

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI SEKTÖR RAPORU

TÜRKİYE ODALAR VE BORSALAR BİRLİĞİ
TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI MECLİSİ

Mart 2008



TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI SEKTÖR RAPORU

TOBB Yayın Sıra No: 2008/68

Sayfa Düzeni ve Baskı : Afşaroğlu Matbaası
425 22 44 - Ankara

ii
Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği

Önsöz

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Türk özel sektörünün en üst düzeyde yasal temsilcisi sıfatı ile özel sektörümüzün ihtiyaçları doğrultusunda çalışmalar yürütmüş, sorunlarına çözüm aramış ve özel sektörün istikrarlı bir biçimde gelişimine katkıda bulunmuştur.

Sektörlerimize daha kapsamlı hizmet sunulması ihtiyacı doğrultusunda ve bu hizmetlerin geliştirilmesi perspektifinde 18 Mayıs 2004 tarih ve 5174 sayılı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ile Odalar ve Borsalar Kanunu'nun 57'nci maddesine dayanılarak "Türkiye Sektör Meclislerinin Kuruluş, Görev ve Çalışma Yönetmeliği" hazırlanmıştır. 12 Şubat 2005 tarih ve 25725 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Yönetmeliğimize istinaden Birliğimiz şemsiyesi altında 52 adet Türkiye Sektör Meclisi oluşturulmuştur.

Türkiye Sektör Meclisleri Temmuz 2006 tarihinden bu yana faaliyetlerine devam etmektedir. Bu süreçte varolan ihtiyaç ve sektörden gelen talep üzerine meclis sayısı 56 olmuştur.

Türkiye Sektör Meclisleri, sektörün tüm ilgilileri taraflarını bünyesine alan entegre yapısıyla, yerel olduğu kadar uluslararası nitelik taşıyan sektörel bir bakış açısıyla ve bugünün yanında geleceği kuşatan strateji ve vizyonuyla, Dünyadaki benzer örneklerinden daha kapsamlı hizmetler sunmaya yönelmiş bir yapıdır; sektörümüze ve ekonomimize büyük faydalar sağlama potansiyeli taşıyan önemli bir oluşumdur.

Meclisler, firmaların, sektörel kuruluşların ve ilgili kamu kurumlarının üst düzey yöneticileri ile temsilcilerini bünyesine katan önemli bir buluşma noktasıdır. Türkiye Sektör Meclisleri, yelpazesi içine aldığı tüm ekonomik sektörler için radikal bir adımı temsil etmektedir. Sektörel kurum ve kuruluşların tek bir çatı altında toplanabilmesi, sorunların çözümü ve sektörlerimizin ülke ekonomisine katkılarının artırılması

yolunda önemli bir taahhüdün göstergesidir. Meclis içerisinde sağlanan birlik ve beraberlik ortamı, ortak görüşlerin oluşturulmasına ve ortak kararların alınmasına imkan sağlamıştır. Ortak kararlar doğrultusunda başlatılan girişimlerden ilgili merciler nezdinde daha olumlu sonuçlar alınmaktadır. Bu sektörel yapılanma ile kamu-özel sektör ortaklığının etkin biçimde hayata geçirilebileceği sağlam bir zemin oluşturulmuştur.

Meclis faaliyetleri çerçevesinde, Meclis çalışmalarından daha fazla verimin alınabilmesi, farklı görüş ve düşüncelerin uyumlaştırılması, tutarlılık sağlanması, sektörün mevcut durumu ve geleceğe yönelik beklentileri konusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi amacıyla Meclislerimiz tarafından sektör raporları hazırlanmıştır.

Hazırlanan sektör raporunun sektörel politika ve stratejilerin oluşturulması, geleceğe yönelik projeksiyonlara ve piyasa araştırmalarına ışık tutması açısından faydalı olacağı düşüncesiyle sektörümüze, camiamıza ve ilgililere hayırlı olmasını dilerim.

M. Rifat HİSARