, teşvikler, ödemeler dengesi vb. faktörler borsaların başarısını etkileyen önemli faktörlerdir. Bu nedenle bu faktörlerin etkisini bir kenara bırakarak sadece borsaların içsel faktörlerine bakarak başarılarının değerlendirilmesi oldukça zordur.

Burada genel bir değerlendirme ile İMKB'nin hızlı bir büyüme göstermesine rağmen, bugün benzer ekonomik gelişmişlik düzeyine sahip benzer ülkelere göre olması gereken yerde henüz olmadığını, ancak son yıllarda bu konuda bir ivme kazanıldığını söylemek mümkündür. Diğer bir ifadeyle bugün İMKB'nin daha fazla halka açık şirketi bünyesinde barındırması, daha yüksek piyasa toplam değerine sahip olması, yatırımcı sayısı, özellikle kurumsal yatırımcı sayısı itibarıyla daha iyi bir konumda olması beklenebilirdi. Bu açılardan İMKB, genel değerlendirmede çok yüksek not alamamasına rağmen, yüksek devir hızı ile piyasaya likidite sağlayabilmesi, uygulamaya konulan sermayeyi tabana yayma politikası, teknolojisi ve altyapısı, uygulanan rekabetçi komisyon oranları ile konumunu ülke içinde uluslararası borsalar arasında geliştirmektedir.

³⁰ Kurumsal yönetim endeksi, 1999 da Daniel Kaufman, Art Kraay ve Pablo Zoido-Lobaton tarafından geliştirilmiştir.

DÜNYA BORSALARINDA YENİ TRENDLER, YAPISAL MODELLER

A) Yurtdışı Borsalarda Mevcut Yapılar

Günümüzde birçok ülkede menkul kıymet borsası bulunmaktadır. Bunların bazıları yerel, bazıları ulusal, bazıları da uluslar arası bir yapıda çalışmalarını sürdürmektedir. New York Borsası hem işlem hacmi hem de piyasa değeri bakımından dünyanın önde gelen borsalarındandır. İşlem hacmi en yüksek diğer borsalar NASDAQ ve Londra Borsası'dır.

Borsaların kuruluşunda başlıca iki sistem bulunmaktadır: Özel borsalar ve devlet borsaları. Özel borsalar, meslek mensuplarının kendi girişimleriyle oluşturulmuş kurumlardır. Bu tür borsalara örnek olarak Londra Borsası verilebilir. Ayrıca New York, Tokyo, Toronto, Avustralya ve Yeni Zelanda borsaları da özel yapıda borsalardır. Bir kanunla veya bir kanunun verdiği yetkiyle kurulan, yöneticilerinin atamalarının merkezi otoriteler tarafından yapıldığı borsalar da devlet borsalarıdır. Devlet borsalarına Paris ve Frankfurt borsaları örnek olarak verilebilir. Bununla birlikte karma nitelikli borsalar da bulunmaktadır. Örnekleri İtalya ve Amsterdam borsalarıdır. Her iki borsa türünde de kâr elde etme amacı bulunmamaktadır. Yaklaşık 20 yıllık bir süredir hem özel nitelikli hem de devlet tarafından kurulmuş borsalarda bir **“dönüşüm (demutualization)”** süreci yaşanmaktadır. Borsaların birçoğu yeniden yapılanarak kâr amacı taşıyan şirketlere dönüşmektedirler.

Dönüşüm; başka bir deyişle “demutualization” kavramının daha iyi anlaşılması için kelimenin kökenini oluşturan “mutual” kavramının irdelenmesi gerekmektedir. “Mutual” kavramı sözlükte “karşılıklı, müşterek” anlamlarına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, ortaklaşa sahip olunan; bir grubu oluşturan birden çok kişi arasında paylaştırılan anlamına gelmektedir. Dolayısıyla demutualization kavramı mevcut bir durumun, yani “mutual” olma halinin sona erdirilerek, yeni bir durumun ortaya çıkarılması anlamına gelmektedir.³¹

Literatürde mutual kavramı ise, ihraç edilmiş bir sermayesi olmayan, yasal olarak kendisine para yatıranlarca sahip olunan ortaklık yapısını ifade etmektedir. Şu halde bir “mutual company” getirinin katılımcılar arasında, her bir katılımcının, ortaklığa yaptığı katkının büyüklüğü oranında dağıtıldığı bir ortaklıktır. Bu noktadan hareketle, “mutual company” teriminin Türkçe dengi olarak “müşterek ortaklık” ibaresinin kullanılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Bütün bu açıklamalardan bir müşterek ortaklık ile anonim şirket arasında önemli farklar olmadığı izlenimi doğmakla birlikte, amaçları açısından bakıldığında iki organizasyon arasında çok temel bir ayırım olduğu görülecektir.

Müşterek ortaklıklarda asıl amaç üyelerin çıkarlarının korunması ve üyelere fayda sağlanmasıdır. Bu tür ortaklıklar ülkemizdeki kooperatiflerle benzerlik arz etmektedir. Şöyle ki, kooperatiflerin tüzel kişiliği haiz olmak üzere ortaklarının belirli ekonomik menfaatlerini ve özellikle meslek ve geçimlerine ait ihtiyaçlarını karşılıklı yardım, dayanışma ve kefalet suretiyle sağlayıp korumak amacı ile kurulan değişir ortaklı ve değişir sermayeli teşekküller olduğu dikkate alındığında, her iki durumda da müşterek üyelerin menfaatlerinin ön planda tutulduğu bir örgütlenme tarzı olduğu görülmektedir. Anonim şirketler ise kâr amaçlı ve ortaklarının menfaatlerini ön planda tutan bir şekilde

³¹ Topçu, B., 2002, “Dünyada Menkul Kıymet Borsalarının Şirketleşme Süreçleri”, İMKB Uzman Yeterlik Etüdü, İstanbul, (yayımlanmamış eser).

örgütlenmektedir. Sonuç olarak, demutualization kavramının, bireylerin yardımlaşmak, karşılıklı çıkarlarını korumak ve geliştirmek amacıyla oluşturdukları karşılıklı ortaklıkların, sermayesi paylara ayrılan kâr amaçlı şirketler olarak yeniden yapılandırılmasını ifade ettiği söylenebilir.

Borsaların büyük bir kısmının üye olduğu Uluslararası Borsalar Federasyonu (WFE- World Federation of Exchanges), dünya borsaları hakkında karşılaştırmalı veriler sağlamaktadır. Federasyonun halihazırda 53 üyesi bulunmaktadır. WFE'nin üyesi 53 borsanın kurumsal yapıları ile ilgili veriler Tablo 52'de yer almaktadır. Bu borsalardan altı tanesi kamu kurumu olarak faaliyet göstermektedir. İMKB'nin de aralarında bulunduğu bu borsalar Mısır, Suudi Arabistan, Malta, Güney Kıbrıs ve Tayland Borsası'dır. Bunlardan da 3 tanesi şirket yapısındadır (Mısır, Suudi Arabistan ve Malta). Mısır ve Suudi Arabistan borsaları dışındakiler kâr amacı gütmemektedir. Bu 53 borsadan 43 ü kâr amacı güden şirket yapısındadır. Bunlardan 22 si halka açılmıştır.

Özellikle Kuzey Amerika, Avrupa, Avustralya ve Asya genelindeki borsalarda şirketleşme olgusu yaşanmıştır. Kâr amaçlı olmayan borsalar ise Pasifik ve Güney Amerika'da yer almaktadır. Diğer taraftan kamu kişiliğine haiz borsalar ise Asya ve Afrika'nın bazı ülkelerinde görülmektedir.

Tarihsel gelişimin doğal bir sonucu olarak borsalar, üyeler tarafından kurulan ve yönetilen, kâr amacı olmayan kurumlar olarak yapılanmışlardır. Üyelik sisteminin yakın geçmişe kadar ihtiyaçlara cevap verebilmesi, borsaların yüzyıllar boyunca bu sistemi kullanabilmelerine olanak sağlamıştır. Fakat 1990'lı yılların başlarından itibaren yaşanan küreselleşme süreci ve hızlı teknolojik gelişim, borsaların yapılarında bazı değişimleri beraberinde getirmiştir.

TABLO 52: WFE ÜYESİ BORSALARIN KURUMSAL YAPISI (AĞUSTOS 2011)

SIRA	BORSA	STATÜ	KÂR AMACI
1	Atina Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
2	Avustralya Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
3	CME Grup	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
4	Deutsche Börse	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
5	Hong Kong Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
6	Intercontinental Exchange	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
7	İspanya Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
8	Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
9	Kolombiya Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
10	Lima Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
11	Londra Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
12	Malezya Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
13	NASDAQ OMX	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
14	NYSE Euronext	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
15	Osaka Menkul Kıymetler Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
16	Santiago Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
17	Singapur Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
18	TMX Grup	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
19	Brezilya (BM&F BOVESPA) Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
20	Meksika Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
21	Şikago Opsiyon Borsası (CBOE)	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
22	Varşova Borsası	Borsada Kote	Kâr Amaçlı
23	Bermuda Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
24	Bombay Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
25	Endonezya Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
26	Güney Kore Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
27	Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
28	İrlanda Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
29	İsviçre Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
30	Ljubljana Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
31	Lüksemburg Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
32	Mauritius Menkul Kıymetler Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
33	Moskova Bankalararası Döviz Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
34	Oslo Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
35	Tahrان Menkul Kıymetler Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
36	Tayvan Menkul Kıymetler Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
37	Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
38	Tokyo Menkul Kıymetler Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
39	Uluslar arası Menkul Kıymetler Borsası (ISE)	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
40	Viyana Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
41	Yeni Zelanda Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı
42	Filipinler Menkul Kıymetler Borsası	Özel Şirket	Kâr Amaçlı değil
43	Mısır Borsası	Kamu Şirketi	Kâr Amaçlı
44	Suudi Arabistan Borsası	Kamu Şirketi	Kâr Amaçlı
45	Malta Borsası	Kamu Şirketi	Kâr Amaçlı değil
46	Güney Kıbrıs Borsası	Kamu	Kâr Amaçlı değil
47	İMKB	Kamu	Kâr Amaçlı değil
48	Tayland Menkul Kıymetler Borsası	Kamu	Kâr Amaçlı değil
49	Amman Borsası	Özerk	Kâr Amaçlı değil
50	Buenos Aires Borsası	Üye Sahipliği	Kâr Amaçlı değil
51	Kolombo Borsası	Üye Sahipliği	Kâr Amaçlı değil
52	Şanghay Menkul Kıymetler Borsası	Üye Sahipliği	Kâr Amaçlı değil
53	Şenzhen Menkul Kıymetler Borsası	Üye Sahipliği	Kâr Amaçlı değil

B) Borsalarda Şirketleşmenin Nedenleri ve Borsaların Şirketleşmeden Beklentileri

a) Borsalarda Şirketleşmenin Nedenleri

Oldukça uzun bir geçmişe sahip olan borsalar, 1990'lı yıllara gelinceye kadar genellikle üyeleri tarafından kurulan ve kâr amacı gütmeyen organizasyonlar olarak faaliyet göstermişlerdir. Bundan yaklaşık 20 yıl önce başlayan bazı köklü değişimlerle birçok borsa, kâr amaçlı şirketler haline dönüşmeye başlamıştır. Bu değişimin birçok nedeni bulunmasına rağmen, özellikle küreselleşme ile birlikte artan rekabet koşulları³² ve teknolojik gelişmeler borsaların yavaş yavaş kâr amacı güden bir yapıya geçmesinde etken olmuştur.

i. Küreselleşme

Borsaların ilk kurulmaya başlandığı zamanlarda borsalar ve brokerlar yerel bir yapıya sahiplerdi. Telgraf ve telefonun icadı ulusal borsaların daha uzun mesafelerde işlem yapmalarını kolaylaştırdı. Nihayet modern telekomünikasyon cihazları ile şirketler ve yatırımcılar yabancı sermaye piyasalarına kolaylıkla erişmeye başladılar. Bu gelişmeler, sermaye piyasalarının yerel ve ulusal olarak konumlanması yerine, küresel merkezler olarak faaliyet göstermesine neden oldu. Bunun neticesinde kendilerini dünyaya kapatan ve izole bir şekilde faaliyet gösteren borsalar, küresel finans piyasalarıyla rekabet etmek durumunda kaldılar.³³

ii. Konsolidasyon

Borsaların şirketleşmesinin önemli nedenlerinden birisi de borsalar arası birleşmeler, satın almalar ve stratejik ortaklıklardır. Borsalar öncelikle kendi ülkelerinde faaliyet gösteren ve işlem öncesi ve sonrası alanlarda hizmet veren kurumları satın almışlardır. Daha sonra da hem kendi bölgelerinde hem de diğer ülkelerde yer alan diğer borsalarla birleşme yoluna gitmişlerdir. Sonuçta, dünyada belli başlı borsa grupları oluşmuştur ve bu da yoğun bir rekabet doğurmaktadır.

iii. Teknolojik Gelişmeler

Teknolojinin günümüzde geldiği aşama, yatırımcılara dünyanın her noktasındaki piyasaya günün her saati erişim imkânı vermektedir. Dolayısıyla piyasalar arasında, daha önceden hiç olmadığı kadar yoğun bir rekabet ortamı doğmuştur. Yatırımcı istediği zaman, istediği ülkede, istediği menkul kıymete çok kısa bir sürede erişebilmektedir. Bu ortamda da işlem maliyetleri ön plana çıkmaktadır. Aynı menkul kıymet iki ayrı piyasada işlem görüyorsa, yatırımcı düşük maliyetli piyasada işlem yapmayı tercih etmektedir.³⁴

Bunun yanında, finansman ihtiyacı içinde olan şirketler de kendileri için düşük finansman ve ihraç maliyeti doğuracak ülkeleri ve piyasaları tercih etmektedirler.

³² Brito Ramos, S., 2006, "Why Do Stock Exchanges Demutualize and Go Public?", Swiss Finance Institute Research Paper Series No 06-10, s.3

³³ Hughes, P.S. ve Zargar, E., 2006, "Exchange Demutualization", Blake, Cassels and Graydon LLP, s.13.

³⁴ TSPAKB, 2011, Dünyada Borsa Şirketleşmeleri, Satın Alma ve Birleşmeleri, s.1

1990'lı yıllarda ortaya çıkan ve bir teknolojik gelişme olarak düşünülebilecek olan 'alternatif işlem sistemleri' ile de rekabet artmıştır. Bu sistemler ile özellikle büyük hacimli işlem yapan kurumsal yatırımcılar, hem kimliklerini gizleyerek işlem yapabilmekte, hem de dünyanın birçok borsasına tek merkezden erişebilme imkânına kavuşabilmektedir. Bununla beraber bu sistemler, işlem maliyetlerinin yanında takas, mutabakat gibi işlem sonrası maliyetlerde de avantaj sağlamaktadır.

iv. Gelişmiş Yönetim İhtiyacı

Borsalar arası rekabetin yoğun olmadığı ve borsa üyelerinin çıkarlarının homojen olduğu durumlarda, kooperatif yapıdaki borsalar iyi bir yönetim sergileyebilirler. Fakat rekabet yoğunlaştığında ve karar almak yavaş ve hantal bir yapıya büründüğünde bu tür borsalar zorluklar yaşamaktadırlar. Şirketleşen borsalarda sahiplik ve üyeliğin birbirinden ayrılması, bu hantal yapının sona ermesine yardımcı olmaktadır. Böylelikle borsa daha özgür olmaktadır. Sonuç olarak borsanın sahiplerinin çıkarlarıyla borsanın çıkarları paralel bir yapıya bürünmekte ve her iki taraf da kârların çoklanması hedefine ulaşmaya çalışmaktadır. Bunun yanında borsalar daha şeffaf bir yapıya ancak şirketleşerek kavuşabilmektedirler.

v. Sermaye Yatırımı İçin Kaynak İhtiyacı

Gelişen teknolojinin sağladığı olanaklara ek olarak piyasalar ve ülkeler arasında artan rekabet koşulları işlem maliyetlerini önemli ölçüde düşürmüştür. Bunun borsalar açısından anlamı ise, gelirlerinin azalmasıdır. Borsaların temel gelir kaynakları kotasyon ve üyelik ücretleri, işlemlerden alınan borsa payları ve veri dağıtım gelirleridir. Şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülke dışındaki borsalarda da kote olabilmesi, borsaları kotasyon ve kotta kalma ücretlerinde indirim gitmeye zorlamıştır. Aynı şekilde yatırımcılar, birden fazla borsada işlem gören bir menkul kıymeti seçerken işlem maliyeti daha düşük olanı tercih etmektedirler. Duruma aracı kurumlar açısından bakıldığında, onlar da üyelik maliyeti düşük olan borsaları seçmektedirler.

Diğer taraftan hızlı teknolojik ilerlemeler, alternatif işlem sistemlerinin gelişmesi borsaları sürekli olarak teknolojik yatırım yapmaya ve hız ve güvenlik önlemlerini arttırmaya zorlamaktadır. Bu da yeni sermaye ihtiyacını gündeme getirmektedir. Kâr amacı gütmeyen kooperatif yapıdaki borsaların gelirlerini arttırabilmeleri sadece temel gelir kaynaklarına bağlıdır. Oysa anonim şirket yapısında bir borsa halka arz, sermaye artırımı, borçlanma ve diğer finansman yöntemleri ile kaynak sağlayabilmektedir.³⁵

b) Borsaların Şirketleşmeden Beklentileri

Borsaların şirketleşme süreci birçok soruyu da beraberinde getirmektedir. Borsalar, kamu yararını gözeterek etkin bir piyasa oluşturulmasında bir aracı olarak görüldüklerinden, şirketleşmeleri de özel bir önem arz etmektedir. Bu noktada şirketleşme ile ilgili soruların doğru bir şekilde cevaplanması toplum yararı açısından da oldukça önemlidir. Bu soruların başlıcalarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

³⁵ Lee, R., 2003, "Changing Market Structures, Demutualization and the Future of Securities Trading", 5th Annual Brookings/IMF/World Bank Financial Markets and Development Conference, Çevrimiçi: <http://www.oecd.org/dataoecd/5/15/18450470.pdf>, 02.09.2011

- Borsaların şirketleşmeden beklentileri
- İstenen sonuçların alınabilmesi için gerekli altyapının mevcut olup olmadığı
- Borsa için uygun olan kurumsal yönetim ilkeleri
- Şirketleşen borsanın özsermaye artışını ve kârlılığını arttırmaya yönelik planları
- Borsanın ilk halka arzında şirketin değerinin nasıl tespit edileceği
- Şirketleşme sonrası borsanın imajının nasıl korunacağı

Daha önce belirtildiği gibi, daha çok gelişmiş borsalarda, alternatif işlem sistemleri ve diğer piyasalardan gelen rekabet baskıları borsaları geleneksel yapılarını değiştirmeye zorlamaktadır. Dolayısıyla bu borsalarda şirketleşme rekabet gücünü artırmada önemli rol oynayabilir. Bunun tersine gelişmekte olan borsalarda şirketleşme çabalarının önünde özelleştirmeye yönelik olumsuz düşünceler ortaya çıkabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere ilişkin olarak bu konuda yeterli örnek olmadığı için şirketleşmenin gelişmekte olan piyasalardaki durumu daha tartışmalıdır.

Borsaların şirketleşmeden beklentileri finansal ve finansal olmayan beklentiler olarak sınıflandırılabilir.³⁶ Finansal beklentiler farklı sermaye kaynaklarına ulaşmak, yatırımcı tabanını genişletmek, dağıtılmayan kârlar yoluyla özsermayeyi arttırmak, faaliyet kârlılığını arttırmak, maliyetleri daha iyi kontrol edebilmek, hisse senedi fiyatını piyasada tespit edebilmek ve piyasa değerini arttırmak olarak sayılabilir. Finansal olmayan beklentilerse uzmanlaşmış yönetim kadrosuna kavuşmak, hızlı karar alma imkânına sahip olmak, işbirliği imkânlarını değerlendirmek, esneklik, verimlilik ve rekabet gücü kazanmak, üyelere olan bağımlılıktan kurtulmak, yönetimi şeffaflaştırmak ve halkla ilişkilere önem verebilmek olarak özetlenebilir.

c) Borsalarda Şirketleşme ve Yeni Yapısal Trendler

Kâr amacı gütmeyen kooperatifler veya şirketler olarak örgütlenen borsalar, zamanla değişen dünyaya, küreselleşmeye ve artan rekabete dayanabilmek için güçlü bir mali yapıya, yönetim esnekliğine ve değişik finansman kaynaklarına ihtiyaç duymaya başlamışlardır. Bu ihtiyaçların karşılanabilmesi için en çok izlenen yol, borsaların kâr amaçlı anonim şirketler haline dönüşmeleridir. Öncelikle kâr amacı gütmeyen kooperatif yapıdaki borsalar ya yasa ile ya da genel kurulda üyelerinin karar alması ile kâr amaçlı anonim şirket haline gelmektedirler. Kâr amacı gütmeyen şirket halindeki borsalar ise ana sözleşme değişikliği ile kâr amacı güden şirket olmaktadır. Borsaların bu şekilde çıkarttıkları hisse senetleri, borsanın üyesi ve dolayısıyla sahibi olan aracı kuruluşlara **bedelsiz** olarak verilmektedir. Bu durumda eskiden üyelerin sahip olduğu “üyelik hakları” yeni durumda “ortaklık hakları”na dönüşmektedir. Hisse senetlerinin bedelsiz verilmek yerine **nominal değer ya da primli fiyat** üzerinden satıldığı durumlarda, belli gruplara (üyeler, halka açık şirketler, kurumsal yatırımcılar, borsa yöneticileri ve personeli gibi) tahsisat yapılmaktadır. Bazı uygulamalarda **çalışanlara da iskontolu satış** yapılmıştır.

Daha sonra borsaların ortak tabanlarını genişletmek ve yeni ortakların katılımıyla yönetimi paylaşmak amacıyla tahsisli hisse senedi satışı yapılmaktadır. Burada öncelikle borsaların sosyal paydaşları belirlenmektedir. Bunlar finans kurumları, kurumsal yatırımcılar, halka açık şirketler vb. olmaktadır.

³⁶ Steil, B., 2002, “Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences”, The Wharton School, University of Pennsylvania, Financial Institutions Center The Working Paper Series.

Tahsisli satış, genelde elde edilen gelirin doğrudan borsaya girmesi amacıyla sermaye artırımını şeklinde olmaktadır.

Son olarak da borsalar halka açılıp kendi piyasalarına kote olmaktadır. Bu şekilde sermaye artırımını yapılarak borsaya bir finans kaynağı da sağlanmış olmaktadır.

Dönüşüm sürecinde borsalarda sahip olunabilecek paylara ilişkin azami bir sınır getirilmiştir. Toronto Borsası, Avustralya Borsası ve Hong Kong Borsası'nda sahip olunacak paylar sermayenin % 5'i ile sınırlanmış ve bundan fazlasına sahip olunması belli koşullara bağlanmıştır. Mülkiyete ilişkin sınırlamalarda amaç, herhangi bir kişi ya da grubun borsanın kontrolünü ele geçirerek kötüye kullanmasını önlemektir. Aynı şekilde yönetimde sağlanacak üstünlük haksız servet transferlerine de yol açabilecektir. Borsa dönüştüğünde ilk pay sahipleri borsanın mevcut varlıkları üzerinde mülkiyet hakkına sahip olacaklardır. Dönüşümden önce bu varlıklar bütün üyelerin ortak malıdır. Bu sınırlamaların olmaması halinde alım gücü yüksek firmalar payların çoğunluğunu, dolayısıyla borsa malvarlığının da çoğunluğunu ele geçirecektir. Bu durum ise küçük firmalardan büyük firmalara servet transferine yol açacaktır. Aynı şekilde pay edinmeye ilişkin bu sınırlamalar, yönetimde yer alanların bilgiye kolay ulaşma imkânlarını kullanarak elde edecekleri bilgilerle borsa hisse senetlerini piyasadan düşük fiyata toplamalarını da engellemektedir.³⁷

Dünya borsaları arasında 1990'lı yıllarda ortaya çıkan bu şirketleşme hareketleri, ilk olarak Stockholm Borsası'nın anonim şirket yapısına geçmesiyle başlamıştır.³⁸ Daha sonra onu Helsinki, Kopenhag ve Amsterdam Borsaları izlemiştir. 1999 yılında şirketleşen borsa sayısı 11 iken bu sayı 2002'de 22'ye çıkmıştır. 2011 yılının Ağustos ayı itibariyle kâr amacı güden şirket statüsündeki borsa sayısı 43'tür.

Şirket haline gelen borsalar, 2000'li yıllarla beraber rekabet güçlerini arttırmak amacıyla satın alma, birleşme ve stratejik ortaklık kurma yoluyla büyümeye çalışmaktadırlar. Bu büyüme hareketleri yalnız borsaların kendi bölgeleriyle sınırlı kalmamış, komşu ülkelerin borsaları, ardından da okyanus aşırı borsalarla birleşerek devam etmiştir. Ayrıca şirketleşen borsalar kendi ülkelerinde faaliyet gösteren, işlem öncesinde ve sonrasında hizmet veren kurumları da kendi bünyelerinde toplamaya başlamışlardır. Bunlar takas ve saklama kurumları, veri dağıtım şirketleri, teknolojik altyapı sağlayıcı şirketler vb.dir.

Birbirleriyle birleşen ve stratejik ortaklıklar kuran bu borsalar dünyada belli başlı borsa grupları oluşturmuşlardır. Bu da rekabetin oldukça yoğunlaşması anlamına gelmektedir.

Bu borsa gruplarından en önemlileri ABD-Avrupa ortaklı NYSE Euronext ile NASDAQ OMX'tir. Euronext Grubu Paris, Brüksel, Amsterdam, Lizbon ve LIFFE borsalarından oluşmaktadır ve 2007 yılında NYSE ile birleşmiştir. Daha sonra bu grup Amerikan Borsası AMEX'i satın almıştır. OMX Grubu ise Stockholm, Kopenhag, Vilnius, İzlanda, Helsinki, Tallinn ve Riga borsalarından oluşmaktadır ve 2008 yılında NASDAQ tarafından satın alınmıştır. Bu iki büyük borsa grubu dışında Avrupalı borsaların birlikte oluşturdukları büyük bir türev ürünler borsası, Kuzey Amerika'da CME ve CBOT borsalarının

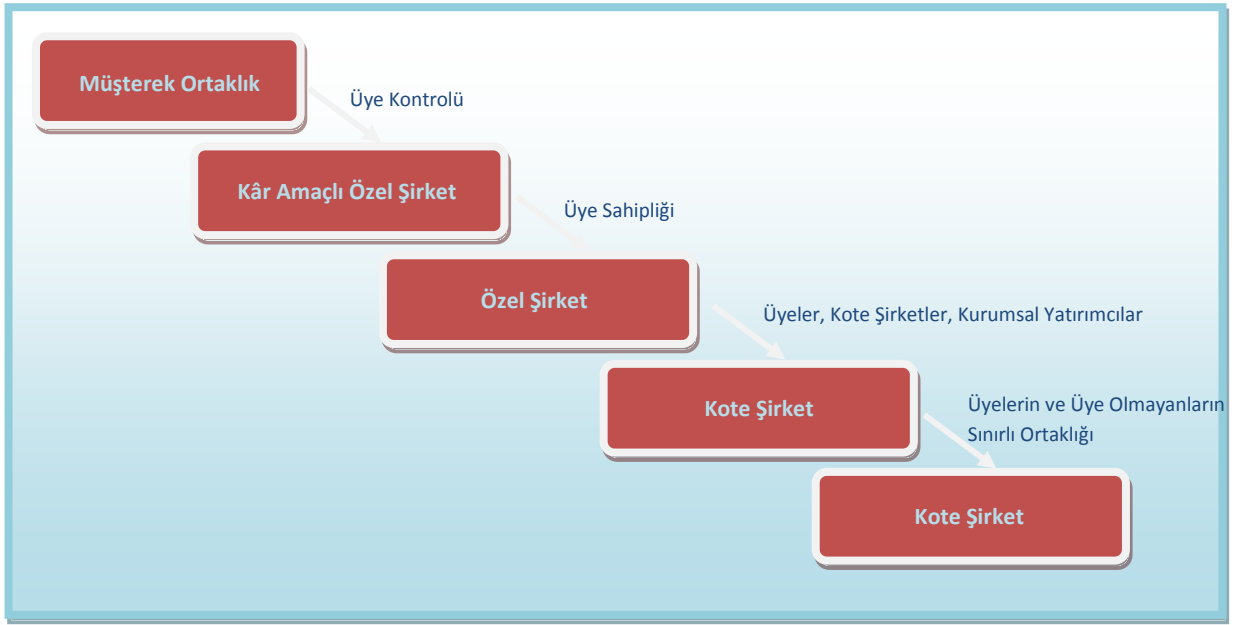
³⁷ Dilbaz, K., 2007, **Menkul Kıymet Borsalarının Özelleştirilmesi ve İMKB İçin Bir Değerlendirme**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, s.42

³⁸ Mendiola, A. ve O'Hara, M., 2003, "Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges", Çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=431580, 30.08.2011

2007 yılında birleşmeleri ve Asya-Pasifik Bölgesi'nde Singapur Borsası'nın birçok ülke borsasıyla yaptığı çeşitli işbirlikler (ortak borsa yatırım fonu geliştirme, karşılıklı borsalarda üyelerin işlem yapabilmesi, ortak türev ürün geliştirme ve takas gibi faaliyetler) sayılabilir³⁹.

d) Çeşitli Borsalarda Uygulanan Şirketleşme Modelleri

Borsalarda 1990'lı yılların başlarında ortaya çıkmaya başlayan şirketleşme hareketleri çeşitli aşamaları kapsamaktadır. Bazı borsalar bu aşamaların hepsini hayata geçirirken, bazıları sadece bir kısmını benimsemişlerdir. Aşağıda Şekil 1'de bu aşamaları sırasıyla görmek mümkündür:⁴⁰



ŞEKİL 1. BORSALARIN ŞİRKETLEŞME AŞAMALARI

Borsaların şirketleşmesi iki temel değişikliği beraberinde getirmektedir: (i) ortaklık yapısında değişim, (ii) hukuki ve organizasyonel yapıda değişim. Her iki değişimin de borsaya yarar sağlayabilmesi için şirketleşme modelinin ülkenin ekonomik ve sosyal koşullarına uygun olarak düzenlenmesi önemlidir. Bu noktada şirketleşmenin nasıl yapılacağı, nasıl bir model oluşturulacağı sorusu bazı farklı konuları ve sorunları beraberinde getirmektedir. Burada borsanın şirketleştikten sonra ortaklık ve yönetim yapısının nasıl olacağı, halka açılmanın nasıl gerçekleştirileceği ve düzenleme ve denetleme yetkilerinin nasıl dağıtılacağı sorularının yanıtlanması gerekmektedir. Ayrıca uygulanacak iş modelinin de belirlenmesi gereklidir. Burada iş modelinden kastedilen borsanın gelir kaynakları ve vereceği hizmetlerdir.

³⁹ TSPAKB, age, s. 93

⁴⁰ Aggarwal, R., 2002, "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchnages", Journal of Applied Corporate Finance, Cilt 15, No.2,s.106.

i. Ortaklık ve Yönetim Yapısı

Şirketleşecek bir borsanın ortaklık yapısının nasıl olması gerektiği konusu en önemli konulardan birisidir. Daha önce kooperatif yapıda faaliyet gösteren borsalar şirketleştikleri zaman ortaklık, üyelere üye olmayan taraflara geçmektedir. Bu üyelik sisteminden vazgeçmenin çeşitli yolları bulunmaktadır. Çoğunlukla, üyelerin sahip oldukları sandalyeleri için bir değer belirlenmektedir. Üye, eğer isterse üyelik hakkını sahiplik hakkına çevirebilmekte veya bu hakkını belirlenen değer üzerinden üye olmayan başka bir tarafa satmaktadır. Dünyada gerçekleştirilmiş şirketleşme işlemlerinin çoğunda üyeler ortak olma yönünde seçim yapmışlardır. Çoğu durumda “sermaye piyasası denetim organları” ortaklara hisse senetlerinin en fazla %5-10 kadarını alabilme hakkı tanıyarak, bir ortağın veya bir grup ortağın ortaklık hakkına sınırlama getirmektedirler.⁴¹ Örneğin Avustralya Menkul Kıymetler Borsası’nda (ASX) ortaklık hakkı % 15 ile sınırlandırılmıştır. Bu oran Singapur Borsası’nda (SGX) % 10, Hong Kong Borsası’nda (HKEx) % 5 ve Tokyo Borsası’nda (TSE) ise yine % 5’tir. Filipinler Borsası’nda (PSE) bireysel yatırımcılar ve şirketler için % 5, büyük şirketler ve holdingler için % 20 olarak belirlenmiştir. Ortaklık hakları üzerinde sınırlandırma, borsanın başka bir borsa tarafından ele geçirilmesine de engel olabilmektedir.

Şimdiye kadar yapılmış şirketleşme işlemlerinde borsaların ortakları ve kurucuları olarak o borsalarda işlem yapan aracı kuruluşlar (üyeler) belirlenmiştir. Şirketleşme esnasında hisse senetleri üyelere verilmiştir. Daha sonra ise borsaların “kamusal sorumluluğu” olan birer kurum olarak görülmesi nedeniyle, ortaklığı genişletmek anlamında diğer paydaşlar da bu yapıya dahil edilmektedirler.

Her ne kadar anonim şirketlerde yönetimi ortaklar belirleseler de, borsalar kamusal sorumlulukları olması nedeniyle farklı hareket edebilmektedirler. Bazı borsalarda yönetim ortaklardan farklı olarak belirlenmektedir. Bu da ortaklık-yöneticilik arasında kalan tarafların yaşadığı çıkar çatışmalarını önlemek açısından da faydalı olmaktadır.

Yönetim kurullarına ilişkin bir diğer değişiklik ise, **üye sayısının azaltılmasıdır**.⁴² Benzer şekilde üyelerin katılımıyla oluşturulan komitelerin yapılarında da değişikliğe gidilmekte ve sayıları azaltılmaktadır.

Geleneksel olarak üyelerin sahibi olduğu borsa yapısında ortaklık ve işlem hakları özdeş olup, bunları birbirinden ayırmak mümkün değildir. Dönüşüm mülkiyet haklarını, işlem haklarından ayırmakta ve bu hakların ayrı ayrı piyasa değerlerini ortaya çıkarmaktadır. Üyelerin işlem hakları korunduğu halde mülkiyet hakları paylara dönüştürülmektedir. Dönüşümün ilerleyen aşamalarında bu paylar serbestçe alınıp satılabilmektedir. Bu şekilde bir borsada işlem yapmak isteyenler, onun mülkiyetine de katılmak zorunda kalmamaktadır. İşlem haklarının mülkiyetten ayrılması ile işlem haklarına ilişkin sınırlamalar ortadan kalkmakta ve hukuki koşulları sağlayarak, gerekli ücretleri ödeyen herkes işlem yapabilmektedir. Bu anlamda üye sayısına ilişkin sınırlamalar da ortadan kaldırılmaktadır.

⁴¹ Akhtar, Shamshad, “Demutualization of Asian Stock Exchanges-Critical Issues and Challenges” edited by Akhtar, Shamshad, 2002, “Demutualization of Stock Exchanges, Problems, Solutions and Case Studies”, Asian Development Bank, s. 8

⁴² Ayyıldız, M., 2000, “Menkul Kıymet Borsalarının Kâr Amaçlı Şirketlere Dönüşmeleri ve Türkiye İçin Öneriler”, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, s.16

Dönüşen borsalarda işlem yapma hakkı iki yöntemle sağlanmaktadır. Birincisi işlem yapmak isteyen kuruluş ile borsa arasında bir sözleşme yapılması (Kanada ve Hong Kong gibi); ikincisi ise borsa payları arasında grup yaratılarak bir gruba işlem yapma imtiyazı tanınması (ABD gibi). İkinci halde imtiyazlı payların devri üyelik koşullarına benzer koşullara bağlanmışsa da bu devir imkânı borsa ile işlem yapmak isteyen kuruluş arasına bir üçüncü kuruluşun (imtiyazlı pay sahibini) girmesine yol açtığından işlem yapma haklarının mülkiyetten tam olarak ayrılmasına engel olacak ve üye sayısındaki sınırlamalar devam edecektir.⁴³

Aşağıdaki satırlarda şirketleşen borsaların ortaklık ve yönetim yapısına nasıl çözümler buldukları açıklanmıştır.

- **Avustralya Borsası (ASX)**

Avustralya Borsası (ASX) 1996 yılında üyelerinin kararıyla bir şirket statüsüne geçme kararı almış ve 1998 yılında da şirketleşme sürecini tamamlamıştır. ASX'in şirketleşme aşamasında borsada iki tür üyelik mevcuttu. Bunlardan birisi Kurumsal Üyeler, diğeri Bireysel Üyelerdi. Hiçbir üye diğerine elindeki hakları transfer edemezdi. Bir başka deyişle borsada "sandalye" yoktu. Kurumsal Üyeler sayıca az olmalarına rağmen işlemlerin % 99'unu onlar gerçekleştirilmekteydiler.⁴⁴

Şirketleşme aşamasında hisse senetleri üyelere **bedelsiz** dağıtılmıştır. Bu üyelerin sayısı, 520'si gerçek, 86'sı tüzel kişi olmak üzere 606'dır. Her bir üyeye 166.000 adet hisse senedi verilmiştir.⁴⁵ Söz konusu hisselerde grup farklılığı olmayıp, tüm hisseler aynı haklara sahiptir. Ortaklık payı başta % 5 ile sınırlandırılmış, bu oran daha sonra % 15'e çıkartılmıştır.

ASX'de yönetim kurulu en az 7 en fazla 15 kişiden oluşmaktadır. Yönetim kurulu üyeleri genel kurulda şirket ortakları tarafından seçilmektedir ve bağımsız olmaları istenmektedir. Üyelerden birisi Borsanın başkanıdır. Yönetim kurulu başkanı bağımsız üyelerden seçilir.

ASX şirketleştikten sonra hızlı bir gelişme kaydetmiştir. ASX şirketleştikten 5 yıl sonra, 2003 yılında piyasa değeri % 71, kümüle yıllık işlem sayısı % 170, yeni sermaye artırımını % 33, faaliyet kârı % 360 ve hisse senedine sahip yatırımcıların nüfusa oranı % 26 oranında artmıştır.⁴⁶

- **Hong Kong Borsası (HKEx)**

Hong Kong Borsası (HKEx) 2000 yılında şirketleşmesini tamamlamış bir borsadır. Fakat bundan önce diğer borsalardan farklı bir sürecin içinden geçmiştir. Hong Kong'da faaliyet gösteren dört borsa (Hong Kong Menkul Kıymetler Borsası, Uzakdoğu Borsası, Kam Ngan Borsası ve Kowloon Borsası) 1986 yılında Hong Kong Menkul Kıymet Borsası (Stock Exchange of Hong Kong – SEHK) adı altında bir şirket yapısında birleşmiştir. Daha sonra, 1999 yılında ülkenin diğeri bir borsası olan Hong Kong Vadeli

⁴³ Ayyıldız, age. s.17

⁴⁴ Holthouse, D. "Australian Stock Exchange – The Conversion to a Demutualized Exchange: ASX's Experience", edited by Akhtar, Shamshad, 2002, "Demutualization of Stock Exchanges, Problems, Solutions and Case Studies", Asian Development Bank.

⁴⁵ Hughes, P.S. and Zargar, E., age, s.36

⁴⁶ Expert Committee on Demutualization and Integration/Transformation, "Demutualization and Integration/Transformation of Stock Exchanges", 2004, Çevrimiçi: http://www.secp.gov.pk/SMD/pub_smd/transform_ses.pdf, 25.08.2011, s.49

İşlemler Borsası (Hong Kong Futures Exchange Ltd –HKFE) ve SEHK, Hong Kong Menkul Kıymetler Mutabakat Kurumu’nu da içlerine alarak HKEx adı altında bir holding oluşturmuşlardır. Burada bir şirket yapısından başka bir şirket yapısına geçiş söz konusudur. Eski şirketlerin ortakları, sahip oldukları pay karşılığında yeni şirketten pay veya bu haklarından vazgeçerek nakit almışlardır.

Herhangi bir gerçek veya tüzel kişi Hong Kong Borsası’nda % 5’ten fazla paya sahip olamamaktadır.

HKEx’de yönetim kurulu 15 kişiden oluşmaktadır. Maliye Bakanlığı 8, borsa ortakları 7 üyeyi atayabilmektedir. Yönetim kurulu başkanını, yönetim kurulu üyeleri seçmektedir.

- **Singapur Borsası (SGX)**

Singapur Borsası (SGX), 1999 yılında Singapur Menkul Kıymet Borsası ve Singapur Uluslararası Döviz Borsası’nın birleşmesiyle oluşan bir holding yapısına sahiptir. Bu birleşme öncesinde Singapur Menkul Kıymet Borsası, Singapur Para Otoritesi tarafından yönetilen bir anonim şirket yapısı, Singapur Uluslararası Döviz Borsası ise üyelerin sahip olduğu bir yapı içindeydi. Bu yeni oluşumda iki borsanın üyelerine hisse senetleri **bedelsiz** olarak verilmiştir. %5’i aşan paylar ise merkezi düzenleyici otoritenin onayına tabi tutulmaktadır.

SGX’de yönetim kurulu 11 üyeden oluşmaktadır. Bunların en az 9’u bağımsız üye olmalıdır. Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür, hissedarlar tarafından seçilip Merkezi Düzenleyici Otorite’nin onayına sunulmaktadır. Kalan 9 üyenin 6’sı aracı kuruluş kökenlidir.⁴⁷

SGX şirketleştikten sonra hızlı bir gelişme kaydetmiştir. SGX şirketleştikten 4 yıl sonra, 2003 yılında piyasa değeri % 62, kote şirket sayısı % 31, türev piyasa işlem hacmi % 35 ve günlük ortalama işlem hacmi % 134 oranında artmıştır.⁴⁸

- **Bursa Malaysia**

Malezya’nın borsası Bursa Malaysia kurulduğunda, herhangi bir hissedarı ve sermayesi olmayan, sadece üyeleri bulunan bir borsa yapısındaydı. Oy hakkı olan ve olmayan iki grup hissedarı bulunmaktaydı. Oy hakkı bulunan üyeler menkul kıymet işi (aracılık faaliyeti) ile uğraşan şirketlerdi. Oy hakkı olmayanlarsa gerçek kişilerdi. KLSE’nin adı şirketleştikten sonra Bursa Malaysia olarak değiştirilmiştir.

Herhangi bir gerçek veya tüzel kişi Malezya Borsası’nda % 5’ten fazla paya sahip olamamaktadır.

Bursa Malaysia 2004 yılında şirketleşmiştir. Bu şirketin % 30’u Sermaye Piyasası Geliştirme Fonu’na, % 30’u Maliye Bakanlığı’na ve yine % 30’u lisanslı üye şirketlere, % 10’u ise diğer gruba aittir. Her hissedar grubuna borsanın gelişmesine ve büyümesine yaptıkları katkı oranında bedelsiz hisse verilmiştir. Bursa Malaysia aynı zamanda vadeli piyasalar, veri dağıtım, bilgi işlem, takas, saklama, netleştirme gibi diğer kuruluşları da bünyesine katmıştır.⁴⁹

⁴⁷ Dilbaz, age, s.87

⁴⁸ Expert Committee, age, s.49

⁴⁹ Dilbaz, age, s.91-92

Yönetim kurulu üyelerinin en az üçte biri Maliye Bakanlığı tarafından, Menkul Kıymetler Komisyonu'nun görüşü de alınarak atanmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşmakta ancak Menkul Kıymetler Komisyonu tarafından atanmaktadır. Geri kalan üyelerse Menkul Kıymetler Komisyonu tarafından atanmaktadır. Yönetim kurulu başkanı, Maliye Bakanlığı tarafından atanan üyeler içinden seçilmektedir. Tüm yönetim kurulu üyeleri en fazla 3 sene için görev alabilmekte, fakat daha sonra tekrar bu göreve atanabilmektedirler.

- **Tokyo Borsası (TSE)**

Tokyo Borsası (TSE) kanunda yapılan değişikliğin ardından üyelerinin oy çokluğu ile 2001 yılında şirket statüsüne geçmeye karar vermiştir. 115 üyenin her birine 20.000 adet hisse senedi **bedelli** olarak verilmiştir. TSE'de ortaklık hakkı % 5 ile sınırlandırılmıştır.

Yönetim kurulu 12 kişiden oluşmaktadır ve üyelerin çoğunluğu bağımsızdır. Genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanıdır. Yönetim kurulu, genel kurulda ortaklar tarafından seçilmektedir. Yönetim kurulunun 6 üyesi icracı üye, 6 üyesi de bağımsız üye statüsündedir. İcracı üyeler borsanın günlük işleriyle ilgilenirler. Bağımsız 6 üyenin 2'si aracı kurumlardan, 1'i yatırım bankalarından, 2'si halka açık şirketlerden, 1'i ise hukukçulardan seçilmektedir.

- **Filipinler Borsası (PSE)**

Filipinler Borsası (PSE), 1992 yılında Manila ve Makati Borsası'nın birleşmesiyle kurulmuştur. Borsanın şirketleşmesi aşamasında borsaya üye 184 kurum, yeni çıkartılan 50.000 adet hisse senedini **bedellerini ödeyerek** almışlardır. Böylelikle sahipliğin tamamı üyelere ait olmuştur. Ortaklık payı bireysel yatırımcılar için % 5, büyük endüstri grupları için % 20 ile sınırlandırılmıştır.⁵⁰

PSE'de yönetim kurulu 15 üyeden oluşmaktadır. Bunların en az 8'i bağımsız üye olmalıdır.

- **Londra Borsası (LSE)**

Londra Borsası (LSE), 1986 yılında önce limited şirket yapısına geçmiş, ardından 2000 senesinde üyelerinin kararıyla halka açık limited şirket olmayı seçmiştir.⁵¹ 297 ortağın her birine sahip oldukları birer pay karşılığında 100.000 adet hisse senedi verilmiştir. Pay sahipliği %4,9 ile sınırlandırılmıştır.

LSE'de yönetim kurulunda yeterli sayıda bağımsız üye bulunmak zorundadır. 12 kişiden oluşan yönetim kurulu, ortaklar tarafından seçilmektedir.

- **Frankfurt Borsası**

Frankfurt Borsası, farklı bir yapıdadır. Bu borsa, 1993 yılından bu yana aralarında banka, aracı kurum, yerel borsa ve diğer finans kurumlarının bulunduğu ortaklar tarafından kurulan ve özel şirket statüsünde olan Deutsche Börse'nin garantörlüğünde işlemlerini yürütmektedir. Fakat borsanın sahibi Deutsche Börse değildir. Borsa kamu hukukuna tabi olmasına rağmen ayrı bir organizasyon

⁵⁰ Alinsunurin, M.L., "Demutualization of Philippine Stock Exchange", edited by Akhtar, Shamshad, 2002, "Demutualization of Stock Exchanges, Problems, Solutions and Case Studies", Asian Development Bank, s. 300

⁵¹ Hughes, P.S. and Zargar, E., age, s.7

yapılanması yoktur. Borsanın elde ettiği tüm gelir ve giderler işletmeci şirket Deutsche Börse tarafından kaydedilmektedir.

Frankfurt Borsası'nda Borsa Konseyi en üst düzey yetkili karar organıdır. Yönetim ise İcra Kurulu'na aittir. Bu kurulun üyelerinin seçimini Borsa Konseyi ve Hessen Eyaleti Ekonomi Bakanlığı bünyesindeki Borsa Denetleme Otoritesi beraber yapmaktadır.

- *Stockholm Borsası*

Dünyada ilk şirketleşen borsa olan Stockholm Borsası, 1993 yılında borsa şirketlerine ve üyelerine satılarak anonim şirket yapısına geçmiştir. Bu satış **her iki gruba % 50 tahsisli** yapılmıştır.⁵² **Gruplar içindeki tahsis ise, son beş yılda ödedikleri aidatlarla orantılı** olarak yapılmıştır. Pay sahipliği % 10 ile sınırlandırılmıştır. Bu oran üzerindeki sahiplik İsveç Finans Denetim Kurulu'nun onayına tabidir.

Yeni yönetim kurulu hissedarlar tarafından seçilen 9 üyeden oluşmaktadır.

- *İsviçre Borsası (SWX)*

İsviçre'de 19. yüzyılın sonlarına doğru dört ayrı borsa bulunmaktaydı: Cenevre Borsası, Zürih Borsası, Basel Borsası ve Bern Borsası. 1995 yılında bu borsalardan Bern hariç diğer üçü birleşerek İsviçre Borsası (SWX) adı altında toplanmışlardır. Birleşme sırasında bir birlik yapısında olan borsa, 2001 yılında holding yapısını benimsemiştir. 2002 yılında İsviçre Borsası Birliği bir anonim şirket haline gelmiş, borsa fonksiyonları Birlik'ten ayrılarak yeni oluşturulan SWX İsviçre Borsası'nda toplanmıştır. Borsanın tüm hisseleri İsviçre Borsası Birliği'ne devredilmiştir.

Yönetim kurulu 10 üyeden oluşmaktadır. Bunların yedisi banka temsilcileri, ikisi halka açık şirketlerdendir. Yönetim kurulu başkanı St. Gallen Üniversitesi Yönetim, Teknoloji ve Hukuk Bölümü Dekanı'dır.

- *İtalya Borsası*

İtalya Borsası'nda şirketleşme süreci 1997 yılında tamamlanmıştır. Bundan önce ülkede bulunan dokuz yerel borsa 1990'lı yıllarda Milano Borsası altında birleşmiştir. O dönemde borsanın sahibi kamu kontrollü İtalya Borsa Meclisi'dir. Bu Meclis kâr amaçlı bir şirket olan Borsa Italiana (İtalyan Borsası)'nın kurulmasına karar vermiştir. Özelleştirme aşamasında izlenen yol, **oy hakkına sahip hisselerin en az % 51'inin AB içinde işlem yapma yetkisine sahip yerli ve yabancı aracı kuruluşlara satılması koşuluyla şirketin % 100'ünün ihale usulüyle** satılmasıdır. Bedelsiz hisse verilmemiştir. İlk şirketleşme sonrası ortakların çoğunluğu başlıca İtalyan bankalarıdır. Pay sahipliği % 7,5 ile sınırlandırılmıştır.

2007 yılına gelindiğindeyse, Londra Borsası İtalyan Borsası'nı satın almıştır.

- *Kopenhag Borsası*

Kopenhag Borsası bir tekel konumunda ve kanuna dayalı olarak kurulmuş özerk bir kuruluştur. Şirketleşme sonrasında borsanın hisse senetlerinin % 60'ı üyelere, % 20'si hisse senedi ihraççılarına ve

⁵² Dilbaz, age,s.89

% 20'si ise tahvil ihraççılarına **nominal değer**in % 5 fazlası bir fiyatla satılmıştır. Eski yapıda temsilcileri bulunan kurumsal yatırımcılara şirketleşen borsada pay verilmemiştir. Bu da dönüşüm sürecinde birçok tartışmayı beraberinde getirmiştir. Bu sorun, kurumsal yatırımcıların temsilcilerinin de yer aldığı Menkul Kıymetler Kurulu oluşturulunca çözülmüştür. Borsada yeni hissedar gruplarının oluşumunu önlemek için hisse satışının ortaklar dışında bir kişiye veya kuruma yapılması yasaklanmıştır.

- **Atina Borsası (ATHEX)**

1800'lü yılların sonlarına doğru özdüzenleyici bir kurum olarak kurulan Atina Menkul Kıymetler Borsası, 1918 yılında kamu kurumu olmuştur. 1995 yılındaysa tek hissedarı Yunan hükümeti olan bir anonim şirket yapısına sahip olmuştur. 1997 yılında ASE'nin özelleştirme çalışmaları başlamıştır. Borsanın % 40'ı banka, aracı kurum ve kredi kurumları gibi çeşitli mali kuruluşlara **nominal değer üzerinden tahsisli olarak** satılmıştır. % 12'lik pay ise 1998 yılında tahsisli olarak satılarak kamunun payı % 48'e düşürülmüştür.

Yunanistan Hazinesi 2000 yılında Yunanistan Borsalar Grubu (Hellenic Exchanges – HELEX) adıyla bir holding şirket kurmuş ve ASE'nin tüm hisseleri yeni kurulan bu gruba devredilmiştir. Borsa ortaklarının hisseleri ise HELEX hisseleri ile değiştirilmiştir. 2002 yılına gelindiğinde Atina Menkul Kıymetler Borsası ile Atina Türev Borsası, Atina Borsası (Athens Exchange – ATHEX) adı altında birleşmiş ve bu yeni şirket HELEX'in iştiraki olmuştur.

ATHEX'in yönetim kurulu, genel kurul tarafından seçilen yedi üyeden oluşmaktadır. HELEX'in yönetim kurulu da genel kurul tarafından seçilmekte olup, ikisi bağımsız 13 üyeden oluşmaktadır. Tüm üyeler ve başkan üç yıllığına seçilmektedir.

- **Varşova Borsası (WSE)**

Varşova Borsası'nın (WSE) tarihi 1800'lü yılların başlarına dayanmaktadır. Polonya'da faaliyet gösteren sermaye piyasası kurumları, II. Dünya Savaşı'nın ardından gelen komünist rejimle birlikte kapatılmıştır. Daha sonra 1991 yılına gelindiğinde, Polonya Hazinesi WSE'yi bir anonim şirket statüsünde kurmuştur. 2005 yılında özelleştirme ile ilgili çalışmalar başlamıştır. 2010 yılında ise WSE kendi piyasasında şirketin % 64'ünü halka açmıştır. % 36'lık pay ise Hazine ve aracı kuruluşlara aittir.

Genel kurul, yönetim kurulu üyelerini ve borsa başkanını seçmektedir. Yönetim kurulu 12 kişiden oluşur.

- **Toronto Borsası**

Kanada'nın en büyük, Kuzey Amerika'nın ise üçüncü büyük borsası olan **Toronto Borsası**, şirketleşme süreci 1998 yılında başlamıştır. Borsa 2000 yılına geldiğinde kâr amacı güden bir şirket statüsüne kavuşmuştur. Borsa şirketleşirken her bir üye sahip olduğu sandalye başına 20 adet hisse senedi almıştır.⁵³ Her bir hisse senedinin bir oy hakkı vardır. Kanuna göre, herhangi bir ortak borsanın %5'inden fazlasına sahip olamaz. Daha sonra bu oran % 10 olarak değiştirilmiştir.

⁵³ Hughes, P.S., "Background Information on Demutualization", edited by Akhtar, Shamsad, 2002, "Demutualization of Stock Exchanges, Problems, Solutions and Case Studies", Asian Development Bank, s. 41

TSE'nin yönetim kurulu en az 3 en fazla 24 kişiden oluşmaktadır ve bu üyelerin en az yarısı bağımsız üye olmak zorundadır.

e) Borsaların Halka Açılması

Borsalar da herhangi bir anonim şirket gibi halka açılıp kendi piyasalarında işlem görebilmektedirler. Böylelikle hem sermaye tabana yayılmakta, hem de borsalar finansman kaynağı sağlamaktadırlar. Borsaların hisse senetlerinin kota alınması işleminin düzenleyici otorite tarafından yürütülecek bağımsız bir kotasyon ve denetim süreci içerisinde yapılması, piyasalara olan güvenin sarsılmaması için elzemdir. Avustralya ve Hong Kong borsalarının halka açılmasında bu yöntem izlenmiştir. Bu şekilde ortaya çıkabilecek çıkar çatışmaları da önlenecektir.

- *Avustralya Borsası (ASX)*

ASX yöneticileri ve çalışanlarının, ASX hisse senetlerini alıp satması, kamuya açıklanmamış, ancak açıklandığında fiyatı etkileyebilecek bilgilerden yararlanmalarını önlemek amacıyla yönetim kurulu tarafından belli koşullara bağlanmıştır.⁵⁴ Buna göre, ASX yöneticileri ve çalışanları sadece;

- Kotasyon bilgi formu ya da benzer belgelerin verilmesinden,
- ASX'in yılsonu verilerinin açıklanmasından,
- ASX'in yarı-yıl verilerinin açıklanmasından,

sonraki ikinci günü izleyen 6 hafta boyunca ASX hisse senetlerini alıp satabilirler. Söz konusu 6 haftalık süre, başkan ya da genel müdür tarafından her zaman kaldırılabilir. Yöneticiler, Şirketler Kanununda yer alan bildirim yükümlülüklerine ek olarak, ASX hisse senetlerine ilişkin işlemlerini 3'er aylık periyotlarla raporlamak zorundadır. Çalışanlar ise, belirlenecek bir görevliye işlem yapmadan önce haber vermelidir. Bu çalışanların diğer hisse senetlerine ilişkin yükümlülükleri ile de uyumludur. Öte yandan ASX yöneticileri ve çalışanlarının aktif işlem yapmasına ilişkin bir yasak da mevcuttur.⁵⁵

- *Hong Kong Borsası (HKEx)*

Borsa halka açılırken kotasyon yetkisi tamamen borsadan alınarak, düzenleyici bir kamu otoritesine verilmiştir.

- *Singapur Borsası (SGX)*

Borsa 2000 yılında halka açılmış ve kendisinde kote olmuştur. Borsanın halka arzına ve kotasyonuna ilişkin düzenlemeler Merkezi Düzenleyici Otorite tarafından yapılmıştır.

- *Bursa Malaysia*

Halka açıktır.

⁵⁴ Lucy, J., 2004, "Market Demutualization and Privatization: The Australian Experience", **International Organization of Securities Commissions annual Conference**, Amman.

⁵⁵ Ayyıldız, age, s.42

- **Tokyo Borsası (TSE)**

Halka açık değildir.

- **Filipinler Borsası (PSE)**

Halka açıktır.

- **Londra Borsası (LSE)**

Şirketleşmesini 2000 yılında tamamlayan Londra Borsası, 2001 yılında kendi borsasında halka açılmıştır. Halka arzdan önce ortaklık sınırlamaları kaldırılmıştır. Şirketin tamamı halka açılmıştır. Borsa halka açılırken kotasyon yetkisi tamamen borsadan alınarak, düzenleyici bir kamu otoritesi olan UKLA'ya (United Kingdom Listing Authority) verilmiştir.⁵⁶

- **Frankfurt Borsası**

Deutsche Börse, 2001 yılında halka açılmış ve kendi işlettiği Frankfurt Borsası'na kote olmuştur. Deutsche Börse halka açırken, Frankfurt Borsası kamu hukukuna tabidir.

- **Stockholm Borsası**

Stockholm Borsası özelleştikten ve hisse senetleri üyelere ve ihraççılara satıldıktan sonra, ihraç edilen senetlerin bir yıl süreyle borsada işlem görmesi yasaklanmıştır. Hisseler üye ve ihraççılara satılmıştır. Herhangi bir iskonto yapılmadığı gibi bedelsiz hisse senedi de verilmemiştir. 1993 yılında çıkarılan bir kanunla Stockholm Borsası'nın hisse senedi borsası olarak tekel özelliği kaldırılmış ve özel borsalar kurulmasına izin verilmiştir. Bu arada, Stockholm Borsası'ndan bağımsız olarak, opsiyon borsası işletmek ve takas hizmeti vermek üzere 1985 yılında kurulan OM Gruppen AB isimli bir özel şirket, Stockholm Borsası'nın hisse senetlerini toplamaya başlamış ve 1998 yılında Stockholm Borsası'nın tamamına sahip olmuştur. 1998 yılında Stockholm Borsası ve OM Grubu'nun türev piyasaları, OM Stockholmsbörsen AB adında bir şirket altında birleştirilmiş, yeni şirketin sahibi ise OM Gruppen AB olmuştur. Holding yapısında olan ana şirket OM Gruppen AB, sahibi olduğu Stockholm Borsası'nda işlem görmektedir.

1998 yılındaki birleşme ile İsveç Finans Denetim Kurulu, borsaların denetimi konusundaki yetkilerini artırmıştır. Borsalar kendilerinde kote olamamaktadır. Fakat borsaya sahip olan şirketlerin kote olmasına engel bulunmamaktadır. 1998 yılında çıkarılan bir kanunla, borsalarda %10'un üzerindeki hisse senedi sahipliği İsveç Finans Denetim Kurulu'nun onayına tabi hale getirilmiştir.⁵⁷

- **İsviçre Borsası (SWX)**

Halka açık değildir.

⁵⁶ Altaf, S., 2009, "Demutualization of Stock Exchanges. A Case Study: London Stock Exchange and Hong Kong Stock Exchange", **Master Degree Project in Economics and Finance**, University of Skövde, School of Technology and Science

⁵⁷ Dilbaz, age, s.90

- **İtalya Borsası**

Halka açık değildir.

- **Atina Borsası(ASE)**

Şirketleşmesinin ardından iki yıl sonra, 2000 yılında halka açılma kararı alan HELEX, Atina Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır. Hükümet mevcut hisselerinin bir kısmını halka arz ederken, belli bir kısmını da tahsisli satış ile borsa çalışanları ve ilgili şirketlere satmıştır. Halka açılma sonrasında Hazine'nin payı % 33'e düşmüştür. Hükümet, bu elinde kalan son payı da 2003 yılında özelleştirme çalışmaları kapsamında o andaki borsa ortaklarına ve elinde Yunan hükümeti özelleştirme sertifikası olanlara satmıştır.

- **Varşova Borsası (WSE)**

2010 yılında WSE kendi piyasasında şirketin % 64'ünü halka açmıştır. % 36'lık pay ise Hazine ve aracı kuruluşlara aittir.

- **Toronto Borsası (TSE)**

TSE'de hisse senetleri ancak borsa şirketleştikten 2 yıl sonra alınıp satılabilmektedir. Dolayısıyla TSE'nin hisse senetleri 2002 yılında kendi borsasında işlem görmeye başlamıştır.

f) **Düzenleme ve Denetleme Yetkileri**

Burada bir sorun, borsalardaki piyasa işleyişinin denetiminden sorumlu olan borsaların kendi piyasalarına kote olmaları durumunda, denetim tarafsızlığını kaybetmesidir. Bu sorun genellikle, borsaların sahip olduğu bu sorumluluğun merkezi denetleyici otoriteye devredilmesi şeklinde çözülmektedir.

Borsaların düzenleme ve denetleme yetkileri üç ana başlık altında toplanabilir:⁵⁸

1. Birincil piyasa kotasyon düzenlemeleri,
2. İkincil piyasa işlem kuralları düzenlemeleri,
3. Üye kuruluşlarla ilgili düzenlemeler.

Kâr amaçlı şirketlere dönüşen borsalarda birincil piyasa denetimi ve düzenlemelerinin zayıflayacağı düşünülmektedir. Ticaret yapan borsalar, gelirlerini arttırmak için kotasyon koşullarını yumuşatarak yeni şirketlerin borsaya kote olmalarını yumuşatabilmektedirler. Ancak bu durum orta vadede yatırımcı tarafından bir güvensizlik olarak addedilecek, bu da işlem hacimlerinin düşmesine neden olacaktır.

İkincil piyasa işlemlerinin düzenlenmesinde de benzer görüşler ileri sürülmektedir. Borsaların, işlem hacmine bağlı olan gelirlerini arttırmak için manipülasyon, içerden öğrenenlerin ticareti, kamuyu aydınlatma gereklerini yerine getirmemek gibi piyasa düzenini bozucu olumsuz faaliyetlerin denetlenip engellenmesinde esnek davranabileceği öne sürülmektedir. Ancak birincil piyasada olduğu gibi yatırımcı güveninin sağlanması için yapılan düzenleme ve denetleme faaliyetlerinin taviz

⁵⁸ TSPAKB,age, s.9-10

verilmeden uygulanması işlem hacmini olumlu etkilemektedir. Bu sebeple ikincil piyasalardaki denetleme ve düzenlemelerin etkinliği de ticari bir işletme olarak borsaların kâr amacı ile orta vadede örtüşmektedir.

Bir diğer düzenleme ve denetleme konusuysa borsada işlem yapan üyelerle ilgilidir. Borsaların, gelir kaynağı olan işlemleri yapan üyeleri çok sıkı denetleyemeyecekleri, gerekli durumlarda cezai işlemlerden kaçınabilecekleri ileri sürülmektedir. Ancak piyasaların sağlıklı işlemesi ile borsalar gelirlerini zaten arttırabileceklerdir. Üyelerin sıkı denetimi, olası sistemik risklerin önüne geçecek, sağlam mali yapıya sahip üyeler yatırımcı güvenini arttıracaktır.

Şirketleşen borsalar, düzenleme ve denetlemeyle ilgili sorunları aşağıdaki satırlarda belirtildiği gibi çözmek yoluna gitmişlerdir.

- **Avustralya Borsası (ASX)**

Şirketleşme aşamasında denetim ve düzenleme yetkileri borsada kalmıştır.⁵⁹ Fakat Borsanın halka arz prosedürü Avustralya Menkul Kıymetler Komisyonu tarafından düzenlenmiş ve denetlenmiştir.⁶⁰

- **Hong Kong**

Denetleme yetkilerinin bir kısmı Merkezi Düzenleyici ile paylaşılmıştır. Borsa üyelerinin sermaye yeterliliği ve alt yapı yeterliliği kontrolleri Merkezi Düzenleyici tarafından yapılırken, borsa, üyelerinin işlem kurallarına uymalarını denetlemektedir. Merkezi Düzenleyici, halka açık bir şirket olarak Hong Kong Borsası'nı denetlemenin yanı sıra, borsanın bazı hizmetlerinin fiyatlarının belirlenmesinde de onay yetkisine sahiptir.⁶¹

- **Singapur Borsası (SGX)**

Denetim ve düzenleme yetkileri, SGX kendi borsasına kote olduktan sonra kendisinde bırakılmıştır.

- **Bursa Malaysia**

Şirketleşme sonrasında Malezya Maliye Bakanlığı'na ve Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu'na Bursa Malaysia üzerinde çok geniş denetim yetkileri tanınmıştır. Maliye Bakanlığı'nın yazılı izni olmaksızın hiçbir gerçek veya tüzel kişi Bursa Malaysia'nın %5'inden fazlasına sahip olamamaktadır. Bursa Malaysia'nın uyguladığı kotasyon, kurtaj, veri yayını, takas-saklama ve diğer ücretler ancak Menkul Kıymetler Komisyonu'nun izni ile değiştirilmektedir. Yeni ürünlerin geliştirilmesi veya yeni hizmetlerin sunulması da yine onaya tabidir. Bunun yanında, borsa üyelerinin gözetim ve denetimini yapan teftiş birimleri Menkul Kıymetler Komisyonu ile bütünleşmiş çalışmaktadır. Borsa'nın kurallarda yapacağı her türlü değişiklik Komisyon'un onayına tabidir.⁶²

⁵⁹ Segal, J., 2001, "Market Demutualization and Privatization: The Australian Experience", **Public Documents of the XXVith Annual Conference of IOSCO**, İsveç

⁶⁰ IOSCO, 2001, "Issues Paper on Exchange Demutualization", Çevrimiçi:
http://www.egyptse.com/pdf/IOSCO_issues_on_exchange_demutualization.pdf, 26.08.2011, s.16

⁶¹ Dilbaz, age, s.94

⁶² Dilbaz, age. S.92

- **Tokyo Borsası (TSE)**

Birincil ve ikincil piyasalarda düzenleme ve denetleme yetkileri Tokyo Borsası'ndadır.

- **Londra Borsası (LSE)**

Londra Borsası kâr amaçlı şirket haline gelirken, birincil piyasayla ilgili düzenleme yetkilerini İngiltere Finansal Hizmetler Otoritesi'ne (Financial Services Authority – FSA) devretmiş, ikincil piyasa düzenlemeleri ise kendisinde kalmıştır.

- **Stockholm Borsası (İsveç)**

Piyasa düzenleyici otoritesi durumunda bulunan İsveç Finans Denetim Kurulu, borsa hisselerini elinde tutan ortaklar üzerinde oy haklarını kullanmalarına gerekirse engel olmaya kadar varan önemli yetkilere sahip bulunmaktadır.

- **İsviçre Borsası (SWX)**

Piyasayı denetleme işlevi Finans Piyasası Denetleme Otoritesi (Financial Market Supervisory Authority – FINMA) ve İsviçre Merkez Bankası (Swiss National bank – SNB) ile özdüzenleyici fonksiyonu bulunan SIX Grubu tarafından yapılmaktadır. Borsanın çeşitli takas hizmetleri ve ödeme sistemleri FINMA ve SNB tarafından denetlenmektedir.

- **Atina Borsası(ATHEX)**

Yunanistan Sermaye Piyasası Komisyonu (Hellnic Capital Market Commission –HCMC) düzenleme ve denetlemeye sahip tek otoritedir.

- **Varşova Borsası (WSE)**

Borsanın denetimini Polonya Finansal Denetim Otoritesi (Polish Financial Supervision Authority-PFSA) yapmaktadır. Otorite, piyasayla ilgili denetleme ve düzenleme işlemlerini de yürütmektedir.

- **Toronto Borsası**

Şirketleşme esnasında Toronto Borsası ve Yatırım Aracıları Birliği ortak olarak, kâr amacı gütmeyen Toronto Borsası Düzenleme Hizmetleri (Toronto Stock Exchange Regulatory Services-TSE RS) isimli ayrı bir şirket kurmuş, düzenleme ve denetim yetkileri bu şirkete devredilmiştir. 2006 yılında Yatırım Aracıları Birliği ile TSE RS'nin yönetim kurulları, bu kurumların birleşerek tek bir özdüzenleyici kurum çatısı altında toplanmasına karar vermiştir. Mart 2008 tarihinde kurumlar birleşerek Kanada Yatırım Sektörü Düzenleme Kurumu'nu (Investment Industry Regulatory Organization of Canada-IIROC) oluşturmuş, Mayıs 2008'de ise Kanada Menkul Kıymetler İdaresi tarafından IIROC'un özdüzenleyici bir kurum olarak faaliyete başlaması onaylanmıştır. Halihazırda Ontario Menkul Kıymet Komisyonu ile IIROC sektörde düzenleme ve denetleme faaliyetlerini yürütmektedir.

Aşağıda Tablo 53'te borsaların şirketleşme sürecinde ve sonrasında ortaklık yapıları, Tablo 54'te ise şirketleşen borsalarda yönetim yapısı ile ilgili bilgiler yer almaktadır.

TABLO 53: ŞİRKETLEŞEN BORSALARDA ORTAKLIK YAPISI

BORSA ADI	ŞİRKETLEŞME KARARI	ORTAKLIK YAPISI (ŞİRKETLEŞME SÜRECİNDE)			ORTAKLIK YAPISI (SON DURUM)		
		ÜYE/MALİ KURUMLAR	DİĞER	KAMU	ÜYE/MALİ KURUMLAR	HALKA AÇIK	KAMU
Atina	Kanun değişikliği	% 40	-	% 60	-	% 100	-
Frankfurt	Üyelerin kararı/ Kanun değişikliği	% 100	-	-	-	%100	-
İsviçre	Üyelerin kararı	%100	-	-	%100	-	-
Londra	Üyelerin kararı	%100	-	-	-	%100	-
İtalya	Kanun değişikliği			%100	-	%100	-
Varşova		%1	-	%99	%1	%64	%35
CME	Üyelerin kararı	%100	-	-	-	%100	-
CBOT	Üyelerin kararı	%100	-	-	-	%100	-
NASDAQ OMX	Üyelerin kararı	%100	-	-	-	%100	-
Stockholm	Üyelerin kararı	%50	%50	-	-	%100	-
Toronto	Üyelerin kararı	%100	-	-	-	%100	-
Hong Kong	Üyelerin kararı	%100	-	-		%100	-
Singapur	Kanun değişikliği	%100	-	-	-	%100	-
Tokyo	Üyelerin kararı	%100	-	-	%100	-	-
Avustralya	Üyelerin kararı/ Kanun değişikliği	%100	-	-	-	%100	-

TABLO 54: ŞİRKETLEŞEN BORSALARDA YÖNETİM

BORSA ADI	YÖNETİM KURULU	YÖNETİM KURULUNA BAŞKAN ATAMA	İŞ MODELİ
Atina	Atina Borsası'nın yönetim kurulu, genel kurul tarafından seçilen 7 üyeden oluşmaktadır. HELEX'in yönetim kurulu da genel kurul tarafından seçilmekte olup ikisi bağımsız 13 üyeden oluşmaktadır.		Gelirlerinde en büyük pay hisse senedi işlemleri ve takastır.
Frankfurt	Kamu hukukuna tabidir. En üst düzey yetkili karar organı Borsa Konseyi'dir. Konsey'de Ekonomi Bakanlığı'nı temsil eden bir üye bulunmaktadır.		Teknoloji şirketi. Menkul kıymet ve para piyasalarını işletmek, veri dağıtımını yapmak, teknoloji geliştirmek.
İsviçre	10 üyeden oluşur. Yedisi banka temsilcisi, ikisi halka açık şirket, biri akademisyen.		En büyük gelir kalemleri işlem payları, veri dağıtım ve saklama gelirleridir.
Londra	Yönetim kurulunda yeterli sayıda bağımsız üye bulunmalı. Yönetim kurulu üyeleri ortaklar tarafından seçilir.		Spot ve türev piyasa faaliyetleri ve bilgi ve teknoloji hizmetleri.
Varşova	Genel kurul, yönetim kurulu üyelerini seçer.	Genel kurul, yönetim kurulu başkanını seçer.	Piyasa işlemleri
CME Grubu	Yönetim kurulu en fazla 33 kişi olabilir. 27'si A grubu, geri kalanı B grubu hissedarlardan seçilir. Çoğunluk bağımsız üyedir.		Piyasa işlemleri ve takas hizmetleri

TABLO 54 (DEVAM): ŞİRKETLEŞEN BORSALARDA YÖNETİM

BORSA ADI	YÖNETİM KURULU	YÖNETİM KURULUNA BAŞKAN ATAMA	İŞ MODELİ
NASDAQ OMX	Yönetim kurulunda net bir sayı yoktur. Çoğunluğu bağımsız üyedir. Bir grup aracı kuruluş çalışanı veya ortağı, bir grup kote bir şirket yöneticisi, bir grup da şirketin kendi çalışanlarından oluşur.		
Toronto	Yönetim kurulu en az 3 en fazla 24 kişiden oluşur. En az yarısı bağımsız üye olmaktadır.		
Hong Kong	Yönetim kurulu en az 2 en fazla 15 kişiden oluşur. Maliye Bakanlığı en fazla 8, borsa ortakları en fazla 6 üyeyi atayabilmektedir.	Yönetim kurulu başkanı seçer.	
Singapur	Yönetim kurulu 11 üyeden oluşur. En az 8'i bağımsız üye olmalıdır.		
Tokyo	Yönetim kurulu en fazla 16 kişiden oluşur ve üyelerin çoğunluğu bağımsızdır.		
Avustralya	Yönetim kurulu en az 7 en fazla 15 kişiden oluşur. Yönetim kurulu üyeleri genel kurulda şirket ortakları tarafından seçilmektedir ve bağımsız olmaları istenmektedir.		
Filipinler	Yönetim kurulu 15 üyeden oluşur. En az 8'i bağımsız üye olmalıdır.		

g) Bazı Borsalarda Birleşme ve Satın Alımlar Sonrasında Yaşanan Olumsuzluklar

Bu bölümde, özellikle Kıta Avrupası borsalarının diğer ülke borsalarıyla birleşmesi ve satın alınması gibi konularda yaşadıkları bazı olumsuzluklara yer verilmiştir.

2010 yılında Varşova Borsası'nın şirketleşmesi sürecinde önce büyük borsalardan teklif alınmış, daha sonra Deutsche Börse ile müzakerelere başlanmıştır. Ancak hem Polonya Hükümeti'nin istediği garantilerde, hem de fiyattaki anlaşmazlık nedeniyle Polonya Hazine Müsteşarlığı Deutsche Börse'yle görüşmeleri sona erdirmiştir. Borsanın halka arz edilmesi seçeneğini destekleyen aracı kuruluşlar, bir başka borsanın WSE'yi almasına, işlemlerin dışarıya kayacağı ve borsanın marjinalleşeceği görüşüyle karşı çıkmışlardır. Sonuçta Varşova Borsası, Kasım 2010'da Hazine'nin hakim hissesini koruması ve %35'lik kısmının halka arz edilmesi yoluyla şirketleşmiştir.⁶³

Singapur Borsası'nın Avustralya Borsası'na verdiği 8,8 milyar USD'lik teklif, Nisan 2011'de Avustralya'nın finans merkezi olarak konumunu ve ülkenin finansal sisteminin istikrarını olumsuz etkileyebileceği gerekçesiyle kamu otoritesi tarafından reddedilmiştir. Hazine Bakanı yaptığı açıklamada teklifin Avustralya'nın ulusal çıkarlarına uygun olmadığını ve Borsanın "kritik düzeyde önemli" takas ve saklama işlevini vurgulamıştır. Takas ve saklama işlevi gözönüne alındığında, ASX-SGX holding şirketi üzerinde tam düzenleme yetkisine sahip olmamanın çeşitli risklere yol açabileceği, ayrıca ASX'in SGX'ten çok daha büyük (şirketlerin piyasa değeri açısından) bir borsa olduğu belirtilmiştir.⁶⁴

⁶³ <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a5Y.E6Oulp2A>,
<http://www.finextra.com/news/fullstory.aspx?newsitemid=20815>

⁶⁴ <http://www.brisbanetimes.com.au/business/how-the-asxsgx-merger-failed-20110421-1dqb2.html>,
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f2809c78-6184-11e0-a315-00144feab49a.html#axzz1gzidTupt>,

Londra Borsası (LSE), Toronto Borsası için verdiği 3,7 milyar USD'lik teklifi, Kanada bankalarının ortaklaşa verdiği rekabetçi teklif (3,8 milyar USD) ve kamu otoritesinin de karşı çıkma ihtimalinin yüksek olması karşısında Haziran 2011'de geri çekmiştir. Birleşmenin gerçekleşmemesi, sembolik değeri yüksek borsalara ilişkin ulusal duyarlılığın yeni bir örneği olarak değerlendirilmiştir.⁶⁵

Viyana Borsası'nın hakim ortak durumuna geldiği Budapeşte Borsası, Borsanın gelişimi için gerekli yatırımları yapamamaktan yakınmaktadır. Viyana Borsası Ocak 2010'da %68,8 ile Budapeşte Borsası'nın hakim ortağı durumuna gelmiştir. Viyana Borsası'nın liderliğindeki Central Eastern Stock Exchange Group (CESEG), Budapeşte'nin yanısıra Ljubljana ve Prag Borsalarında da hakim ortak konumundadır.⁶⁶

Bu gelişmeler piyasaların genel dinamikleri yanında milliyetçilik duygularının da bazı ülkelerde ön plana çıkabileceğini göstermektedir. Bu durumu da gene ülke ekonomileri ile borsalar arasındaki ilişkiler ile açıklamak mümkündür.

h) Borsaların Şirketleşme Öncesi ve Sonrası Bazı Verileri

Aşağıda Tablo 55 ve 56'da şirketleşen bazı borsaların şirketleşme öncesi ve sonrasında piyasa değerleri ve işlem hacimleri karşılaştırılmıştır. Bu değerlendirmeleri yaparken kuşkusuz ülkelerin içinde buldukları ekonomik durumu da göz önüne almak gerekmektedir.

Şirketleşen borsaların piyasa değerlerini şirketleşme öncesi üç yılı ve şirketleşme sonrası üç yılı baz alarak incelersek, her borsa için piyasa değerinin şirketleşme sonrasında arttığını söylemenin mümkün olmadığını görmekteyiz. Fakat incelenen 15 borsadan 8'inin piyasa değerlerinde artış görülmektedir. Bunlar Stockholm, Helsinki, Kopenhag, İtalya, Oslo, Tokyo, Filipinler ve Budapeşte borsalarıdır. Buna rağmen Viyana, Atina ve Singapur borsalarının piyasa değerleri düşmüştür. Londra ve Toronto borsalarının şirketleşme sonrası iki yıl piyasa değerleri azalırken, üçüncü yıl yüksek oranlarda artışlar olmuştur.

Şirketleşen borsaların işlem hacimlerini şirketleşme öncesi üç yılı ve şirketleşme sonrası üç yılı baz alarak incelersek, her borsa için piyasa değerlerinin olduğu gibi işlem hacminin de şirketleşme sonrasında arttığını söylemenin mümkün olmadığını görmekteyiz. Fakat incelenen 15 borsadan 8'inin işlem hacimlerinde artış görülmektedir. Bunlar Stockholm, Helsinki, Kopenhag, İtalya, Avustralya, Oslo, Tokyo ve Budapeşte borsalarıdır. Buna rağmen Viyana, Atina, Singapur ve Londra borsalarının işlem hacimleri düşmüştür. Filipinler borsasının şirketleşme sonrası iki yıl işlem hacmi azalırken, üçüncü yıl yüksek oranda artış olmuştur.

<http://www.reuters.com/article/2011/04/06/us-asx-sgx-idUSTRE73507Y20110406>,

<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704101604576249423558110018.html>

⁶⁵ <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304450604576415860107784394.html>,

<http://www.reuters.com/article/2011/06/29/us-tmx-halt-idUSTRE75S5KL20110629>,

<http://www.businessweek.com/news/2011-06-30/lse-dropping-tmx-puts-rolet-on-collision-course-with-nasdaq.html>,

<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/tmx-deal/shareholders-reject-proposed-merger-of-tmx-and-lse/article2080213/>,

<http://www.bbc.co.uk/news/business-13968051>

⁶⁶ <http://www.ceeseg.com/about/history/>

TABLO 55: BAZI ŞİRKETLEŞEN BORSALARA KOTE ŞİRKETLERİN ŞİRKETLEŞME ÖNCESİ VE SONRASINDA PİYASA DEĞERLERİ TOPLAMI

BORSA ADI	ŞİRK. YILI	PİYASA DEĞERİ (MİLYON DOLAR)									DEĞİŞİM
		ÜÇ YIL ÖNCE	İKİ YIL ÖNCE	BİR YIL ÖNCE	ŞİRKETLEŞME YILI	BİR YIL SONRA	DEĞİŞİM	İKİ YIL SONRA	DEĞİŞİM	ÜÇ YIL SONRA	
Stockholm	1993	92.014	97.055	78.079	106.968	130.602	22%	172.550	32%	240.382	39%
Helsinki	1995	12.205	23.595	38.307	44.137	62.579	42%	73.322	17%	153.811	110%
Kopenhag	1996	41.650	48.784	57.691	71.074	93.766	32%	98.881	5%	105.292	6%
İtalya	1997	185.970	209.521	256.595	344.665	565.974	64%	728.240	29%	768.363	6%
Avustralya	1998	243.474	311.684	295.765	328.853	427.655	30%	372.794	-13%	375.598	1%
Viyana	1998	32.513	33.629	37.280	35.543	33.023	-7%	29.935	-9%	25.204	-16%
Atina	1999	23.558	33.783	80.125	196.846	107.502	-45%	83.481	-22%	66.040	-21%
Singapur	1999	153.106	106.317	96.472	198.039	155.125	-22%	117.338	-24%	101.553	-13%
Londra	2000	1.996.225	2.372.738	2.855.351	2.612.230	2.164.716	-17%	1.856.194	-14%	2.460.064	33%
Toronto	2000	567.635	543.394	789.179	766.204	611.492	-20%	570.223	-7%	888.677	56%
Deutsche Börse	2001	1.086.748	1.432.167	1.270.243	1.071.748	686.013	-36%	1.079.026	57%	1.194.516	11%
Filipinler	2001	34.910	41.536	25.261	20.606	18.197	-12%	23.190	27%	28.602	23%
Oslo	2001	46.272	63.695	65.266	69.444	68.103	-2%	95.919	41%	141.624	48%
Tokyo	2001	2.439.548	4.463.297	3.157.221	2.264.527	2.069.299	-9%	2.953.098	43%	3.557.674	20%
Budapeşte	2002	NA	11.908	10.367	12.988	18.868	45%	28.300	50%	32.575	15%

KAYNAK: www.world-exchanges.org

TABLO 56: BAZI ŞİRKETLEŞEN BORSALARIN ŞİRKETLEŞME ÖNCESİ VE SONRASINDA İŞLEM HACİMLERİ

BORSA ADI	ŞİR. YILI	İŞLEM HACMİ (MİLYON DOLAR)									DEĞİŞİM
		ÜÇ YIL ÖNCE	İKİ YIL ÖNCE	BİR YIL ÖNCE	ŞİRKETLEŞME YILI	BİR YIL SONRA	DEĞİŞİM	İKİ YIL SONRA	DEĞİŞİM	ÜÇ YIL SONRA	
Stockholm	1993	15.738	20.568	28.650	42.476	86.087	103%	94.209	9%	136.741	45%
Helsinki	1995	2.182	7.859	13.297	19.206	21.961	14%	36.252	65%	61.117	69%
Kopenhag	1996	23.674	27.404	28.336	36.440	46.731	28%	64.954	39%	66.605	3%
İtalya	1997	119.389	87.117	102.568	203.280	486.506	139%	539.449	11%	1.019.625	89%
Avustralya	1998	98.310	146.235	168.999	161.000	198.195	23%	226.484	14%	244.462	8%
Viyana	1998	13.357	10.692	12.723	18.677	12.733	-32%	9.641	-24%	7.692	-20%
Atina	1999	8.234	21.136	50.019	189.280	94.162	-50%	37.811	-60%	23.461	-38%
Singapur	1999	60.254	74.137	58.509	107.406	95.153	-11%	71.093	-25%	63.047	-11%
Londra	2000	1.989.489	2.887.989	3.399.381	4.558.662	4.520.183	-1%	4.001.339	-11%	3.609.718	-10%
Toronto	2000	305.154	331.847	357.442	636.533	461.556	-27%	408.164	-12%	471.543	16%
Deutsche Börse	2001	1.491.795	1.551.467	2.119.784	1.423.370	1.212.301	-15%	1.299.327	7%	1.541.122	19%
Filipinler	2001	10.148	19.949	8.186	3.128	3.092	-1%	2.672	-14%	3.681	38%
Oslo	2001	42.944	56.719	69.238	62.829	56.126	-11%	78.201	39%	134.819	72%
Tokyo	2001	750.825	1.675.640	2.315.501	1.659.908	1.564.243	-6%	2.108.732	35%	3.218.112	53%
Budapeşte	2002	NA	12.162	4.815	5.908	8.269	40%	12.994	57%	24.151	86%

KAYNAK:www.world-exchanges.org

i) Halka Açılan Borsaların Performansları

Borsaların büyük bir kısmı şirketleştikten sonra halka açılmışlar, çoğunluğu kendi piyasalarında işlem görmeye başlamışlardır. Şirketleşmenin borsalara sağladığı faydaları ölçebilmek için araştırmacılar çeşitli çalışmalar yapmaktadırlar. Fakat şirketleşme hareketinin tarihçesi oldukça kısa olduğu için araştırmacılar yeterli veri bulmakta zorluk çekmektedirler. Bu nedenle bu konuda yapılmış çalışma sayısı oldukça azdır. Yetersiz sayıdaki bu çalışmaların birçoğunda borsaların halka açıldıktan sonraki fiyat performansları incelenmiş ve finansal analizleri yapılmıştır.

Bu sınırlı sayıdaki çalışmanın sonuçları genel olarak borsaların hem kârlılık hem de operasyonel performans açısından oldukça başarılı olduklarını ortaya koymuştur.⁶⁷

Menkul kıymetler borsalarının şirketleşme sonrası performansını analiz amacıyla yapılan bir çalışmada, kâr amaçlı şirkete dönüşen borsalarda karşılıklı ortaklık şeklinde yapılanmış olanlara göre daha yüksek teknik etkinlik tespit edilmiştir. Ancak şirketleşme sonrası halka açılan borsalarda ise şirketleşme ile birlikte halka açılmayanlara göre daha yüksek etkinlik ve üretkenlik tespit edilememiştir.⁶⁸

Çalışmalarda şirketleşen borsaların finansal performanslarını değerlendirirken bir ölçü olarak, borsaların piyasa endekslerin üzerinde getiri sağlayıp sağlayamadıklarına bakılmaktadır. Bu ölçüden hareketle, şirketleşen borsaların 2010 senesindeki getirileri piyasa endekslerinin getirileriyle karşılaştırılmış ve Tablo 57 oluşturulmuştur:

TABLO 57: BORSALARIN PERFORMANSI (2010 YILI)

BORSA ADI	HALKA AÇILMA YILI	YILLIK GETİRİ	BORSA ENDEKSİ YILLIK GETİRİSİ
Hong Kong SE	2000	% 35,7	% 7,2
Singapur SE	2000	% 29,2	% 10,1
Avustralya SE	1998	% 23,9	-% 0,7
Toronto SE	2002	% 23,6	% 14,4
Deutsche Börse	2001	% 15,7	% 16,0
London SE	2001	% 9,0	% 10,9
Nasdaq-AMEX	2002	% 3,7	% 16,9
Hellenic SE	2000	-% 0,1	-% 35,6

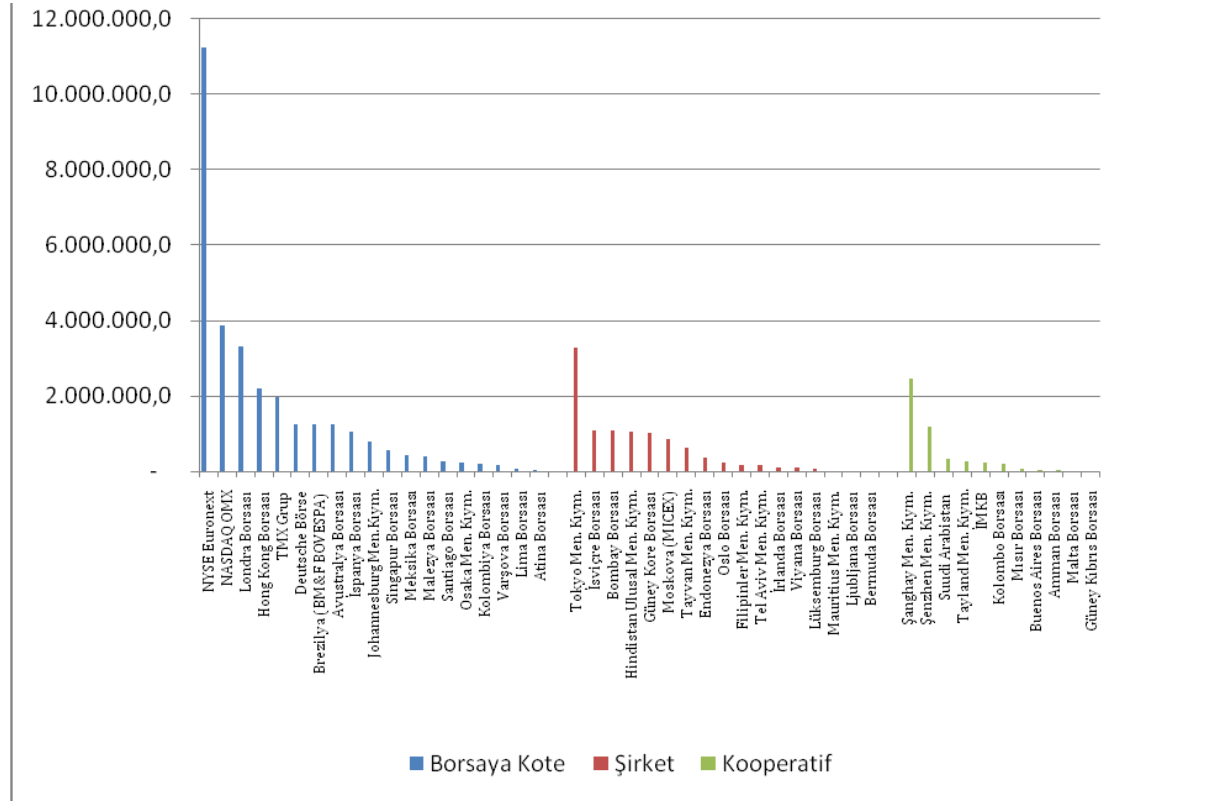
Kaynak: www.world-exchanges.org

Tablodan da izlenebileceği gibi Hong Kong, Singapur, Avustralya ve Toronto borsaları 2010 yılında yatırımcılarına piyasa endekslerinin oldukça üzerinde getiri sağlamışlardır. Deutsche Börse ve Londra Borsası piyasa endeksinin getirisine oldukça yakın bir getiri elde etmiştir. NASDAQ-AMEX ise piyasa endeksinin getirisinin altında kalarak kötü bir performans sergilemiştir. HELEX Grubu ise değer

⁶⁷ Aggarwal, age.

⁶⁸ Şerifsoy, B., 2005, "Demutualization, Outsider Ownership and Stock Exchange Performance", Working Paper, Goethe University, Frankfurt.

kaybetmiştir. Bu tablodan çıkan genel sonuca göre, borsalar piyasa endeksinin üzerinde getiri elde etmektedirler.



GRAFİK 72: BORSA YAPISI VE PİYASA DEĞERİ (MİLYON \$) (KASIM 2011 İTİBARIYLA)

Grafik 72’de dünyanın çeşitli borsalarının 2011 yılı Kasım ayı itibarıyla yapıları ve pazar değerleri gösterilmektedir. Buradan şirketleşmiş borsaların pazar değerlerinin, şirketleşmemiş borsalara oranla daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Burada sebep-sonuç ilişkisi kurmak mümkün olmasa da önceki bölümlerde ele alınan veriler itibarıyla şirketleşmenin, pazar değerini artırdığını söylemek mümkün olmaktadır. Ayrıca, şirketleşmenin bir sonraki aşaması ise halka açılmadır. Halka açık borsaların pazar değerinin de diğer borsalara oranla daha yüksek olduğu grafikte izlenmektedir.

O’Hara ve Mendiola (2003) tarafından yapılan bir çalışmada, şirketleşen ve halka açılan borsaların finansal performansları incelenmiştir. Analize konu olan borsalar: Singapur, Atina, Deutsche Börse, Euronext, Avustralya, Hong Kong, Londra ve NASDAQ’tır. Araştırmacılar finansal performansı dört başlık altında incelemişlerdir. Bunlar muhasebesel bazlı, getiri bazlı, risk bazlı ve ekonomik değişkenlerle borsanın karşılaştırıldığı ölçümlerdir. Araştırmacılar, borsaların varlık kârlılığı, özsermaye kârlılığı, faaliyet kârlılığı, varlık devir hızı ve finansal kaldıraç oranlarını şirketleşme öncesi ve sonrası için hesaplamışlardır. Muhasebesel bazlı ölçümler neticesinde elde ettikleri bulgular, şirketleşmenin borsaların performansını arttırdığını kanıtlar nitelikte bulunamamıştır. Getiri bazlı ölçümlere göreyse, borsalar, piyasa endekslerinden yüksek getiri elde etmişlerdir.

Benzer bir çalışma Aggarwal ve Dahiya (2005) tarafından yapılmıştır. O'Hara ve Mendiola'ya göre daha az değişkeni inceleyen araştırmacılar, incelenen borsalar için birbiriyle çelişen sonuçlar elde etmişler ve borsaların şirketleşmesinin performans arttırıcı bir etkiye sahip olduğunu söyleyebilmek için henüz daha erken olduğunu vurgulamışlardır.⁶⁹

Krishnamurti, Sequeira ve Fangjian (2003)⁷⁰ Hindistan'da faaliyet gösteren ve farklı kurumsal yapılara sahip olan iki borsayı karşılaştırmışlardır. Bombay Menkul Kıymet Borsası (Bombay Stock Exchange - BSE) kâr amacı gütmeyen kooperatif kurum yapısındayken, Ulusal Menkul Kıymet Borsası (National Stock Exchange –NSE) şirketleşmiş bir borsadır. Fakat her iki borsanın da benzer sistemleri bulunmaktadır. Araştırmacılar, "Hasbrouck'un pazar kalitesi ölçüm tekniği"ni kullanarak NSE'nin BSE'den kurumsal yönetim açısından daha iyi bir durumda olduğunu göstermişlerdir.

Morsy ve Rwegasira (2010) çalışmalarında 1996-2004 dönemi için onbir finansal oran kullanarak şirketleşen 26 borsanın performansını incelemişlerdir. Çalışma, sadece dört finansal oranın şirketleşme sonrasında iyileştiği yönünde istatistiksel olarak anlamlı bulgular elde etmiştir.⁷¹

Şirketleşme yoluna giden borsaların performanslarının ölçülmesi ve şirketleşmenin etkilerinin incelenmesi için yapılan çok sayıda çalışma farklı sonuçlar ortaya koymuştur. Bu konuda genel kanı şirketleşmenin borsalar üzerinde olumlu etkilerinin bulunduğu yönünde olmakla beraber daha uzun zaman diliminde yeni çalışmalara ihtiyaç duyulduğudur.

⁶⁹ Aggarwal, R. ve Dahiya, S., 2005, "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges", Çevrimiçi: <http://faculty.msb.edu/aggarwal/exchanges.pdf>, 10.07.2011

⁷⁰ Krishnamurti, C., Sequeira, J.M. ve Fangjian, F., 2003, "Stock Exchange Governance and Market Quality", *Journal of Banking and Finance*, 27.

⁷¹ Morsy, A. ve Rwegasira, K., 2010, "Does Demutualization Matter to the Financial Performance of Stock Exchanges? An Investigation of Demutualized Member of the Stock Exchanges of the World Federation Exchanges", *International Research Journal of Finance and Economics*, No. 40.

3) İMKB’NİN MEVCUT YAPISI, PERFORMANSI VE YENİDEN KONUMLANDIRILMASI KONUSUNDA SERMAYE PİYASASI KATILIMCILARININ GÖRÜŞLERİNİN BELİRLENMESİ AMACIYLA YAPILAN ARAŞTIRMA

A) Araştırmanın Amacı

Araştırmanın amacı İMKB’nin mevcut yapısının, performansının, ekonomide kendinden beklenen fonksiyonu ne ölçüde gerçekleştirdiğinin belirlenmesi; dünya borsalarının yaşamakta olduğu şirketleşme süreci içinde İMKB’nin şirketleşmesi dahil yeni bir yapılanma modeli arayışına yönelik aracı kurumların eğilimlerinin tespit edilmesidir.

B) Araştırmanın Metodolojisi

a) Araştırmanın Modeli

İMKB’nin Şirketleşmesine Yönelik Aracı Kurumların Eğilimlerinin Belirlenmesi Araştırması; değişkenlerin yapısını, yönünü ve şiddetini incelediğinden “Tanımlayıcı Araştırma Modeli”ne sahiptir.

b) Araştırmanın Örnekleme Süreci

Araştırma tüm aracı kurumları kapsayacak şekilde planlanmış olup, örnekleme süreci farklı bir ifadeyle Tam Sayım şeklinde 115 aracı kurumun dâhil edilmesiyle gerçekleştirilmiştir.

Ekinde SERPAM’ın bilgi notu bulunan yapısal olarak hazırlanmış anket formları; araştırma kapsamında cevaplayıcı konumunda olan tüm aracı kurumların üst yönetimi dikkatine gönderilmiştir. Yönetim Kurulu Üyesi veya Genel Müdür seviyesinde cevaplanma beklentisi ile gönderilen formlardan 65 tanesi cevaplanmış ve cevaplanma oranı %57 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın, posta yolu ile yapılan araştırmalarda sıklıkla karşılaşılan geri dönüş oranının üzerinde olduğu söylenebilir.

İlgili aracı kurumların kimlik belirten bilgileri alınmaksızın gerçekleştirilen araştırmada veri ve bilgiler 15 Temmuz – 31 Ağustos 2011 tarihleri arasında toplanmıştır.

c) Veri ve Bilgi Toplama Yöntem ve Aracı

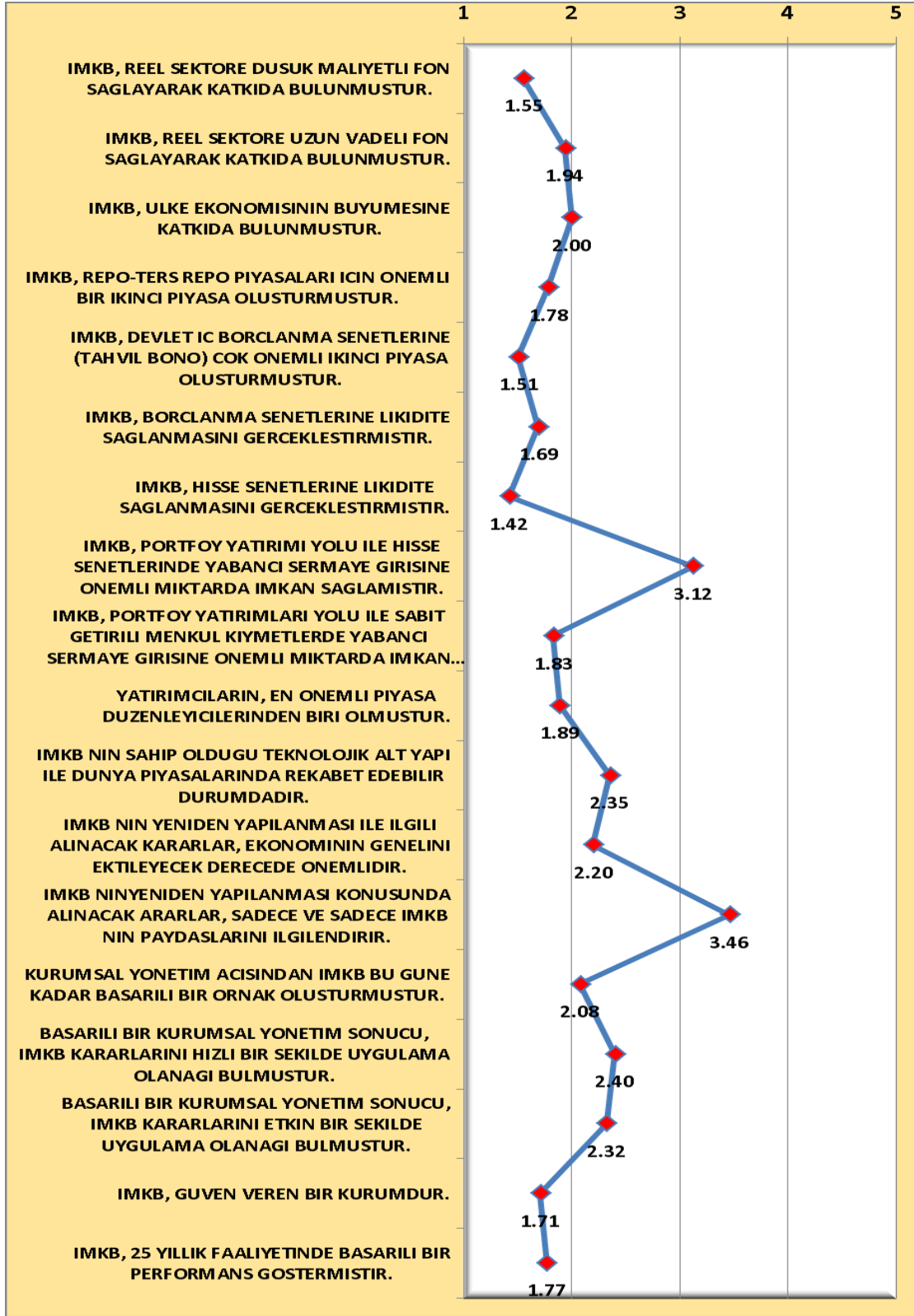
Yapılan çalışmalar sonucunda, nihai ve kitlesel olarak veri ve bilgilerin toplanmasında, formel, dolaysız, posta yoluyla anket yöntemi seçilmiştir.

C) Özet Sonuç

a) Aracı kuruluşların görüşleri

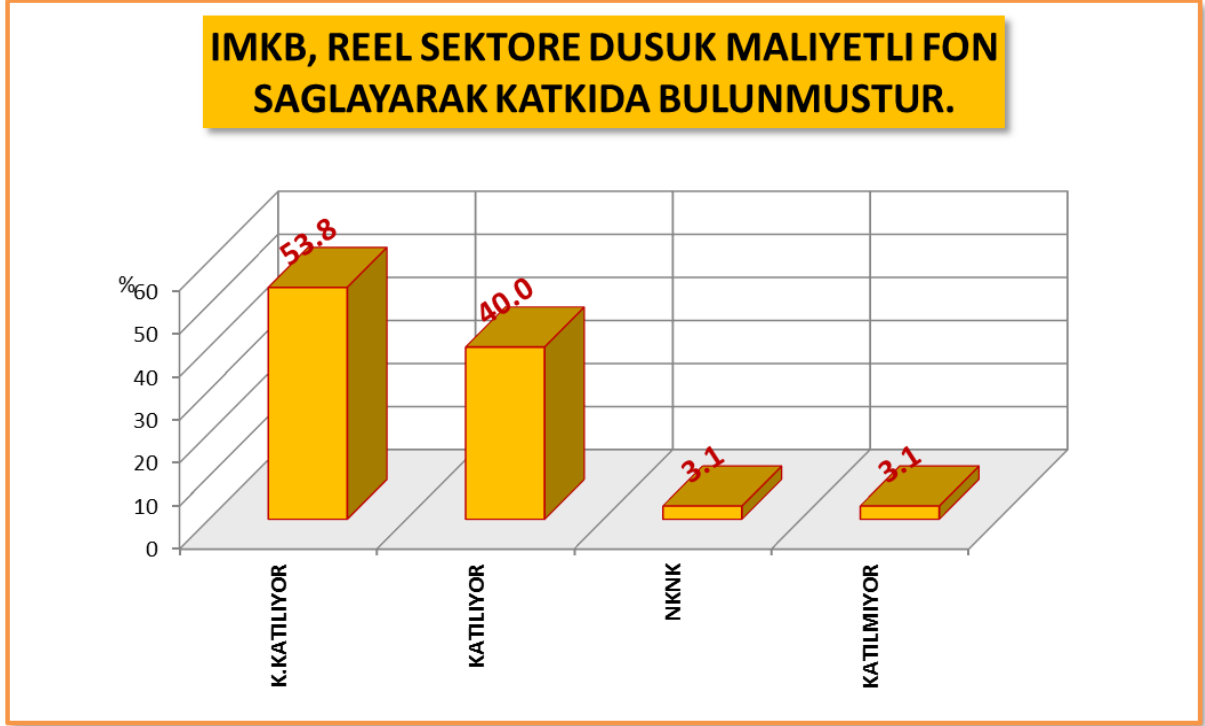
Örnekleme oluşturan sermaye piyasası aracı kurumlarının kendilerine yöneltilen soruların bir kısmına verdikleri cevaplar aşağıdadır:

ARACI KURULUŞLARIN EĞİLMELERİ



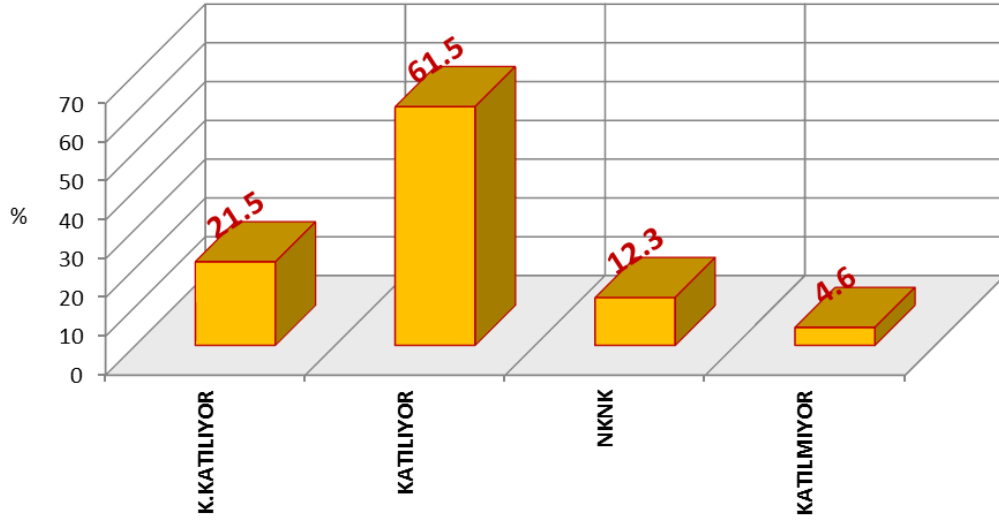
Aracı kurumların sorulara verdikleri cevaplara tek tek bakacak olursak, katılımcılar, İMKB'nin reel sektöre düşük maliyetli fon sağlayarak katkıda bulunduğu görüşündedir. Aracı kurum temsilcilerinin bu yargıyı %93,8 oranında olumlu buldukları, %3,1 oranında ise olumsuz buldukları belirlenmiştir.

Araştırmada, İMKB, reel sektöre uzun vadeli fon sağlayarak katkıda bulunmuştur yargısına %83,1 olumlu, %10,7'si ise olumsuz görüş beyan etmişlerdir. Bu sonuç "İMKB'nin Türk Ekonomisi İçin nemi" başlıklı bölümde yer alan İMKB'nin finansal aracılık maliyetlerinin düşmesine katkı yaptığı bulgusuyla örtüşmektedir (Tablo 47).



İMKB, lke ekonomisinin büyümesine katkıda bulunmuştur yargısını olumlu değerlendirenlerin oranı %83,0, olumsuz değerlendirenlerin oranı ise %4,6'dır. Bu bulgu "İMKB'nin Türk Ekonomisi İçin nemi" bölümünde yer alan tespitlerle örtüşmektedir.

İMKB, ULKE EKONOMISININ BUYUMESINE KATKIDA BULUNMUSTUR.



İMKB repo-ters repo piyasaları için önemli bir ikinci piyasa oluşturmuştur yargısını olumlu olarak değerlendirenlerin oranı %92,3, olumsuz olarak değerlendirenlerin oranı ise %7,7'dir.

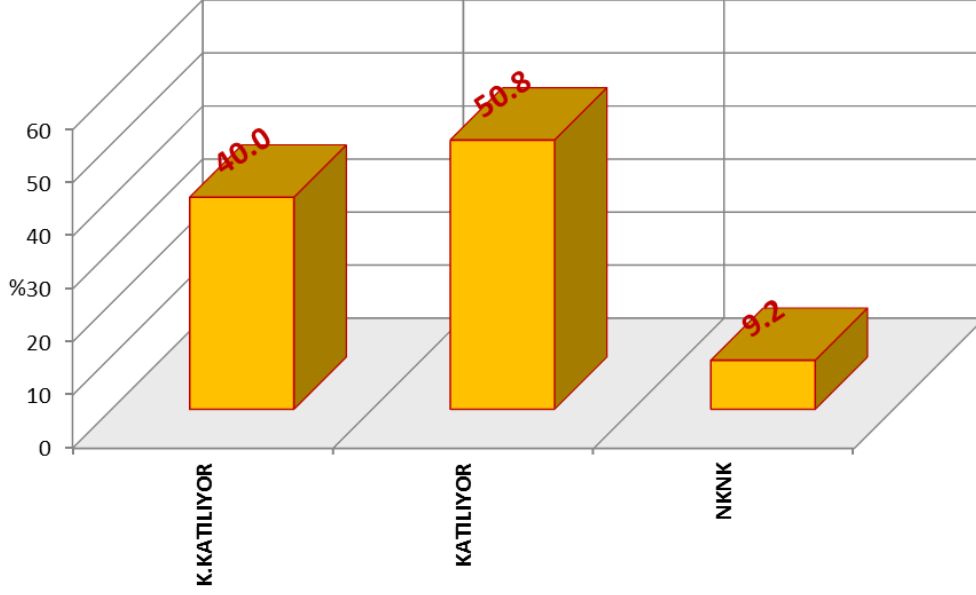
Sermaye piyasası aracı kurumları tarafından değerlendirilen bir diğer yargıda ise İMKB devlet iç borçlanma senetlerine (tahvil-bono) çok önemli ikincil piyasa oluşturmuştur yargısını benimseyenlerin oranı %92,3, benimsemeyenlerin oranı ise %3,1'dir.

Araştırmada bir diğer yargı olan İMKB, borçlanma senetlerine likidite sağlanmasını gerçekleştirmiştir % 90,8 olumlu olarak değerlendirilmiştir.

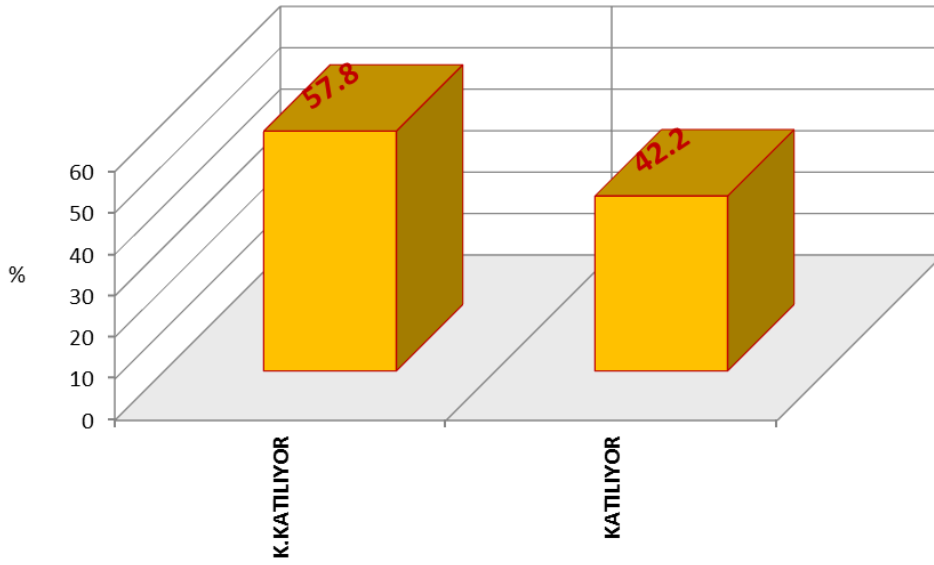
İMKB, hisse senetlerine likidite sağlanmasını gerçekleştirmiştir yargısını, değerlendirenlerin %100'ü olumlu olarak değerlendirmişlerdir.

İMKB'nin piyasalara likidite sağlaması, piyasaların en önemli fonksiyonlarından biri olan likit bir piyasa olma özelliği, ilgili bölümde İMKB'nin işlem hacminin borsa piyasa değerine bölünmesiyle bulunan ve devir hızı olarak isimlendirilen likidite ölçüsünün, İMKB'nin dünya borsaları arasında likiditesi yüksek olan borsalar arasına dahil edilmesi olarak gözlemlenmiştir.

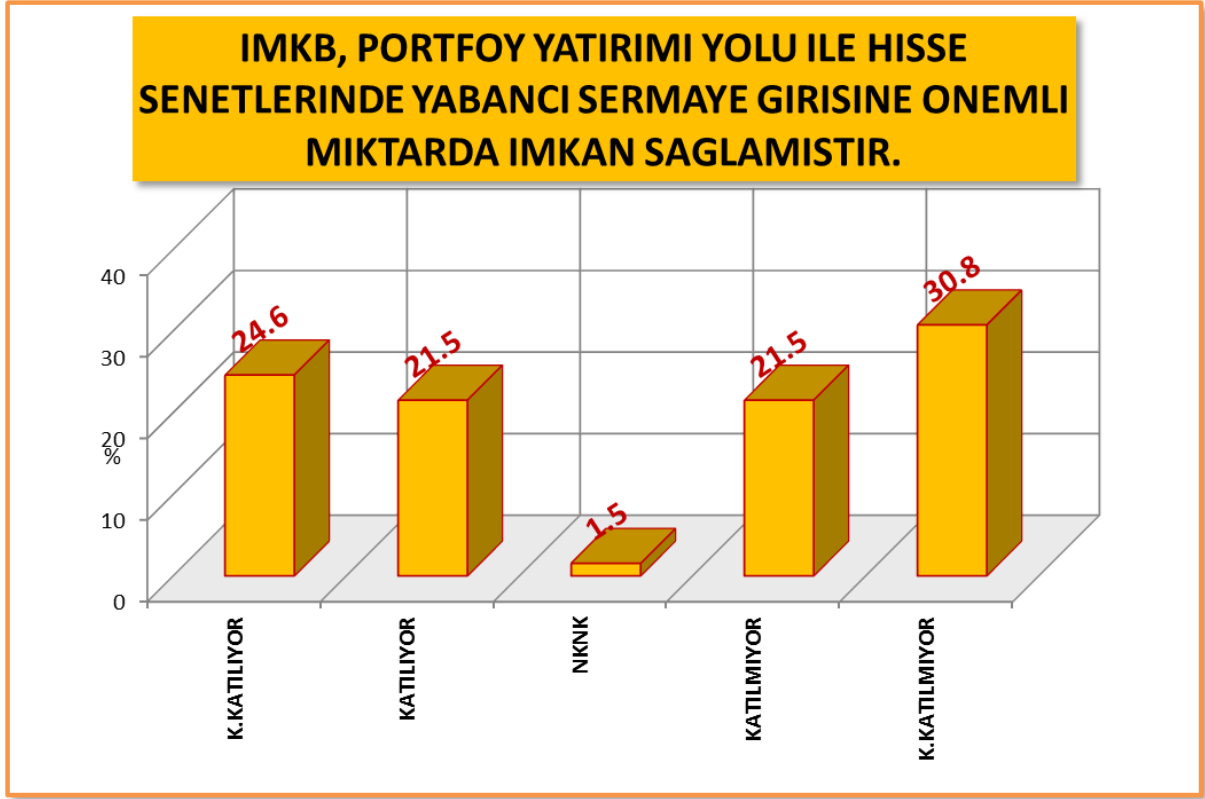
IMKB, BORCLANMA SENETLERINE LIKIDITE SAGLANMASINI GERCEKLESTIRMISTIR.



IMKB, HISSE SENETLERINE LIKIDITE SAGLANMASINI GERCEKLESTIRMISTIR.



İMKB, portföy yatırımı yolu ile hisse senetlerinde yabancı sermaye girişine önemli miktarda imkan sağlamıştır yargısı ise %46,1 oranında olumlu, %52,3 oranında ise olumsuz olarak değerlendirilmiştir. Dolayısıyla piyasa katılımcıları arasında İMKB'nin portföy yatırımları yoluyla yabancı sermaye girişine önemli katkıda bulunmadığı görüşü hakimdir.



Sermaye piyasası aracı kurumları tarafından değerlendirilen bir diğer yargıda ise İMKB portföy yatırımları yolu ile sabit getirili menkul kıymetlerde yabancı sermaye girişine önemli miktarda imkan sağlamıştır yargısı % 86,1 oranı ile olumlu, %1,5 oranı ile ise olumsuz olarak değerlendirilmektedir.

İMKB, yatırımcıların en önemli piyasa düzenleyicilerinden biri olmuştur yargısı ise %82,9 oranı ile olumlu, % 3,1 oranında ise olumsuz olarak değerlendirilmiştir.

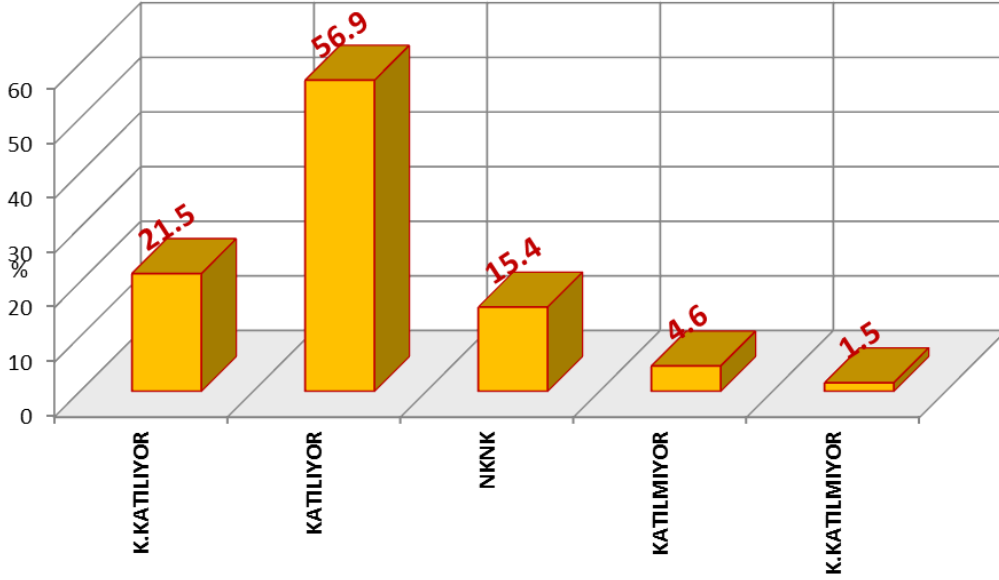
Araştırmada cevaplayıcıların değerlendirdikleri bir diğer yargı ise; İMKB'nin sahip olduğu teknolojik alt yapı ile dünya piyasalarında rekabet edebilir durumdadır % 70,7 ile olumlu, % 17,0 ile olumsuz değerlendirilmiştir.

Bir diğer yargı ise İMKB'nin yeniden yapılanması ile ilgili alınacak kararlar ekonominin genelini etkileyecek derecede önemlidir yargısıdır. % 70,7 ile olumlu, % 12,3 ile olumsuz olarak benimsenmiştir.

İMKB'nin yeniden yapılanması konusunda alınacak kararlar sadece ve sadece İMKB'nin paydaşlarını ilgilendirir yargısı ise %27,7 olarak olumlu, % 63,1 olumsuz olarak değerlendirilmiştir.

Cevaplayıcıların değerlendirdikleri bir diğer yargı ise kurumsal yönetim açısından İMKB bugüne kadar başarılı bir örnek oluşturmuştur. % 78,4 oranında olumlu olarak, %6,1 oranında ise olumsuz olarak fikir beyan edilmiştir.

KURUMSAL YONETIM ACISINDAN İMKB BU GUNE KADAR BASARILI BİR ORNEK OLUSTURMUSTUR.



Katılımcıların %63,0 oranında olumlu görüş beyan ettikleri ve % 12,3 oranında olumsuz görüş beyan ettikleri yargı ise: Başarılı bir kurumsal yönetim sonucu, İMKB kararlarını hızlı bir şekilde uygulama olanağı bulmuştur.

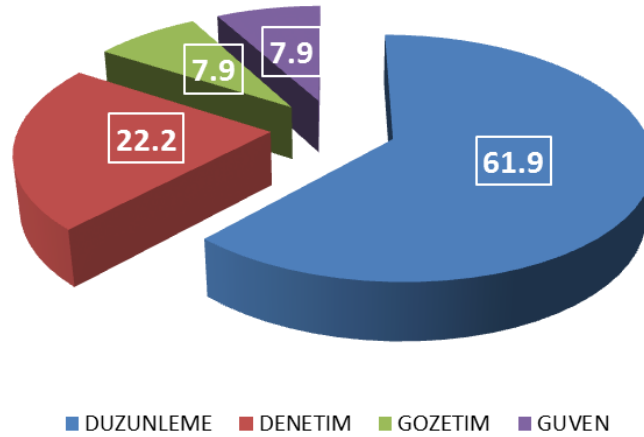
Başarılı bir kurumsal yönetim sonucu İMKB kararlarını etkin bir şekilde uygulama olanağı bulmuştur yargısı % 66,2 olumlu olarak, % 9,2 olumsuz olarak değerlendirilmiştir.

İMKB güven veren bir kurumdur yargısı %95,3 ile olumlu olarak değerlendirilmiştir.

Bu bölümde yöneltilen son yargıya alınan cevaplarda İMKB 25 yıllık faaliyetinde başarılı bir performans göstermiştir %90,8 oranında olumlu, %3,1 oranında ise olumsuz olarak değerlendirilmiştir.

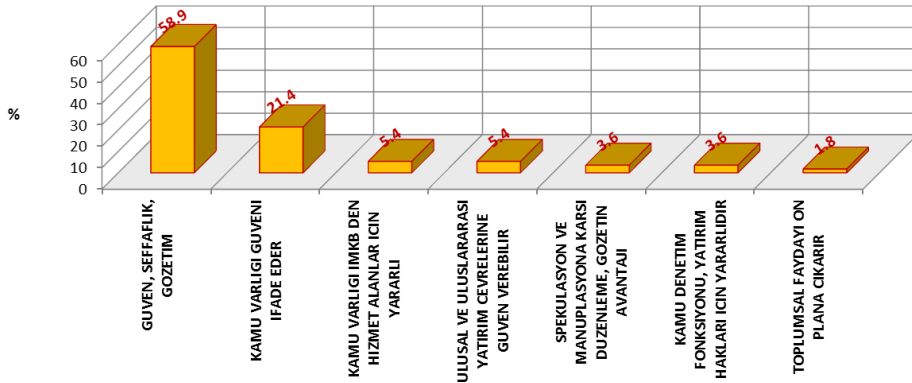
Sermaye piyasalarının işleyişinde kamunun yerini düzenleme olarak ifade edenlerin oranı % 61,9, denetim olarak belirtenlerin oranı %22,2, gözetim olarak değerlendirenlerin oranı % 7,9 ve güven olarak değerlendirenlerin oranı ise % 7,9'dur.

SERMAYE PIYASALARININ ISLEYISINDE KAMUNUN YERI



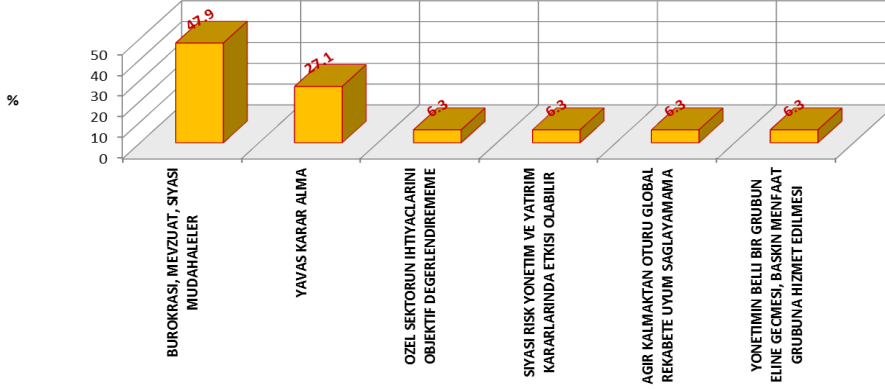
İMKB'nin kendinden beklenen fonksiyonunda kamunun varlığının avantaj ve dezavantajlarını belirlemek için yöneltilen sorumuzda, avantajlar arasında ilk sırada güven, şeffaflık ve gözetim % 58,9 ile gelmektedir. İkinci sırada kamu varlığı güveni ifade eder %21,4, üçüncü sırada ise kamu varlığı İMKB'den hizmet alanlar için yararlı % 5,4 ve ulusal ve uluslararası yatırım çevrelerine güven verebilir % 5,4 ile beraber yer almaktadır.

İMKB NİN KENDİNDEN BEKLENEN FONKSİYONUNDA KAMU VARLIĞININ AVANTAJI.



İMKB'nin kendinden beklenen fonksiyonunda kamunun varlığının dezavantajları arasında ilk sırada %47,9 ile bürokrasi, mevzuat, siyasi müdahaleler gelirken ikinci sırada ise yavaş karar alma % 27,1 ile gelmektedir.

İMKB NİN KENDİNDEN BEKLENEN FONKSİYONUNDA KAMU VARLIĞININ DEZAVANTAJI.



Soru formunda yer alan bir diğer yargı grubu ile ilgili verilerden ilk yargı; İMKB, hızla değişen teknolojiye ayak uydurabilmektedir yargısını olumlu bulanların oranı % 76,9, olumsuz bulanların oranı ise % 10,8'dir.

Alternatif işlem sistemleri İMKB için bir tehdittir % 26,2 oranında olumlu, % 52,3 oranında ise olumsuz olarak ifade edilmiştir.

Borsa payları İMKB için önemli bir gelir kaynağıdır yargısı cevaplayıcıların % 93,7'si tarafından olumlu olarak değerlendirilmektedir.

Sermaye piyasası aracı kurumları tarafından değerlendirilen, kotasyon ücretleri İMKB için önemli bir gelir kaynağıdır yargısı % 92,3 olumlu % 3,1 olumsuz olarak belirtilmiştir.

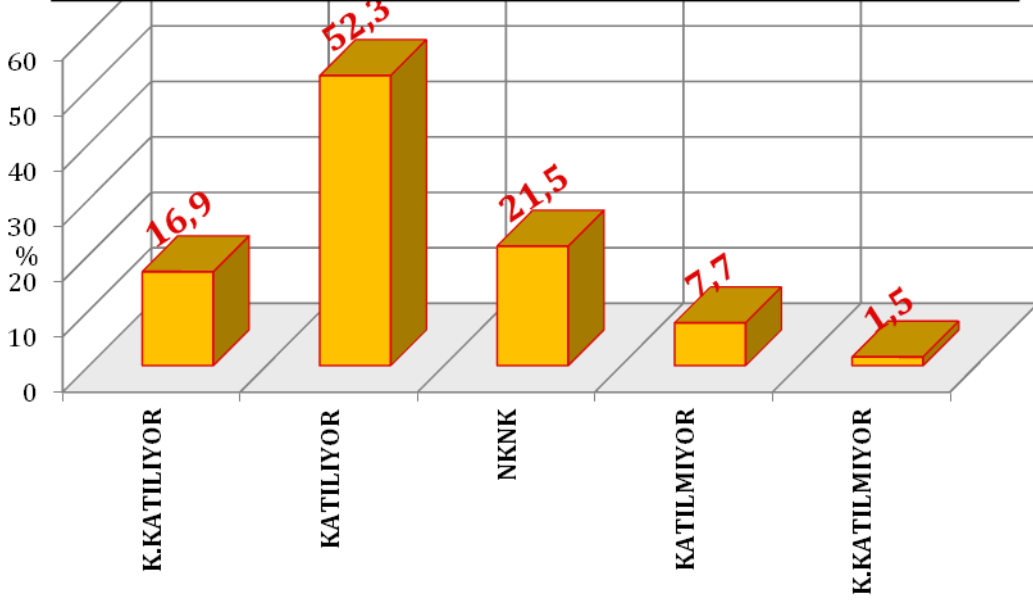
İşlem bilgilerinin yatırımcılara satılması ile elde edilen gelir önemlidir yargısı %49,2 ile olumlu, % 24,6 ile olumsuz olarak ifade edilmiştir.

Cevaplayıcılar tarafından fikir beyan edilen bir diğer yargı ise İMKB, şirketleşmesi halinde alt yapı teknolojisini hızla yenileyebilir yargısına % 69,3 olumlu, % 10,7 oranında ise olumsuz görüş bildirilmiştir.

İMKB'nin şirketleşmesi halinde, pay devirleri ile değişik stratejik ortaklıklar kurulabilir yargısını olumlu olarak değerlendirenlerin oranı %84,6, olumsuz olarak değerlendirenlerin oranı ise % 3,1'dir.

İMKB'nin şirketleşmesi halinde yeni oluşturacağı kurumsal yapı ile hızla değişen piyasa koşullarına daha iyi çözüm üretebilir yargısına %69,2 ile olumlu %9,2 ile olumsuz görüş beyan edilmiştir.

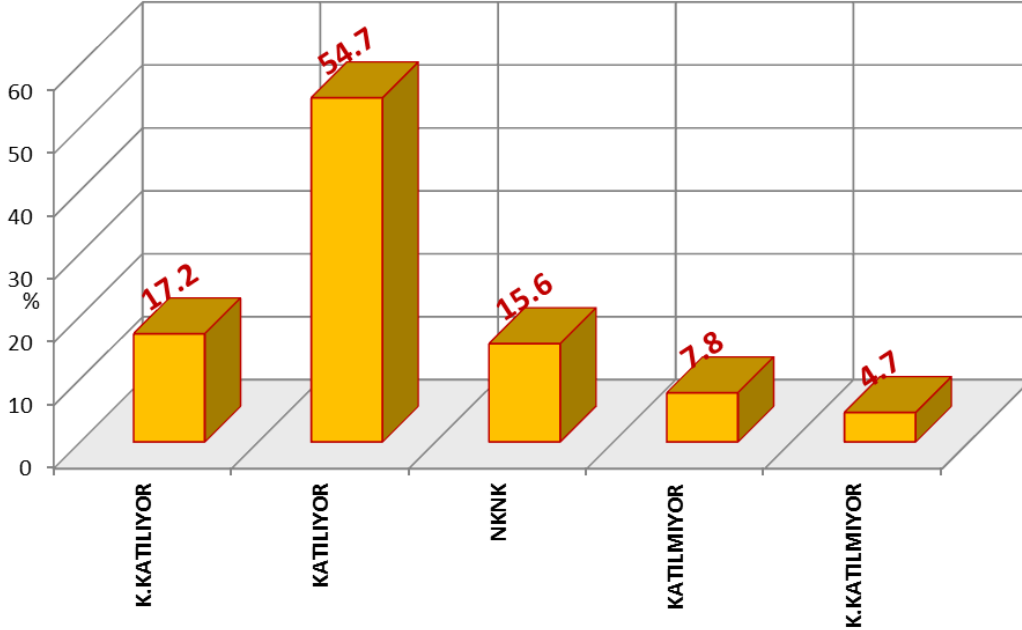
İMKB NİN SİRKETLESMESİ HALİNDE, YENİ OLUSTURACAGI KURUMSAL YAPI İLE HIZLA DEĞİŞEN PİYASA KOSULLARINA DAHA İYİ ÇÖZÜM ÜRETEBİLİR



İMKB'nin şirketleşmesi halinde içinde oluşacak çıkar çatışmaları kâr güdüsü doğrultusunda en uygun şekilde çözülebilir yargısı %35,4 olumlu, % 32,3 olumsuz olarak değerlendirilmiştir.

İMKB'nin şirketleşmesi halinde karar alma süreci daha etkin olabilir %71,9 ile olumlu, %12,5 oranında olumsuz olarak benimsenmiştir.

İMKB NİN ŞİRKETLESMESİ HALİNDE, KARAR ALMA SURECI DAHA ETKİN OLABİLİR.



Bir diğer yargı ise İMKB'nin şirketleşmesi halinde, dış finansman olanaklarına daha kolay ulaşılabilecektir cevaplayıcılar tarafından % 50,7 ile olumlu, % 18,4 ile olumsuz olarak ifade edilmiştir.

İMKB'nin şirketleşmesi halinde yeni iş stratejileri daha kolay geliştirilebilir yargısını olumlu olarak değerlendirenlerin oranı % 69,3, olumsuz olarak değerlendirenlerin oranı ise % 13,8'dir.

İMKB'nin şirketleşmesi halinde, kontrol edilen piyasalar dış yatırımcılar için daha kolay ulaşılabilir hale gelir yargısına %38,5 oranı ile olumlu, % 21,5 oranı ile olumsuz görüş belirtilmiştir.

Cevaplayıcılar tarafından değerlendirilen bir diğer yargı; İMKB'nin şirketleşmesi halinde, alınacak her karar şirket ortaklarının menfaatleri doğrultusunda olacaktır yargısına olumlu görüş beyan edenlerin oranı % 16,9, olumsuz görüş beyan edenlerin oranı ise 56,9'dur.

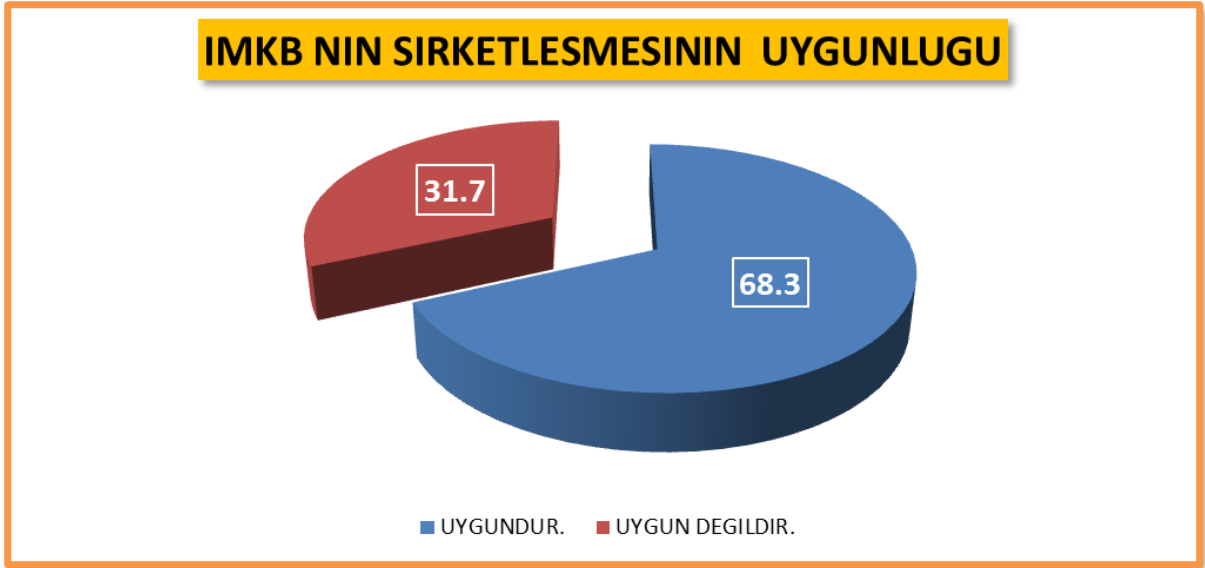
İMKB'nin şirketleşmesi halinde halka açık bir şirket olarak borsada işlem görmelidir yargısına olumlu bakanların oranı % 73,8, olumsuz olarak bakanların oranı ise % 6,2'dir.

Diğer bir yargı olan İMKB'nin faaliyetleri imtiyaz içeren faaliyetlerdir yargısı % 73,9 olumlu, %15,3 olumsuz olarak belirtilmiştir.

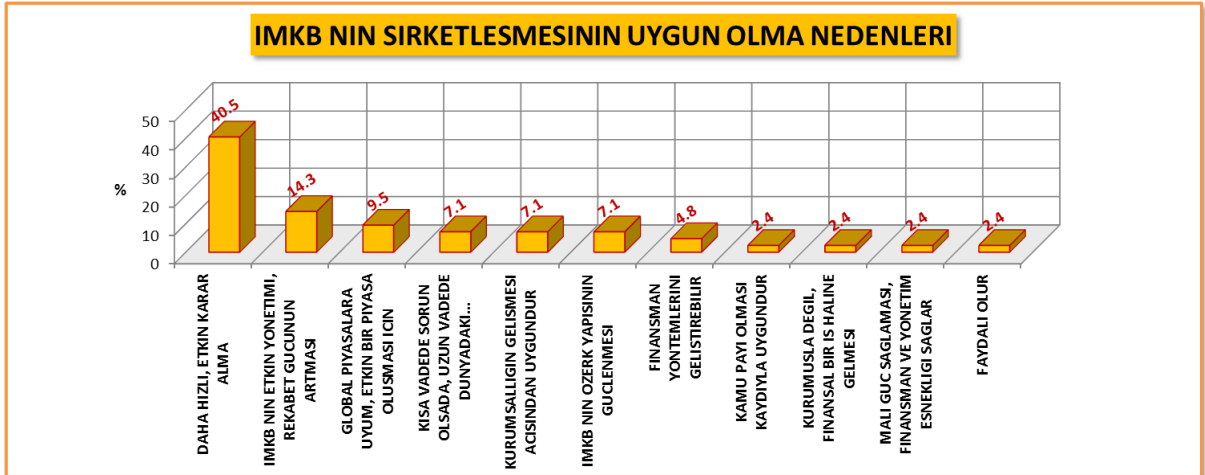
İmtiyaz hakkı başka borsalara da verilebilir yargısı %58,4 ile olumlu, % 24,7 ile olumsuz olarak nitelendirilmiştir.

Dünya borsalarında gözlemlenen şirketleşmeler konusunda bilgi sahibiyim yargısı katılımcılar tarafından %67,7 ile olumlu, % 7,7 ile olumsuz olarak değerlendirilmektedir.

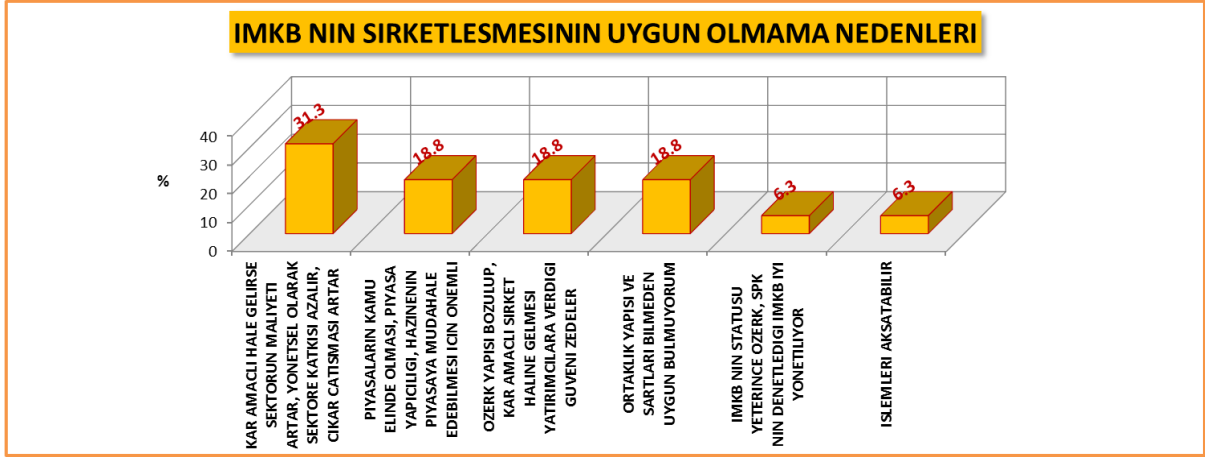
Katılımcılara yöneltilen İMKB'nin şirketleşmesinin uygun olup olmadığı yönündeki soruya uygundur cevabını verenlerin oranı %68,3, uygun değildir cevabını verenlerin oranı ise % 31,7'dir.



İMKB'nin şirketleşmesini uygun bulanlar; %40,5 oranında daha hızlı etkin karar almayı sağlar, % 14,3 oranında İMKB'nin etkin yönetimi rekabet gücünün artmasına neden olur, % 7,1 oranında ise kısa vadede sorun olsa da uzun vadede dünyadaki örneklerine uygun olur, % 7,1 ile kurumsallığın gelişmesi açısından uygundur. % 7,1 ile İMKB'nin özerk yapısının güçlenmesi açısından uygundur olarak değerlendirilmiştir.



İMKB'nin şirketleşmesini uygun bulmayanlar ise; %31,3 ile kâr amaçlı hale gelirse sektörün maliyeti artar, yönetsel olarak sektöre katkısı azalır, çıkar çatışması artar; % 18,8 ile ortaklık yapısı ve şartlarını bilmeden uygun bulmuyorum, % 18,8 ile özerk yapısı bozulup, kâr amaçlı şirket haline gelmesi yatırımcılara verdiği güveni zedeler, yine aynı oranda piyasaların kamu elinde olması piyasa yapıcılığı hazinenin piyasaya müdahale edebilmesi için önemli şekilde belirtilmiştir.



Cevaplayıcılara yöneltilen şirketleşen bir borsada yönetim kurulu nasıl ve kimlerden oluşmalıdır sorusuna alınan geçerli cevaplar içinde ilk sırayı % 12,9 ile ortaklar arasında eşit temsili sağlayacak şekilde, % 9,7 ile SPK, aracı kuruluşlar, halka açık şirket temsilcileri, % 8,1 ile İMKB, SPK ve TSPAKB ve yine aynı oranda kamu ağırlıklı tüm taraflar, aracı kurumlar, halka açık şirketler olarak ifade edilmektedir.

Kurullarda dışarıdan bağımsız üye olmalı mıdır şeklinde yöneltilen soruya alınan geçerli cevaplar içerisinde % 70,5 ile bağımsız üye olmalıdır, %14,8 ile bağımsız üye olmamalıdır yanıtı alınmıştır.

İMKB'nin şirketleşmesi durumunda, kamunun ortaklık yapısındaki yeri ve payı ne olmalıdır sorusuna kamu payı olmamalıdır şeklinde görüş bildirenlerin oranı % 26,7, azınlık payı olmalıdır şeklinde görüş bildirenlerin oranı %11,7, küçük yatırımcıyı koruyucu ve denetlemeye yardımcı olmalıdır şeklinde görüş bildirenlerin oranı ise % 8,3'tür.

Yeni şirketin payları ortaklara devri konusunda bedelsiz hisse olmalı mıdır sorusuna bedelsiz hisse olması yönünde fikir beyan edenlerin oranı % 66,7, bedelsiz hisseye hayır diyenlerin oranı ise % 33,3'tür.

Bedelsiz hisseler genel kurul üyelerine % 15,6, aracı kurumlara % 15,6 ve aracı kurumlar birliği veya aracı kurumların kendisine yine % 15,6 oranında verilmesi belirtilmiştir.

Bedelsiz hisselerin oranı konusunda yöneltilen soruya alınan geçerli cevaplar içerisinde % 25 oranında eşit verilmeli, % 18,8 oranında oy oranında verilmeli, % 18,8 oranında ise % 30 - % 50 bedelsiz hisse verilmesi istenmiştir.

Hisse satışı konusunda kimlere çağrı yapılmalı sorusuna ilk sırada % 11,8 ile aracı kurum ve bankalar, % 7,8 ile halka arz edilmeli, genel çağrı yapılmalı % 7,8, aracı kuruluşlara % 7,8, yerli ve yabancı bankalar, aracı kurumlar, yatırımcılar yine %7,8 oranında gerçekleşmiştir.

Şirketleşme sürecinde ortaklar ile kamu arasında çıkar çatışması beklentisi % 45,9 ile beklenmemektedir. % 13,1 hisse paylaşımı sırasında üyeler arasında sorun olabilir, % 8,2'si ortaklık payı oranı, yönetim, hizmet ücretleri konusunda sorun çıkabilir şeklindedir.

Şirketleşme sürecinin bir sene içinde tamamlanmasını isteyenlerin oranı % 39,0, iki sene içinde tamamlanmasını isteyenlerin oranı % 23,7 ve en kısa sürede gerçekleştirilmesini isteyenlerin oranı ise % 11,9'dur.

b) Diğer Piyasa Katılımcılarının Görüşleri

Araştırma kapsamında Aracı Kuruluşlar dışında Takasbank Takas ve Saklama Bankası A.Ş., Merkezi Kayıt Kuruluşu, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), Bankalar Birliği, Türkiye Kurumsal Yatırımcılar Derneği, Borsa Aracı Kurumları Yöneticileri Derneği, BORYAD Borsa Yatırımcıları Derneği ve Kurumsal Yönetim Derneği yöneticileri ile bu kapsamda yüz yüze görüşmeler yapılmıştır.

Yapılan ikili görüşmeler neticesinde ulaşılan genel sonuçlar üç ana başlık halinde aşağıdaki gibidir:

i. Katılımcıların İMKB'nin Mevcut Yapısıyla İlgili Görüşleri:

Görüş alınan kurumlara İMKB'nin mevcut yapısıyla ilgili düşünceleri sorulmuştur. Bu konuda farklı görüşler ortaya çıkmakla birlikte Katılımcılar İMKB'nin güven verici yapısından memnun olduklarını belirtirken, piyasanın işleyişiyle ilgili eleştirilerde bulunulmuştur. Bu katılımcı grubu, borsanın genel performansı konusunda aracı kurumlar kadar olumlu görüş belirtmemişlerdir. Bu gruba göre ekonomide kendinden beklenen fonksiyonları gerçekleştirilmede ortaya koyduğu performans orta düzeydedir. Ayrıca bu gruptaki piyasa katılımcılarının borsanın işleyişine getirdikleri eleştiriler arasında Borsa'nın yüksek maliyet ile çalışması, karar alma mekanizmasının yavaş olması, kendi teknolojisini geliştirememiş olması noktalarında toplanmaktadır.

c) Katılımcıların İMKB'nin Şirketleşmesiyle İlgili Görüşleri:

İMKB'nin bir şirket yapısına geçmesiyle ilgili görüşler çoğunluktadır. Çoğunluk İMKB'nin yeni yapısı için özel hukuk hükümlerine bağlı bir anonim şirketin uygun olduğunu benimsemektedir.

Ancak bir küçük grup katılımcı, anonim şirketleşme yerine, Borsa'nın mevcut kurumsal yapısını koruması yönünde görüş belirtmektedir. Bu görüşe göre, "kamu tüzel kişiliğini haiz kurum olarak özel hukuk alanındaki imkanlarla takviye edilmiş, kamusal etkinin -denetim dışında- en aza indirildiği bir yapı tercih nedenidir ve kamusal nitelik, oluşan güven duygusunun devamını sağlayacaktır. Hakim görüş bu grupta da, muhakkak güven verici unsur olarak kamunun belli bir payının olması gerektiği yönündedir. Sermaye piyasalarında en önemli unsurun güven olduğu gerek aracı kuruluşlar gerek diğer sermaye piyasası katılımcıları tarafından kabul edilmektedir.

d) Katılımcıların İMKB'nin Yeni Yapısında Genel Kurul Ve Yönetim Yapısının Nasıl Olması Gerektiği ile İlgili Görüşleri:

İMKB şirketleştiği takdirde şirketin genel kurulunda paydaşların temsil edilmesi gerektiği yönünde bir eğilim bulunmaktadır. Çok sayıda katılımcı, genel kurulu yeni yapıdaki borsanın işleyişi ile ilgili bütün yönlendirici kararların alınacağı merci olarak görmek istemektedirler. Bu gruptaki piyasa katılımcıları, şirketleşen bir borsada genel kurulda kamu hakimiyeti olmaması gerektiğini belirtmişlerdir. Yönetim kurulunun da genel kurula benzer yapıda olması, diğer bir deyişle yönetim kurulunu genel kurulun seçmesi gerektiğini dile getirmişlerdir. Burada katılımcıların bazıları tarafından yönetimde kamuyu temsil eden bir üyenin de olması gerektiği vurgulanmıştır. Ayrıca yönetim kurulunda bağımsız üyelere yer verilmesi ve aracı kuruluşları temsilen TSPAKB'nin yer alabileceğini dile getirilmiştir.

Yönetim Kurulu Başkanının belirlenmesi konusunda piyasa katılımcıları farklı görüşler ifade etmişlerdir. Çoğunluk, yönetim kurulu başkanını genel kurulun seçmesi yönünde görüş bildirirken, bir grup bu konuda kamunun söz sahibi olması gerektiğini savunmuşlardır.

4) İMKB'NİN YENİ YAPISINA İLİŞKİN BİR MODEL

A) Borsa'nın Anonim Şirket Olarak Yapılandırılması

Yapılan çalışmalarda, son yıllarda menkul kıymetler borsalarının, dünyada, şirketleşmeye doğru gittiği, bu trendin felsefî ve yapısal anlamda kolaylıklar sağladığı gözlemlenmektedir. Ayrıca, 3. Bölümde incelendiği gibi, şirketleşen borsaların performanslarının şirketleşme yoluna gitmemiş borsalara oranla daha yüksek olduğu gösterilmişti. Diğer bir ifadeyle şirketleşme, borsaların performansını olumlu yönde etkilemektedir. Bunu, bu yolu benimseyen borsaların, şirketleşme sonrasında piyasa değerlerinde ve işlem hacimlerinde bir artışın ortaya çıkması şeklinde gözlemek mümkündür. Nitekim, Stockholm, Helsinki, Kopenhag, İtalya, Oslo, Tokyo, Filipinler ve Budapeşte Borsalarında şirketleşme sonrasında bu trendi izlemek mümkündür.

Özel hukuk tüzel kişisi bir borsanın, kamu tüzel kişiliğinden daha bağımsız davranabildiği ve hem ülke bazında doğan gereksinmelere, hem de global gelişmelere daha kolay ayak uydurma imkânına sâhip olduğu görülmektedir. Yapılan anketlerde de bu husus büyük kabul görmüştür. Global dünyada uygulanan ekonomik gelişmeler ve hukukî uygulamalar, “liberal ekonomik anlayış”ı işaret etmekte; gelişmiş ekonomilerde borsaların verileri o ülkeye ilişkin ekonomik bir gösterge olarak algılanmakta; menkul kıymet satın alan ve satanlarla bunlara aracılık eden kişiler devletçi zihniyetten uzak, piyasa şartlarının hâkim olduğu liberal düzenlemeleri, ortamın tarafsızlığı açısından tercih etmektedirler. Kamu tarafından vâzedilen kuralların genelde serbest pazar ekonomisiyle bağdaşmaması ve menkul kıymet ticaretinin desteğiyle sermaye piyasalarının yaygınlaştırılması, âtil veya yararlı olmayan alanlardaki yatırımlar yerine, tasarrufların semereli konulara kanalize edilmesi üzerine ekonomik kalkınmaya yeni fonlar kazandırılması, borsaların da özel hukuk tüzel kişiliğine sâhip olmasını gerektirmektedir.

Bu noktada, üzerinde bir an durulması gerekli husus ise, bu özel hukuk tüzel kişiliğinin (yasa ile kurulmuş bir kurum) mu? yoksa yine (özel kanunla kurulmuş bir anonim şirket) mi? olduğu hususudur.

Ülkemizde, anayasal çerçevede içinde, özel bir yasa ile kurulabilecek bir borsa kurumu ile yine özel bir yasa ile kurulabilecek anonim şirket biçimindeki bir borsa arasında az da olsa farklılıklar ortaya konulabilir. Anonim şirkette, özel yasaya konulabilecek özel hükümler dışında, borsa için TTK'nun, Borsa yasasının özel hükümleri hâricinde kalan hükümlerini uygulama zorunluluğu olacaktır. Bunun yanında, borsanın bir sermaye şirketi niteliğiyle, pay senetlerinin yerli ve yabancı yatırımcılara da satılabilmesi imkânı vardır. Belli kontenjanlar içinde dahi olsa, ortakların bilgi ve deneyimlerinden yararlanma, borsa için vazgeçilemeyecek önemli bir nokta teşkil edecektir. Öte yandan, yasa ile özel hukuk hükümlerinin uygulanacağı özel hukuk tüzel kişisi bir “kurum” kurulduğu takdirde; Devlet'in bir yasa değişikliği ile, gelecekte tüzel kişiliğe tanınan imkânlar üzerinde oynaması ihtimâlini ileri sürecektir. Bu telâş ve tereddütlerin, borsanın gelişmesini yavaşlatması her zaman mümkün olabilecektir. Anonim şirket hâlindeki borsada ise “hak sâhibi” olabilecek ortakların, borsanın bağımsızlığını koruma savaşımı vermeleri, her şeyden önce kendi menfaatleri icabıdır ve özel yasanın, politik rüzgârlarla gelişigüzel değiştirilme olasılıkları da, karşısında müktesep haklarla donatılmış bir mücadele grubu bulabilecektir.

Bu nedenlerle, İMKB'nin Dünya'daki günümüz trendinin işaret ettiği yolda anonim şirket olarak düzenlenmesi; bu anonim şirketin, borsaya has ve borsanın güvenliğini sağlayan çeşitli hükümlerle

donatılarak (özel hukuk kurallarına tâbi, özel hukuk tüzel kişisi bir anonim şirket) hâlinde organize edilmesi gerektiği sonucuna varılmaktadır.

İMKB, Dünyadaki çeşitli krizlere rağmen Türkiye'nin oluşturduğu ekonomik, finansal ve hukukî ortam içinde, Yurtdışı yatırımcıların ilgisini çekebilecek bir şekilde, istikrarlı bir Hükûmetin ekonomik politika uygulamalarının sağladığı güven unsuru dolayısıyla, belirli bir yol kat etmiştir. Borsanın en büyük gereksinimi, kanımızca ve anket sonuçlarına göre güven unsurunun devamlı olmasıdır. Ancak, mevzuatın, gelişmekte ve değişmekte olan Dünya finansal uygulamalarına uymakta zorlanması ve mevzuatla Borsa'ya tanınması gereken özel imkânların, genel kamu hukuku nizamına bağlanması eğilimi dolayısıyla Borsada yapısal bir yenilenmeye ihtiyaç duyulduğu görülmekte ve yapılan anket ve araştırma sonuçlarından da bu husus anlaşılabilir.

Gerek piyasa katılımcılarının görüşleri, gerek dünyadaki trend ve bizim çalışma ekibi olarak tespitlerimiz sonucunda İMKB'nin yeniden konumlandırılması çerçevesinde yeni bir yasa da öngörülebilir yapısal değişim ve düzenleme esaslarını kısaca şöyle özetlemek mümkündür:

a) Yapısal Biçim

İMKB'nin, bir anonim şirket biçiminde organize edilmesi yararlı olacaktır. Bu anonim şirketin ilke olarak özel hukuk hükümlerine tâbi bir özel hukuk tüzel kişisi olarak kurulması ve başarılı olması için, ancak işlevinin özelliği dolayısıyla, yasa ile sağlanan, belli kamusal imkânlarla donatılması gerektiği sonucuna varılmaktadır.

b) Ortaklar

Anonim şirketin pay sâhipleri, esas itibâriyle hâlen Borsa üyesi olan aracı kurumlar ve bankalar olmalıdır. Şirketleşen borsaları incelediğimiz 3. Bölümde de belirtildiği gibi, borsaların ortakları ve kurucuları olarak o borsalarda işlem yapan aracı kuruluşlar (üyeler) belirlenmiştir.

Pay senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıklar ile yatırımcıları temsil edecek bir mekanizmanın Yasa ile belirlenmesi ve cüz'i oranlarda pay sâhibi kategorisinde yer almalarının sağlanmasında yarar görülmüştür. Kamudan mülkiyet anlamında ayrılarak kamu varlık ve imkânlarıyla donatılacak Borsa Anonim Şirketi'nin ilk kuruluş yıllarında, kamu payları elden çıkarılıncaya kadar Hazine Müsteşarlığı paydaş durumunda bulunmalıdır.

Kullanım koşullarının ve verdiği veto hakkının sınırları Yasa ile belirlenmek kaydıyla, bir "altın hisse" ihdas edilebilir, mülkiyeti Hazine'ye bırakılmakla birlikte bu hisseyle ilgili hakların kullanılması, kamu tarafından atanacak bir Başkana veya Sermaye Piyasası Kurulu (SPKu.)na tahsis edilebilir.

Yeni Türk Ticaret Kanunu uyarınca, İMKB Anonim Şirketi'nin de bütün anonim şirketler gibi kendi hisse senetlerine %10'a kadar sâhip olmasının mümkün olması dolayısıyla, Hazine elinde bulunması öngörülebilir pay senetlerinden bir bölümünün İMKB'ye devredilmesi hâlinde, Borsa'nın da bu senetler elinde bulunduğu sürece, uygulamada ortak pozisyonunda genel kurulda yer alması düşünülebilir.

c) Malvarlığı

İMKB'nin malvarlığının kamu malvarlığı niteliğinde olduğu çalışmanın ilk bölümlerinde belirtilmişti. Bu durumda, bir yasa ile kamu kurumu mâhiyetindeki borsanın, yine bir yasa ile örneğin, özel hukuk tüzel kişisi bir anonim şirkete dönüştürülmesinde, borsa varlıkları ve borsa işletmesi açısından

herhangi bir haklarının bulunmadığı değerlendirilmelidir. Kamunun “kendi” kurduğu borsada faaliyet yapma yetkisi verdiği ve kazanç imkânı sağladığı kişilerin –tâbir caizse- “borsa işletmesi” üzerinde bir hakları olduğu düşünülemez. Bu durumda, mevcut borsanın ortadan kaldırılarak yeni bir yasa ile teşkil edilebilecek borsaya devredilmesi düşünülecek borsa varlıkları üzerinde, üyelerin mülkiyet anlamında hakları bulunmadığı düşünülmektedir. Hukuken, mevcut üyelerin, kazanılmış hakları olarak, mevcut borsanın tüzel kişiliği sürdüğü sürece -düzenlemelere uygun davranmak kaydıyla- isterlerse üyelik niteliklerini muhafaza etmeleri düşünülebilir. Ancak, hukukî açıdan herhangi bir mülkiyet hakkına sahip olmadıkları açık olsa dahi, uzun yıllar belli koşulları yerine getirerek Borsa'nın gelişmesine yardımcı olan aracı kuruluşların, kendilerine tanınmış eşit (üye)lik niteliğini kaybederek, belli miktarda bir paya sahip ortak durumuna gerilemeleri de söz konusudur. Hâlihazır durumda Borsa kuruluşunun genel kuruluna girerek eşit oyla genel yönetime katılan üyelerin, bir anonim şirkete dönüşecek Borsa A.Ş. genel kurulunda, elde edebilecekleri oranda bir payla çeşitli derecelerde söz sahibi olmaları ve koydukları sermaye kadar etkin olmaları durumu ile karşı karşıya gelmektedir. Adalet duygusu; Borsa üyelerinin, hizmetleriyle Borsa'nın hayatini sağlayan bir bölümünü, oluşturdukları hesaba katılarak, sembolik de olsa, bu manevî kayıplarının giderilmesi için bir payla ödüllendirilmelerini haklı kılabilmektedir. Bu şekilde ayrılacak bedelsiz sermaye payının da, dağıtımında, adaletli bir ölçü kullanılması uygun olacaktır. Kaldı ki, Yüksek Denetleme Kurulu'nun 2007 Yılı Denetim Raporunda ve 2007 Yılı Hesap ve İşlemlerini İncelemekle Görevli TBMM Kamu İktisadi Teşebbüsleri Komisyonu Alt Komisyon Raporunda “İMKB, tahsis edilmiş bir sermayesi bulunmayan ve tüzel kişiliği haiz bir kamu kuruluşu olarak kurulmuş olup, kuruluş aşaması giderlerini, üyelerden tahsil edilen üyelik giriş aidatı gelirleriyle karşılamış, varlıklarını da daha sonra elde ettiği gelir gider olumlu farkları ile edinmiştir.”⁷²ifadesinin yer aldığı gözlemlenmektedir. Bu ifadeler de borsa üyelerine belli bir oranda bedelsiz verilmesini haklı gösterebilmektedir. Malezya Borsası KLSE'de her paydaş grubuna borsanın gelişmesi ve büyümesine yaptıkları katkı oranında bedelsiz hisse verilmiştir.

Herhangi bir kamu tüzel kişinin mülkiyetindeki kamu mallarının, mülkiyetinin, başka kamu tüzel kişilerine ve hatta gerçek kişilere intikal ettirilmesi olanakları bulunmaktadır. Bunlardan, konumuz itibarıyla uygun olanı, TBMM'nin yapacağı İMKB'yi şirketleştiren “özel” kanunda, mevcut taşınır-taşınmaz kamu malı olan ve de olmayan mal varlığının “İMKB” özel hukuk tüzel kişisine veya anonim şirketine intikalini sağlayacak düzenlemeyi yapmak olacaktır.

d) Sermaye

A.Ş. olarak örgütlenecek yeni borsaya mevcut İMKB malvarlığından, faaliyetini eksiksiz yürütebilmesi için tahsis edilecek gerekli varlık ve nakitten oluşacak malvarlığının karşısında yer alacak sermaye için gruplar oluşturulabilir. Ayrıca sermayenin belli gruplara dağılımı, yabancı yatırımcıların pay satın almaları, kontrolün bir grubun eline geçmesini engelleyici önlemler ve pay devirlerinde sınırlamalar gibi hükümler de getirilebilir. 3. B. d) Bölümünde de ele alındığı gibi bazı borsalar da pay sahipliği sınırlaması getirmişlerdir. Avustralya Menkul Kıymetler Borsası'nda (ASX) ortaklık hakkı % 15 ile sınırlandırılmıştır. Bu oran Singapur Borsası'nda (SGX) % 10, Hong Kong Borsası'nda (HKEx) % 5 ve Tokyo Borsası'nda (TSE) ise yine % 5'tir. Filipinler Borsası'nda (PSE) bireysel yatırımcılar ve şirketler için % 5, büyük şirketler ve holdingler için % 20 olarak belirlenmiştir. Ortaklık hakları üzerinde

⁷² Yüksek Denetleme Kurulu 2007 Yılı Denetim Raporu, 2007 Yılı Hesap ve İşlemlerini İncelemekle Görevli TBMM Kamu İktisadi Teşebbüsleri Komisyonu Alt Komisyon Raporu

sınırlandırma, borsanın başka bir borsa tarafından ele geçirilmesine de engel olabilmektedir. Ayrıca, pay devirlerinde sınırlama getirilmesine Kopenhag Borsası'nda rastlamak mümkündür.

Başlangıçta kamunun elinde bulunan payların satışı konusunda gerek zaman, gerek süreci öngören düzenlemelere ihtiyaç olacaktır. Başlangıçta kamuda bulunan payların devir süreci ve süresinin iyi belirlenmesi ve bunun uzamaması gerekmektedir. Bu sürenin uzaması bir alışkanlığa dönüşüp Borsanın bir KİT olması durumunu doğurabilecektir. Böyle bir durumda borsanın şirketleşmesi yoluyla sağlanacak faydanın ortadan kalkması durumu ortaya çıkacaktır.

e) Paylarda Grup Teşkili

Sermayenin (A), (B) ve (C) gruplarına bölünerek esas sözleşmede ifadesini bulması mümkün olabilir.

(A) grubu tek kupür "altın hisse" olarak ifade edilen bölümden ibaret olabilir,

(B) grubunda aracı kurumlar ve bankalara bedelsiz tahsis edilebilecek ve satılabilecek pay senetlerinin yer alması; Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (=TSPAKB)'ne tahsis edilmesi önerilen pay senetlerinin de (B) tipi olması,

Yasal bir zorunluluktan kaynaklanmasa da vicdani veya ahlaki bir bakış açısıyla aracı kurum ve bankalar ile TSPAKB'ne %10 a kadar bedelsiz pay verilmesi yerinde bir görüş olacaktır. Ayrıca bu kurumlar bedel karşılığı başka paylar da satın alabilirler.

(C) grubunda ise, Hazine elinde bulunacak pay senetleri ile halka arz edilmiş kontenjanda yer almış senetlerin bulunması

...düşünülebilir.

(C) grubu pay senetlerinin kısıtlı olarak İMKB A.Ş.'yi "anonim şirket olarak ilgilendiren" hususlarda genel kurul kararlarında oy kullanabilmesi veya (C) grubu senetlerinin oydan yoksun olabilmesinin Yasa ile temin edilmesi düşünülebilir.

Bir alternatif olarak (C) grubu olarak yukarıda nitelendirilen Hazine payları ve halka arzdan elde edilen payların iki ayrı gruba bölünmesi ve Hazine elindeki pay senetlerinin (C) grubu, halka arzedilen senetlerin ise (D) grubu olarak nitelendirilmesi de mümkün olabilir.

f) Genel Kurul

Bir anonim şirkette genel kurulun toplanma ilkeleri Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nda düzenlenmiştir. Borsa A.Ş.'nin de bu kuralları uygulaması söz konusudur. TTK'na nazaran özel kanun niteliğinde olacak Borsa A.Ş. Yasasında konulacak ve TTK hükümlerinden önce uygulanması söz konusu olabilecek düzenlemeler önemlidir.

Kanımızca, genel kurulun her gündem maddesi için esas itibariyle aracı kurumlar ve bankaların veya bu grupları temsilen kendisine tahsis yapılmış olan TSPAKB elinde bulunan pay senetleri sahiplerinin oy kullanabilmeleri düşünülmektedir. Bu paylar (B) grubunu teşkil etmelidir. Bu grupla beraber veto söz konusu olabileceğinden "altın hisse"yi elinde bulunduran tüzel kişi de oy kullanabilmelidir.

Buna karşılık, Hazine ve halka arzdan pay senedi elde etmiş ortakların sâdece (Borsa'nın anonim şirket kimliğine ilişkin konularda) oy kullanması, Yasa ile sağlanabilir. Bu hususun gerçekleştirilmesi zor olarak nitelendirildiği takdirde, (C) grubunu teşkil edecek pay senedi sahiplerinin, edindikleri senetlerin (oydan yoksun) hâle getirilmesi de düşünülebilir.

g) Altın Hisse

Genel kurulun bazı yetkilerinin sınırlandırılması konusunda bir altın hisse oluşturulması ve bu hisseye veto yetkisi verilmesi bir model olarak düşünülebilir. Böyle bir durumda SPKu.na Devlet tarafından tahsisi düşünülebilecek altın hissenin sağlayacağı imtiyâz ve bu imtiyâzın sınırlarının iyi belirlenmesi ve kamunun Borsa işlerinde düşünülen ağırlığını artırmaması gerekir. Bu altın hisseyi, kamu tarafından atanmış Borsa Başkanı kullanabileceği gibi bu yetki kamuda bir kuruma da verilebilir.

Ancak, altın hisseyi elinde bulunduran kişinin bazı veto haklarına sahip olması da kaçınılmazdır. Altın hissenin genel kurulda, gerektiğinde konuları veto etmesi mümkün olabilmelidir.

Veto; ancak:

- Genel Kurul'un yasalara aykırı kararlarında,
- Hükûmetçe alınmış kararlara aykırılıkta,
- İMKB Yasası ve Yönetmeliği'ne aykırı genel kurul kararlarında
- ...uygulanabilmelidir.

Bu hususlar dışındaki SPKu. ile Borsa Genel Kurulu kararları arasındaki anlaşmazlıklarda İMKB Danışma Konseyi mekanizması ile çözüme gidilmesi bir yol olarak düşünülmektedir. Bu arada belirtilmesi gereken bir nokta, da dünya uygulamasında "altın hisse"ye rastlanmadığıdır.

h) Esas Sözleşme ve İMKB Yönetmeliği

Her anonim şirketin bir esas sözleşmesi vardır. Kanunla kurulan anonim şirketlerin de Türkiye'deki uygulama ve anlayış dolayısıyla esas sözleşmeleri bulunmaktadır.

Esas Sözleşme içinde, Borsa A.Ş.'nin amaç ve işlevlerinin yer alması doğaldır; ancak teknik hususların ve genel düzenlemenin İMKB Yönetmeliği'ne bırakılması uygun olacaktır. Esas sözleşmede şirket gereksinimlerine cevap verecek hükümlerin, bazı yasal düzenlemelerin daha iyi anlaşılmasını sağlayacak açıklayıcı maddelerle birlikte yer alması düşünülebilir.

Esas sözleşme ve İMKB Yönetmeliği dışında, borsayı bağlayıcı başkaca üst mevzuat düşünülmemesi hususu Yasa'da yer almalı ve gelişmiş ülkeler trendi de nazara alınarak mevcut genel yönetmeliklerden vazgeçilmelidir. Ekonomik olarak gelişmiş ülkelerde tek borsaya doğru bir gidişin var olduğu bilinen bir husustur. Bu durumda genel yönetmelik içinde, menkul kıymetler borsasını ilgilendiren önemli hükümlerin İMKB Yönetmeliği'ne nakledilmesi uygun olacaktır.

İMKB Yönetmeliği, Borsa Genel Kurulu'nda kabul edildikten sonra, SPKu.nun onayı ile nihaî şekilde yürürlüğe girmelidir.

Borsa'nın işlem yönetmelikleri bir iç yönetmelik anlayışı ile Borsa Genel Kurulu'nca onaylanarak yürürlüğe konulabilir.

i) Yönetim Kurulu ve Başkanı

Yönetim Kurulunun hem şirket ortaklarının hem de piyasa ve kamunun çıkarlarını dikkate alacak bir yapıda oluşturulması kaçınılmazdır. Konuya bu açıdan bakınca üye sayısının, Başkan dâhil, yedi kişi olarak düzenlenebileceği düşünülebilir. Yönetim Kurulunun başkanlığı konusunda iki görüş

mevcuttur. Birinci görüŖe göre bütün anonim Ŗirketlerde olduğu gibi BaŖkanı Genel Kurul seçer. Yönetim kurulu baŖkanı, Avustralya ASX, Hongkong HKeX, Tokyo TSE, Londra LSE, Atina Helex Borsalarında genel kurul tarafından seçilmektedir. Diğer görüŖe göre ise, bu görevi kamu otoritesi tarafından belirlenen bir baŖkan üstlenmelidir. Malezya KLSE Borsası'nda Yönetim kurulu baŖkanı kamu tarafından atanmaktadır.

Yönetim Kurulu Üyelerinden dördü TSPAKB'nce gösterilecek sekiz aday arasından; ikisi aracı kurumlar ve ikisi bankaları temsilen genel kurulca seçilebilir.

Bir üye, hisse senetleri Borsa'da işlem gören Ŗirketleri temsilen T. Odalar Birliği'nin göstereceği iki aday arasından; bir üye de borsa yatırımcılarını temsilen İstanbul Ticaret Odası Yönetim Kurulu'nca belirlenen iki üniversite öğretim üyesi arasından, yine genel kurulca seçilmelidir. Burada alternatif bir model olarak aracı kuruluş temsilcileri dışında konuyla ilgili bir veya iki bağımsız üyenin, son yıllarda çokça görmeye aĐıŖtıĐımız bir trend doğrultusunda ve SPKu'nun 11.10 2011 tarihli Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İliŖkin Seri IV no 54 Tebliği'nde öngöröldüğü üzere bağımsız üyelerin de borsa yönetim kurulunda yer almalarına imkan verilebileceğidir. Seçilecek iki üniversite öğretim üyesi, bağımsız üye niteliğindeki üyeler olarak da düşünölebilir. Filipinler PSE, Singapur , Tokyo TSE, Londra LSE, Atina Helex ve Toronto TSE Borsalarının yönetim kurullarında bağımsız üyeler görev yapmaktadır.

Önerilen sistemde, böylelikle, kamu tarafından seçilmiş ve Borsa'da tüm menfaat gruplarının güven duyduğu bir BaŖkan bulunmaktadır. Hâlihazır Genel Yönetmelik, yönetim kuruluna öncelik tanımış ve (yönetim kurulu, yürürlükteki mevzuata göre yetki alanına giren konularda tam yetkilidir; bu yetkiler genel kurulca kısıtlanamaz) hükmünü getirmiŖtir. Görölen odur ki, mevzuattaki tüm düzenlemelere rağmen, genel kurul önemsenmemekte, genel kurul kararları SPKu.nca deĐiŖtirilebilmekte ve yönetim kuruluna tanınmış yetkiler de genel kurulca sınırlanamamakta, Devlet tarafından atanan BaŖkan'ın güçlü ve dengeli yönetimi ile Borsa, hizmetlerine devam edebilmektedir. İster bu modelin devam ettirilmesi, ister yeni bir modelin tercih edilmesi hâlinde, genel kurulun yetkilerinin öne çıkarılmasının, piyasa ve uluslar arası borsa câmiasındaki geliŖmelere daha kolay ayak uydurulması sonucunu verebileceği düşünölmektedir.

Borsa baŖkanının, kamu tarafından ayrıca özel bir usûlle atanması hususu KHK/91'de açıkça belirtilmemiŖtir. Genel Yönetmelik hükmü ise açık Ŗekilde, BaŖkan'ın niteliklerini belirtmiş ve SPKu.nun teklifi üzerine müŖterek yâni üçlü kararname ile atanması hususunu düzenlemiŖtir.

Bir kamu borsası niteliğinin sürdürölmesi hâlinde, Borsa baŖkanının, mevzuattan böylesine bir güç alarak Borsa'yı yönetmesi kanımızca uygundur. Borsa modelinin, Dünyadaki liberal eğilimlere uygun olarak özel hukuk hükümlerinin hâkim olacağı bir duruma getirilmesinde de, borsa gibi hassas bir ekonomik birimin baŖında, kamusal veya borsaya iliŖkin deneyimlere de sâhip bir kiŖinin bulunmasında yarar görölmektedir. Özel bir kanunla ortaya konulacak modelde, mümkün olduğunca özel hukuk tüzel kiŖiliĐinin verebileceği yönetsel imkânların sağlanarak bir kamu tüzel kiŖiliĐi ihdas edilmesi mümkün olabilir. Ancak bu modelin tersinin düşünöbilmesi daha uygun olabilir. Özel hukuk tüzel kiŖisi olarak bir özel yasa ile oluşturulacak bir Borsa'nın, anonim Ŗirket veya bir kurum Ŗeklinde düzenlenebilmesi hususu incelendiğinde, Devlet adına bir gözetim ve denetim makamına yardımcı, güçlü bir kamusal kiŖinin Borsa'nın baŖında bulunması tercih edilebilir. Bu tercihin, Borsa komiserliği müessesine de ihtiyaç bırakmayacağı söylenebilir. Gerçekte, Borsa mevzuatında bulunmasına rağmen, borsa komiserliğine, ilk günden beri, Bakanlık, SPKu. ve Borsa tarafından ihtiyaç duyulmadığı ve gelmiş geçmiş tüm Hükümetlerce aynı fikrin benimsendiği görölmektedir. Komiser yerine yetkili ve

etkin bir Başkanlık modelinin orijinal bir mâhiyet gösterdiği söylenebilir ve bu tarzın “Türk modeli” olarak adlandırılması da mümkündür. Kanımızca hâlen yürürlükte olan Başkanlık modelinin yeni sistemde de devam ettirilmesi uygun olacaktır.

Borsa yönetim kuruluna, yatırımcıları ve halka arzda bulunmuş şirketleri temsilen birer üyenin katılmasında yarar görülmektedir. Her ne kadar tarafsız kişiliği ile bu grupların haklarını Borsa Başkanı'nın savunabileceğini düşünmek mümkünse de, yeni TTK'da, halka açık şirket yerine (borsada işlem gören şirket) kavramının öne çıkarıldığı da düşünülerek, bu tür şirket temsilcilerinin küçük bir oranda da olsa genel kurulda yer alarak yönetim kuruluna bir üye seçmelerinin sağlanması, uluslararası anlayışa ve piyasa dengelerinin sağlanmasına yardım edecektir. Hazırlanacak yeni Borsa Yasasında bu hususun temin edilmesinde yarar görülmektedir. Aynı yaklaşımın yatırımcıların temsil edilmesi imkânı için de benimsenmesi ve gerekirse gelecekte bir sermaye piyasası kurumu niteliğinde bir (yatırımcılar kulübü) veya (yatırımcılar birliği) tesis edilmesiyle konunun çözümlenmesi yararlı olabilecektir.

Bir diğer seçenek olarak:

Borsa Başkanı'nın üçlü kararname yoluyla atanmasının benimsenmesi halinde, bu atamanın doğrudan doğruya Devlet'e bırakılması yerine, prosedüre özel hukuk tüzel kişilerinin temsilcilerinin de katılmasıyla, konunun daha dengeli hale getirilmesi uygun olabilir. Bu konuda, hâlen uygulamaya pek intikal edememiş Borsa başkanını (inha) yetkisine sahip olan Sermaye Piyasası Kurulu yerine, Yasa ile özel bir komite yaratılması, özel hukuk tüzel kişisi olacak Borsa'nın bünyesine daha uygun bir mâhiyet gösterebilir. Yasa'da, Başkan adaylarının değerlendirilmesi aşağıdaki şekilde oluşacak Komite tarafından yapılarak en çok 3 Başkan Adayı'nın tespit edilmesi ve Hükümetlerce bu 3 adaydan birinin Borsa Başkan adayı olarak üçlü kararname ile atanması sağlanabilir.

Komite'de:

- Aracı Kuruluşlar dışındaki Sermaye Piyasası Kurumlarını temsilen Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Başkanı
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB) Başkanı
- Aracı kurumlar taraflarından belirlenecek 2 Aracı Kurum temsilcisi
- Bankalar tarafından belirlenecek 2 Banka temsilcisi
- Borsa'da işlem gören A.Ş'leri temsilen TOBB Başkanı
- Borsa yatırımcılarını temsilen İstanbul Ticaret Odası Yönetim Kurulu'nca seçilen bir üniversite öğretim üyesi

...olarak 9 üye yer alabilir.

Kurulmuş komitelerle Yönetim Kurulu arasındaki koordinasyon Başkan'ca sağlanmalıdır.

Borsa Başkanı'nın geçici olarak görevde bulunmadığı hallerde, Borsa Başkanı'na verilmiş olan görev ve yetkilerin yürütülmesi, vekâlet bıraktığı Başkan Yardımcısı tarafından sağlanabilir. Herhangi bir nedenle Borsa Başkanlığı'nın boşalması halinde yeni Başkan'ın seçilip atanmasına kadar başkanlık yapacak kişi Başkan Yardımcıları arasından Yönetim Kurulu'nca seçilmelidir. Bu toplantıya en yaşlı yönetim kurulu üyesi başkanlık edebilir.

Borsa Başkanı, özel bir kanuna dayanmadıkça resmi veya özel hiçbir görev alamamalı, ticaretle uğraşamamalıdır. Ortaklıklarda mevcut paylarını, Mahkemece tayin olunacak bir kayyım devretmek

ve bu varlığın yönetimine karışmamak zorunda olmalıdır. Hayır dernekleri ve amacı sosyal yardım ve eğitime yönelmiş konulardaki görevlerin ve kâr amacı gütmeyen kooperatif ortaklığının bu hükmün dışında tutulması tabiidir.

İMKB Başkanı üçlü kararname ile beş yıl için atanabilir.

Borsa Başkanlığı'na aday gösterilebilmek için yüksek öğrenim görmüş, borsa, bankacılık, iktisat, maliye, veya hukuk alanlarında bilgi ve en az 15 yıllık tecrübe sahibi Türk vatandaşı olmak, kamu haklarından yasaklı ve yüz kıırtıcı bir filden dolayı hükümlü bulunmamak, iflas etmemiş ve konkordato ilan etmemiş olmak gerekli olmalıdır.

Bunların dışında çok sayıda piyasa katılımcısının önerdiği ve bir çok ülkede uygulanan model olarak Borsa başkanının, tamamen genel kurulun iradesine bırakılması da bir yoldur. Ayrıca, yukarıda belirtilen "Başkan adayı belirleme komisyonu" tarafından önerilen adaylardan birinin genel kurul tarafından seçilmesi de bir modeldir. Böyle bir durum, çok sayıda sermaye piyasası katılımcısı tarafından da önerilmiş olup, genel kurulun önemini artırıcı olmaktadır.

Böyle bir durumda, Borsada güven konusu mevzuat ile düzenlenecektir.

j) Genel Kurul'da Bulunma

Borsa A.Ş. ortaklar genel kuruluna, ortaklık niteliğini haiz kişiler yanında, gözlemci olarak Sermaye Piyasası Kurulu ve sair sermaye piyasası kurumlarının temsilcilerinin dinleyici statüsünde katılmalarına imkân verilmelidir.

k) Borsa İştirakleri

Borsa'nın hâlen önemli olan iştirâklerine bir göz atıldığında:

- Takasbank
- Merkezî Kayıt Kuruluşu
- Vâdeli İşlemler Borsası

... ile karşılaşmaktadır.

Her üç kuruluşun da Borsa ile yakın ilişkisi bulunmaktadır.

Borsa, bir anonim şirket hâline dönüştüğünde bu kuruluşlarla ilişkilerin devamının sağlanması gerekecektir. Bu durumda da, hem İMKB sermayesi açısından hem de iştirâk edilen kuruluşta, sermaye katkısı oranlarının Yasa'da belirlenmesi uygun olacaktır.

Ancak VOB açısından İMKB-AŞ'nin iştirâkine bir sınırlama getirilmemesi veya %51 oranından aşağı düşünülmemesinde yarar görülmektedir. Zira, Dünya'nın gelişmiş ekonomilerinde bu vadeli işlem borsalarının bağımsız olmasından çok, menkul kıymet borları, diğer bir deyişle spot piyasalar ile bir birliktelik içinde bulunması hâkim trend olarak gözlenmektedir. Bu birliktelik menkul kıymet borsalarının değerini ve cazibesini artırmaktadır. Gelecekte giderlerin azaltılarak, işlem masraflarının düşünülmesi ile müşteriler için daha câzip güvenli bir borsa imkânı böylelikle elde tutulabilir. Hükümetlerin tercihi veya ekonomik koşullar dolayısıyla ayrı iki teşekkül hâlinde kalması hâlinde de, önerilen durumun herhangi bir sakıncası bulunmayacağı düşünülmektedir.

l) Kâr Dağıtımı

Anonim şirket esas sözleşmelerinde kâr dağıtımına ilişkin hükümlerin yer alması doğaldır. Ancak, kâr, sermaye şirketlerinde, sermayenin kazancı olarak oluşur. Oysa, Borsa, kendisine Devlet'in verdiği tekel mâhiyetindeki bu imkân dolayısıyla kâr eden bir kuruluş olarak ortaya çıkacaktır. Bu hususun nazara alınarak halka açık şirketler için öngörülmüş temettü dağıtım mekanizmasının aynen uygulanmaması, Borsa A.Ş. için düşünülebilir. Kâr dağıtımının "daha mâkûl esaslara göre" belirlenmesi hususuna Yasa'da yer verilmesi daha uygun olabilir; örneğin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda, birinci ve ikinci kârpayı tutarlarının %6'şardan toplam %12 biçiminde kısıtlanarak hesaplandığı görülmektedir.

m) Olası Çıkar Çatışmaları

Borsa işlemlerinde veya Borsa'ca alınan kararlarda çıkar çatışmaları söz konusu olduğunda, Yasa'da konunun müşteri veya üçüncü şahıs lehine çözümlenmesi gerekliliğine yer verilmelidir.

n) Denetleme Mekanizmaları

Borsa A.Ş.'nin, bir anonim şirket olarak tâbi olacağı denetim mekanizmaları dışında, Yasa ile, ayrıca mâli ve teknik denetime tâbi olması öngörülebilir. Bu denetimin denetim ve gözetim makamı olarak Sermaye Piyasası Kurulu olması gerekir; ancak "denetim" ve "gözetim" kavramlarının ve kapsamının Yasa'da açıkça tanımlarının yapılması elzemdir; böylece Türk ekonomisi üzerinde etkinliği tartışılmayacak bu iki kurumun olası uygulama çatışmalarından uzak, müştereken hizmet vermeleri imkânı elde edileceği düşünülmektedir.

o) Borsa Finansal Tablolarının Açıklanması ve Borsa'ya Gelen Bilgilerin Gizliliği

Borsa'nın finansal tablolarını açıklama yükümlülüğünde bir sınırlama söz konusu olacaksa bu hususun da Yasa'da değerlendirilmesi uygun olabilir.

Borsa A.Ş.'ne gelen bilgilerin gizliliğinin sağlanmasında, kamuyu aydınlatma anlamında yapılacak açıklamalarla ilgili bilgilerle, gizli bilgilerin ayırımına vesile olacak hükümlerin açıkça Yasa'ya yerleştirilmesinde yararlar mevcuttur.

p) Borsa A.Ş.Pazarlarında İşlem Yapabilecekler

Borsa A.Ş. piyasa ve pazarlarında, borsa ortağı olmasalar dahi, aracı kurum ve bankaların, Borsa pazarlarının hepsinde işlem yapabilecekleri, ancak bunun için Borsa A.Ş. Yönetim Kurulu'ndan Borsa üyeliği belgesi almaları gerekeceğine Yasa'da yer verilmelidir.

q) Tahkim Kurulu

Aracı kuruluşlar arasında veya bu kuruluşlarla müşterileri arasında ortaya çıkabilecek ihtilâfların kısa sürede hallininin, Rapor'un başındaki saptamalar bölümünde önerildiği üzere, Yasa'ya konulacak özel hükümler yardımıyla süreler kısaltılarak Hukuk Muhakemeleri Kanunu'nda öngörülen tahkim usûlü ile ortadan kaldırılması yararlı görülmüştür. Konu, Rapor'un ilk bölümünde C/7.5.7 numara altında tartışılmıştır.

r) İMKB Danışma Konseyi

Hazine Müsteşarı, Kalkınma Bakanlığı Müsteşarı, TCMB Başkanı, Özelleştirme İdaresi Başkanı, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Başkanı, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı, İMKB Başkanı, VOB Başkanı, Takasbank Başkanı, Merkezi Kayıt Kuruluşu Başkanı, Aracı Kurumlar Birliği Başkanı ve ayrıca sermaye piyasası konuları ile uygun görülebilecek başkaca kişi veya temsilcilerin katılımıyla oluşacak bir Konsey oluşturulabilir.

Konsey, her 6 ayda bir Borsa Başkanı'nın daveti üzerine toplanarak İMKB'na ve piyasaya ilişkin genel ekonomik değerlendirmeler yapabilir ve ulaştığı sonuçları kamuoyuna açıklayabilir.

s) Sair Hususlar

- Özel hukuk tüzel kişisi Borsa A.Ş.'nin olası ilân ihtiyâçlarının, (resmî ilân) gibi addedilmesi Yasa'da zikredilebilir.
- Yeni TTK'nun 333'üncü maddesinde öngörülmüş bulunan anonim şirketler için Gümrük ve Ticaret Bakanlığı gözetimine ilişkin hususların, Borsa A.Ş. için uygulanmayacağı Yasa'ya dercedilebilir.

t) Borsa A.Ş.nin Tabi Olmaması Gereken TTK Hükümleri

Özel bir yasa ile kurulacak Borsa'nın, özel mâhiyette tasarlanmış bir anonim şirket olacağı açıktır. Bu anonim şirkete ise TTK'nun bazı maddelerinin uygulanmaması gerekecektir. Bu konudaki görüş aşağıda B bölümünde yer almaktadır.

u) Denetçi Raporlarının YK'na Sunulması Zorunluluğu

Bilindiği üzere, 01.07.2012'den itibaren uygulamaya girecek yeni TTK'da, "murakıplık" müessesesi bulunmamaktadır; artık genel kurullarda seçilen denetleme kurulları anonim şirketlerde söz konusu olmayacaktır. Buna karşılık, TTK'da, düzenlenen bağımsız denetçiler ve işlem denetçilerinin yaptığı denetim raporlarının -herhangi bir atlamayı önlemek için- mutlaka YK'nun bilgisine sunulması gerektiği hükmüne yer verilmesi yararlı görülmektedir.

B) Yeni TTK/Borsa A.Ş. Uyumunda Dikkat Edilecek Hususlar

Yeni TTK'nun 330 uncu maddesinde, "özel kanunlara tâbi anonim şirketlere, özel kanun hükümleri dışında, TTK'nun anonim şirketlere ilişkin maddelerinin uygulanacağı" hükmü mevcuttur. Bu durumda, kanunla kurulmuş özel bir Pazar mâhiyetindeki borsanın, kendisinden beklenenler ve fonksiyonları ile TTK'nun anonim şirketler için öngördüğü genel düzenlemeler karşısında uyumunun gözden geçirilmesi gerekmiştir.

- TTK'nun 333 üncü maddesinde, anonim şirket esas sözleşmelerinin değiştirilmesinde veya bazı ilâveler yapılmasında Gümrük ve Ticaret Bakanlığının izninin söz konusu olduğu belirtilmektedir. Borsa bir anonim şirket hâline dönüştüğünde, tüm yasayla kurulmuş anonim şirketler gibi, Borsa anonim şirketinin de bir esas sözleşmesi olacaktır. Bu tür esas sözleşmelerde, Yasa hükmü aynen muhafaza edilmekte ve ayrıca, anonim şirket tüzel kişiliği ile ilgili hükümlere de yer verilmesi gerekmektedir. Borsa esas sözleşmesinde yer alacak, borsa gereksinimleri dolayısıyla zorunlu olan veya şirketin iyi işlemesi için gerekli görülen -kanundan nakledilen hükümler dışındaki düzenlemelerin- Gümrük ve Ticaret Bakanlığının iznine tâbi olmasında bir sakınca görülmemektedir. Ancak Yasa'ya, en çok 15 gün gibi kısa bir

süre içinde bu tür değişikliklerin esas sözleşmeye girmesi açısından Bakanlık çalışmasının bitirilmesi hükmü eklenmeli ve sâdece yasal hükümlerin esas sözleşmeye eklenmesinde izne ihtiyâç bulunmadığı, tescil ve ilânla yetinileceği belirtilmelidir. (TTK. Md. 453).

- TTK.nun 340 ıncı maddesi; esas sözleşmenin, TTK.nun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak yasa ile açıkca izin verilmesi hâlinde sapabileceği hükmünü taşır. Bu durumda, özel kanunla getirilen özel hükümlerin dikkatle Yasa metnine dercedilmesi şarttır.
- Yasa'da, Borsa'nın TTK.nun kuruluşa ilişkin hükümlerine, dolayısıyla işlem denetçisi raporuna tâbi olmayacağını belirtmesinde yarar olabilir. (Md. 351)
- TTK.nun 357 nci maddesinde öngörülmüş olan "pay sâhiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tâbi tutulması" ilkesi karşısında, borsa sermayesinde pay sâhibi olabilecek tüzel kişinin durumunda bir sorun oluşmaması için özel hüküm konulması düşünülebilir.
- Borsa tüzel kişiliği, ortakları ve işlem sâhipleri ile araçlar aleyhine oluşabilecek bir zarara karşı, TTK Md. 361 gereği, Borsa Yönetim Kurulu üyelerinin sigortalanması yerine, özel ve sınırlı bir sigorta öngörülmek suretiyle, TTK hükmü yerine geçebilecek bir sigorta benimsenebilir.
- Yönetim Kurulu üyeliğinin, genel kurul dönemi dışında boşalması hâlinde, TTK.ndaki prosedür yerine, yedek üye sistemi getirilmesi kolaylık sağlayabilir. (TTK. 363)
- Borsa yönetim kurulunda (murahhas üyelik) sistemi bulunmayacağı Yasa'ya dercedilmelidir.
- Borsa A.Ş. pay senetlerinin, objektif bazı kısıtlamalar getirilerek umuma satılması önenebilir ve TTK.nun 379 uncu maddesine göre Borsa'nın kendi paylarını iktisap etmesi hususu -özel hükümler konularak- kabul edilebilir. Borsa A.Ş. hisse senetleri üzerinde spekülasyonun önlenmesi ve Borsa'ya fiat artırıcı baskılar icra edilmesinin önüne geçilmesi uygun olabilir.
- Yönetim Kurulu üyeleri ile Borsa Başkanının TTK.nun 392 nci maddesinde öngörülen bilgi alma ve inceleme yetkileri konusundaki sınırlamalara tâbi olmaması, Yasa ile sağlanmalıdır.
- Yasa'da, Yönetim Kurulu üyelerinin TTK. Md. 396 da öngörülen (rekabet yasağı)na tâbi olmadıkları öngörülebilir.
- Yeni Borsa Yasası'nda özel denetim mekanizmaları oluşturulması zorunluluk olduğuna göre, TTK.nun denetlemeye ilişkin hükümlerinin Borsa A.Ş. için uygulanmayacağı ilkesinin kabulü düşünülebilir.
- Özel denetim mekanizması dolayısıyla, genel kurulda, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı komiserinin bulunmaması öngörülebilir. (Md. 407/3).
- Borsa A.Ş. esas itibâriyle, bir sermaye şirketinin amacı olan kâr etme yerine, piyasada dürüst şekilde oluşmuş fiatlarla alım-satım ve likidite sağlama amacı güttüğünden, azlık haklarının Borsa genel kurulunda kullanılmamasına ilişkin bir hükmün Yasa'ya yerleştirilmesi düşünülebilir. (Md. 411).
- Borsa A.Ş. Genel Kurul gündeminin, TTK'ya bırakılmayıp Yasa içinde detaylı olarak düzenlenmesi rahatlık yaratabilir. (Md. 413).
- TTK.nun 428 ve 429 uncu maddelerinde yer alan (organ temsilcisi), (bağımsız temsilci), (kurumsal temsilci) ve (tevdî eden temsilcisi) gibi hususların Borsa A.Ş. genel kurullarında uygulanmayacağı belirtilerek, Yasa'da Genel Kurul toplantı ve karar nisapları ile ilân edilecek hususlar açıkca düzenlenebilir.
- TTK. 438 inci maddedeki özel denetim isteme hakkının Yasa ile önlenmesi yararlı olabilir.
- Genel kurul kararlarının iptâline ilişkin TTK. 445 inci maddedeki iptal davası açma nisabının %25 gibi bir rakama artırılması düşünülebilir.
- Borsa A.Ş. (iç kaynaklar)dan sermaye artırımı yaptığı takdirde, Yasa'da belirtilmiş sermaye miktarının artmış sayılacağı veya kayıtlı sermaye sisteminin uygulanacağı hususuna Yasa'da yer verilmelidir.

- Borsa A.Ş.'nin borçlanma senedi çıkarıp çıkaramayacağı düşünülmelidir. Çıkarması kabul edilirse, bu takdirde (şarta bağlı sermaye artırım) söz konusu olabileceğinden, bu hususlara da Yasa'da yer verilmelidir.
- Kamu veya bazı kamu kuruluşları için ortak olduklarında imtiyaz söz konusu olacaksa veya (altın hisse) kabul edilecekse, imtiyazların sınırlarına Yasa'da yer verilmesinde yarar olacaktır. (Md. 479).

Diğer bazı düzenleme gereksinimi:

- Uluslararası kabul görmüş "borsa" kavramına ulaşılabilmesi için, kanımızca, 1 inci madde girişindeki (... düzenlemek, uygulamak, uygulanmasının izlenmesine ve geliştirilmesine ilişkin esasları tespit etmek) cümlecığının Yasa'dan çıkartılması, öngörülebiyecek ilişkilerin Borsa Kanunu içinde kamuoyunun daha kolay izleyebileceği bir şekilde düzenlenmesi, bu Yasa içindeki ibârenin ise, "... bankacılık ve sermaye piyasası faaliyetlerini izlemek amacıyla" hâline getirilmesi uygun olacaktır.
- Aynı biçimde, 1 inci maddenin (d) bendindeki aşırı sayılabilecek anlayışın değiştirilerek ilgili hükmün "... bankacılık, sermaye piyasası, menkul kıymetler borsaları ve mâlî sektörle ilgili konularda, ilgili kuruluşların uygulamalarını izlemek ve gerektiğinde fikir alış-verişinde bulunmak ..." hâline ifrâğ edilmesi yararlı görülmektedir. Her hâlükârda, (mevzuatı hazırlamak) ve (uygulamak) kavramlarının târihi misyonunu çoktan yitirmiş ibâreler olduğu ve Hazine Müsteşarlığı'nı düzenleyen Yasa'da yeri olmadığı açıktır.
- Hazine Müsteşarlığı'nın kendisine bağlı olduğu Bakanlığın, Hükümet politikaları açısından sermaye piyasası ve borsa faaliyetlerinin teknik düzenlemesi ve yürütülmesi konusundaki hususlar dışında genel ekonomik anlamda yetkileri olması, kanımızca kaçınılmazdır. Örnek olarak, yabancı menkul kıymetlerin Türk piyasasında alınıp satılmasının ekonomik etkileri ve bu alım-satıma izin verilmesi elbette ilgili Bakanlığın veya bu Bakanlığın muvafakati ile Hazine Müsteşarlığı'nın iznine tâbi olması doğal bir keyfiyettir, ancak bu izin verildiği takdirde, sermaye piyasasında bu alım-satımların teknik anlamda düzenlenmesi ve şartları, piyasa koşulları içinde Sermaye Piyasası Kurulu ve Borsa gibi görevli mekanizmalar tarafından, kamusal yaklaşımlar dışında kararlaştırılmalıdır.
- Borsa'nın temeli olan dürüstlük ve güvenilirliğin devamının sağlanması ve kural ihlallerinin giderilebilmesi için KHK/91'e konulmuş yeni cezaî ve disiplinler hükümlerin bir Yasa ile uygulamaya konulması şarttır. Hâlen, bir KHK ile getirilmiş hükümlerin anayasal açıdan geçerliliği olmadığı açıktır.

SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME

Dünyadaki genel trend doğrultusunda İMKB'nin de yeni bir yapıya kavuşturulması ihtiyacı, dünyanın çeşitli borsalarının yapıları ve şirketleşme süreçleri itibarıyla incelenmiştir. Bu borsalarda şirketleşme ihtiyacı, şirketleşme modelleri, şirketleşme öncesi ve sonrası performansları irdelenmiştir. Bunların sonucunda Türkiye için İMKB'nin özel hukuk normlarında bir anonim şirket türünde yeniden yapılanmasının en uygun yapı olacağı sonucuna ulaşılmıştır.

İMKB'nin yeniden yapılanmasında önemli nokta, kamunun bu yapılanmadan beklentisidir. Beklenti, İMKB'nin özelleştirilerek kamuya kaynak yaratması ise bu durumda kamunun genel kurula müdahale etmemesi, yönetim kurulu başkanı ve üyelerini genel kurulun seçebileceği bir yapının oluşmasına imkan verilmesidir. Bu durumun benimsenmesi halinde borsanın faaliyetlerinde kamu veya ülke çıkarları genel bir yönetmelik veya kanun ile düzenlenebilecektir. Doğal olarak bu yapıdaki bir borsaya yatırımcıların ilgisi de en yüksek düzeyde olacak ve böyle bir durumda borsanın şirket değeri de en yüksek tutara ulaşabilecektir. Bu noktada kritik soru, yeni borsanın satışının kimlere, hangi yöntemle yapılacağıdır. Yabancıya satışın sınırlanması, bir yatırımcının alabileceği paya sınır getirilmesi gibi kısıtlar borsanın şirket değerini azaltıcı unsurlar olacaktır.

Diğer taraftan kamunun borsanın yeni yapılandırılmasından beklentisi, etkinliğinin ve rekabet gücünün artırılması ise bu durumda, şirketleşmenin özel veya kamu hukuku statüsünde olması, genel kurulun yetkileri, yönetim kurulu başkanı ve üyelerinin seçimi çok önemli değildir. Bu durumlarda borsanın hisse senetlerine yatırım yapacak yatırımcıların ilgisi daha düşük düzeyde olacak ve borsanın şirket değeri ulaşabileceği maksimum değer altında oluşacaktır. Ancak burada önemli bir nokta da, borsayı yeniden yapılandırırken yeni bir KİT yaratmamaktır.

Oluşturulacak yeni borsanın yönetim kurulu başkanı, ister genel kurul ister kamu tarafından atansın, önemli olan atanma-seçilme şekli olmayıp, kendisinin bu konulara hakim, bilgili ve iyi bir yönetici olmasıdır. Ancak diğer yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesi, diğer bir deyişle genel kurulun yetkileri, iki yöntem arasında ayırıcı, belirleyici unsur olacaktır.

02/11/2011 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan KHK/662'nin 74 üncü maddesi ile 91 sayılı KHK'da yapılan değişiklik, esas itibarı ile, Hükümet'in tercihinin, yönetim kurulunun çoğunluğunun kamu tarafından belirlendiği bir kamu borsası yapılanması olduğu sonucunu vermiştir. Böylelikle, kamu/özel arası dengenin, Borsa içinde kamu lehine belirlenmesi, İMKB'nin geleceği açısından yeni bir aşamadır. Devlet idaresi gereklilikleri açısından, bu yönelmenin mutlaka gerekçeleri vardır; ancak Dünya trendleri ve Türkiye'deki tecrübeler yönünden, bu çalışmada varılan sonuçların, kısa sürede ele alınmasının mümkün ve yararlı olacağı düşünülmektedir.

Son olarak, bu çalışmanın tamamlanmasın Hükümet'in İMKB yönetimi için bir tercih belirtmesi sonrasına denk geldiğini belirtmek isteriz. Ancak, bu durum hiçbir şekilde çalışmayı etkilememiştir. Ayrıca, bu çalışma hiçbir kişi veya kurumu hedef alma, onu yüceltme veya karalama düşüncesi gütmemiş, tamamen objektif ve bilimsel bir yaklaşım ile ve kamuya açıklanmış veriler doğrultusunda hazırlanmıştır.

KAYNAKÇA

- Abeysekera, S.P., 2001, "Efficient Market Hypothesis and the Emerging Capital Market in Sri Lanka: Evidence From the Colombo Stock Exchange – A Note, The Journal of Business Finance and Accounting, 28(1) & (2).
- Aggarwal, R., 2002, "Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchnages", Journal of Applied Corporate Finance, Cilt 15, No.2.
- Aggarwal, R. ve Dahiya, S., 2005, "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges", Çevrimiçi: <http://faculty.msb.edu/agggarwal/exchanges.pdf>, 10.07.2011
- Akhtar, Shamshad, "Demutualization of Asian Stock Exchanges-Critical Issues and Challenges" edited by Akhtar, Shamshad, 2002, "Demutualization of Stock Exchanges, Problems, Solutions and Case Studies", Asian Development Bank.
- Alinsunurin, M.L., "Demutualization of Philippine Stock Exchange", edited by Akhtar, Shamshad, 2002, "Demutualization of Stock Exchanges, Problems, Solutions and Case Studies", Asian Development Bank.
- Altaf, S., 2009, "Demutualization of Stock Exchanges. A Case Study: London Stock Exchange and Hong Kong Stock Exchange", Master Degree Project in Economics and Finance, University of Skövde, School of Technology and Science
- Atan, M., vd., 2006, "İMKB'nin Etkinlik Düzeyinin Zaman Serisi Ekonometrisi ile Analizi", Ulusal Finans Sempozyumu Bildirileri, http://www.finasbilim.com/ufs2006/include/sem_p_program.html, (28.02.2010)
- Ayyıldız, M., 2000, "Menkul Kıymet Borsalarının Kâr Amaçlı Şirketlere Dönüşmeleri ve Türkiye İçin Öneriler", SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Badur, B.Y., 2000, "Common Volatility in Turkish Financial Markets", Yayımlanmamış Doktora Tezi, Boğaziçi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Balaban, E., Candemir, H.B. ve Kunter, K., 1996, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Aylık Dalgalanma Tahmini", İktisat İşletme ve Finans, Yayın No.4, Ankara.
- Barnes, P., 1986, "Thin Trading and Stock Market Efficiency: The Case of the Kuala Lumpur Stock Exchange", Journal of Business, Finance and Accounting, Cilt 13, No.4
- Begeç, S., 1999, "The Effects of Macroeconomic Volatility, Foreign Equity Investments and Capital Market Development on Stock Market Volatility: The Case of Turkey", Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Boğaziçi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Bekçioğlu, S. ve Ada, E., 1985, "Menkul Kıymetler Piyasası Etkin mi? Muhasebe Enstitüsü Dergisi, İ.Ü.İşletme Fakültesi, Yıl 11, Sayı 41.
- Bhide, A., "High Cost of Quality", Financial Times, 13 Aralık 1994; "Fair Stock Markets: The Hidden Cost", The New York Times, 22 Ocak 1995.
- Bildik, R. ve Elekdağ, Ş., 2004, "Effects of Price Limits on Volatility Evidence from the Istanbul Stock Exchange", Emerging Markets Finance and Trade, Cilt 40, No.1.
- Butler, K.C. ve Malaikah, S.J.; 1992, "Efficiency and Inefficiency in Thinly Traded Stock Markets: Kuwait and Saudi Arabia", Journal of Banking and Finance, Kuzey Hollanda.
- Dickinson, J.P. ve Muragu, K., 1994, "Market Efficiency in Developing Countries: A Case Study of the Nairobi Stock Exchange", Journal of Business Finance and Accounting, C:21.

- Dilbaz, K., 2007, Menkul Kıymet Borsalarının Özelleştirilmesi ve İMKB İçin Bir Değerlendirme, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, s.42
- Elkins/McSherry, 2008, The Cost of Executing Trades in 47 Countries, Institutional Investor, <http://www.institutionalinvestor.com/Article/2043066/The-Cost-of-Executing-Trades->
- Eren Sarıoğlu, S., 2006, Değişkenlik Modelleri ve İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda Değişkenlik Modellerinin Kesitsel Olarak İrdelenmesi, Doktora Tezi, İAV Yayınları.
- Fama, E.F., 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", The Journal of Finance, Cilt XXV, No.2.
- Gökçe, G.A. , 2006, Opsiyon Değerlemenin Temelleri ve Temel Opsiyon Değerleme Modelleri ile Stokastik Değişkenliğin İMKB Hisse Senedi Piyasaları'nda Geçerliliklerinin Araştırılması, Doktora Tezi, İAV Yayınları.
- Gökçe, G.A. ve Eren Sarıoğlu, S., 2003, "Etkin Pazar Kuramı ve Zayıf Etkin Pazar Kuramının Geçerliliğinin İMKB'de Test Edilmesi, İşletme Dergisi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Cilt 32, Sayı 1, İstanbul
- Günel, V., 2007, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, Galatasaray Üniversitesi Yayınları No 48, İstanbul.
- Gürsakar, N., 1982, "Pay Senedi Fiyat Değişmeleri Birbirinden Bağımsız mı?", Finansal Yönetim ve Yatırım Plânlaması Dergisi, Yıl 4, Sayı 13, s.75-83. Aktaran Eser: Murat Kıyılar, Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İredelenmesi- Test Edilmesi, SPK Yayın No:86, s.39
- Holthouse, D. "Australian Stock Exchange – The Conversion to a Demutualized Exchange: ASX's Experience", edited by Akhtar, Shamshad, 2002, "Demutualization of Stock Exchanges, Problems, Solutions and Case Studies", Asian Development Bank.
- Hughes, P.S., "Background Information on Demutualization", edited by Akhtar, Shamshad, 2002, "Demutualization of Stock Exchanges, Problems, Solutions and Case Studies", Asian Development Bank.
- Hughes, P.S. ve Zargar, E., 2006, "Exchange Demutualization", Blake, Cassels and Graydon LLP.
- Kırbaş-Kasman, S. ve Kasman, A., 2003, "Volatility of ISE and Business Cycle", Central Bank Review I.
- Kıyılar, M., Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İredelenmesi- Test Edilmesi, SPK Yayın No:86, s.39
- Kondak, N., 1997, The Efficient Market Hypothesis Revisited: Some Evidence From The Istanbul Stock Exchange, SPK Yayın No:83, Ankara.
- Köse, A., 1993, "Etkin Pazar Kuramı ve İMKB'de Etkin Pazar Kuramının Zayıf Şeklini Test Etmeye Yönelik Bir Çalışma: Filtre Kuralı Testi", İ.Ü.İşletme Fakültesi Dergisi, C:22, S:2.
- Krishnamurti, C., Sequeira, J.M. ve Fangjian, F., 2003, "Stock Exchange Governance and Market Quality", Journal of Banking and Finance, 27.
- Laurence, M.M., 1986, "Weak-Form Efficiency in the Kuala Lumpur and Singapore Stock Markets", Journal of Banking and Finance, Cilt 10.
- Lee, R., 2003, "Changing Market Structures, Demutualization and the Future of Securities Trading", 5th Annual Brookings/IMF/World Bank Financial Markets and Development Conference, Çevrimiçi: <http://www.oecd.org/dataoecd/5/15/18450470.pdf>, 02.09.2011
- Lucy, J., 2004, "Market Demutualization and Privatization: The Australian Experience", International Organization of Securities Commissions annual Conference, Amman.

- Malkiel, B., 1990, A Random Walk Down Wall Street, 5. Baskı, New York: W.W. Norton
- Mendiola, A. ve O'Hara, M., 2003, "Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges", Çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=431580, 30.08.2011
- Morsy, A. ve Rwegasira, K., 2010, "Does Demutualization Matter to the Financial Performance of Stock Exchanges? An Investigation of Demutualized Member of the Stock Exchanges of the World Federation Exchanges", International Research Journal of Finance and Economics, No. 40.
- Muradoğlu, G., Berument, H. ve Metin, K., 1999, "Financial Crises and Changes in Determinants of Risk and Return: An Empirical Investigation of an Emerging Market (ISE)", Multinational Finance Journal, Cilt 3, No.4.
- Öncel, T.S., 1993, "Filter Rule and Trading in The Istanbul Stock Exchange", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, İstanbul. Aktaran Eser: Murat Kıyılar, Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İredelenmesi- Test Edilmesi, SPK Yayın No:86, s.12
- Ramos, B.S., 2006, "Why Do Stock Exchanges Demutualize and Go Public?", Swiss Finance Institute Research Paper Series No 06-10.
- Segal, J., 2001, "Market Demutualization and Privatization: The Australian Experience", Public Documents of the XXVIth Annual Conference of IOSCO, İsveç
- Şengül, G.M. ve Dilek Önkal, 1992, "Türk Hisse Senedi Piyasasında Yarı Güçlü Etkinlik", ODTÜ Gelişme Dergisi, 19 (2).
- Şerifsoy, B., 2005, "Demutualization, Outsider Ownership and Stock Exchange Performance", Working Paper, Goethe University, Frankfurt.
- Steil, B., 2002, "Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences", The Wharton School, University of Pennsylvania, Financial Institutions Center The Working Paper Series.
- Tezölmez, H. S., 2000, "Intraday Patterns in Istanbul Stock Exchange Index and Effect of Public Information on Return Volatility", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Topçu, B., 2002, "Dünyada Menkul Kıymet Borsalarının Şirketleşme Süreçleri", İMKB Uzman Yeterlik Etüdü, İstanbul, (yayımlanmamış eser).
- Yavan, Z. A. ve Aybar, C.B., 1998, "İMKB'de Oynaklık", İMKB Dergisi, Cilt 2, No. 6.
- Yılmaz, M. K., 1997, "Stock Market Volatility and Its Term Structure: Empirical Evidence From the Turkish Market", ISE Review, Cilt 1, No. 3.
- Yong, O., "Market Efficiency (Weak Form) Tests of the Malaysian Stock Exchange". Edit Eden Eser: Klaus P.Fischer ve George J.Papaioannou, Business Finance in Less Developed Capital Markets, ISBN: 0313279721, Greenwood Publishing Group, Aralık 1992.
- TSPAKB, 2011, Dünyada Borsa Şirketleşmeleri, Satın Alma ve Birleşmeleri
- World Federation of Exchanges, "Cost and Revenue Survey 2011
- Expert Committe on Demutualization and Integration/Transformation, "Demutualization and Integration/Transformation of Stock Exchanges", 2004, Çevrimiçi: http://www.secp.gov.pk/SMD/pub_smd/transform_ses.pdf, 25.08.2011.
- IOSCO, 2001, "Issues Paper on Exchange Demutualization", Çevrimiçi: http://www.egyptse.com/pdf/IOSCO_issues_on_exchange_demutualization.pdf, 26.08.2011

<http://www.kobipostasi.net/2010/05/05/hedef-2023e-kadar-imkbde-islem-goren-sirket-sayisini-1000e-cikarmak/>

<http://www.kobipostasi.net/2010/05/05/hedef-2023e-kadar-imkbde-islem-goren-sirket-sayisini-1000e-cikarmak/>

OECD FACTBOOK 2010: ECONOMIC, ENVIRONMENTAL AND SOCIAL STATISTICS – ISBN 92-64-08356-1 - © OECD 201

İnternet Sitelerinden Faydalanılan Kurumlar:

BDDK, SPK, Hazine Müsteşarlığı, TSPAKB, Emeklilik Gözetim Merkezi

Merkezi Kayıt Kuruluşu, TÜİK, İMKB, TCMB, DPT

Resmi Gazete

İ.Ü. SERMAYE PİYASALARI ARAŞTIRMA VE UYGULAMA MERKEZİ,

SERPAM

3 Aralık 2006 tarih ve 26365 sayılı Resmi Gazete’de yönetmeliği yayımlanmış olan **İ.Ü.Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi (SERPAM)**’ın amaçları ve faaliyet alanları aşağıda yer almaktadır:

Merkezin amaçları:

- a) Üniversitenin İşletme Fakültesi ile diğer fakülte ve enstitülerinde finans-sermaye piyasaları eğitimi alan öğrencilerden, bu alanda uzmanlaşmak isteyenlerin sermaye piyasaları hakkında her türlü bilgiye ulaşmasını ve bilgi edinmesini sağlamak,
- b) Sermaye piyasaları ile ilgili bilimsel araştırma yapmak, bilgi vermek ve öğretilmesini sağlamak,
- c) Sermaye piyasaları ile ilgisi bulunan ya da bu konuları işleyen fakülteler ile diğer eğitim kurumlarının eğitim süreçlerinde izlenen programların güncel ve gelişmiş bilgiyi içerecek şekilde gerçekleştirilmesine, bu alanda faaliyette bulunan uzman kadroların yetiştirilmesine ve eğitimine katkıda bulunmak,
- ç) Sermaye piyasaları konusunda faaliyette bulunan başka akademik ve diğer kurumlar ile gönüllü ve uluslararası kuruluşlarla işbirliği yapmak, ortak projeler geliştirmek ve bu tür geliştirilmiş projelere ve çalışmalara katkı ve katılımında bulunmak,
- d) Sermaye piyasaları, kurumları ve araçları hakkında kamuoyunu aydınlatmak,
- e) Sermaye piyasalarında çalışanların uzmanlık sertifikası almalarına yönelik kurs ve benzeri eğitim programları düzenlemek, bu konuda başka kurumlarla işbirliği yapmak,
- f) Sermaye piyasalarında oluşan bilgileri, endeks ve benzeri göstergeler düzenleyerek veri seti oluşturmak ve kamuoyunun kullanıma sunmak.

Merkezin faaliyet alanları

- a) Öğrenciler ile finans-sermaye piyasaları alanına ilgi duyanların uzman olarak yetişmelerini sağlayacak programları geliştirmek, uygulamak ve mevcut uygulamalara katkıda bulunmak,
- b) Sermaye piyasalarına yönelik olarak ilgili konularda ulusal ve uluslararası nitelikte her türlü, eğitim ve bilgi, deneyim alışverişini sağlayacak etkinlikler düzenlemek ve bu tür etkinliklere katılmak. Bu doğrultuda kurs, seminer, konferans, kongre ve her türlü bilimsel toplantılar düzenlemek, bunlarla ilgili olarak Türkiye ve yurt dışındaki kuruluşlarla işbirliği yapmak,
- c) Sermaye piyasaları ile ilgili olarak dergi, broşür ve kitaplar yayınlamak, elektronik ortamda yayın etkinliklerinde bulunmak,
- ç) Sermaye piyasaları ilgili olarak tek başına ve/veya yurt içindeki veya yurt dışındaki kuruluşlarla, birlikte, eğitim ve bilgi üretmeye yönelik olarak çeşitli çalışmalar yapmak, bu tür çalışmalarını kapsayan projeler geliştirmek ve/veya mevcut projelere katılmak,
- d) Sermaye piyasalarındaki yeni gelişmeleri takip etmek, bunlara yönelik eğitim programları geliştirmek,
- e) Sermaye piyasalarında faaliyette bulunacak kadroların yetiştirilmesi için uzmanlık programları düzenlemek, bu konuda başka kurumlarla işbirliği yapmak.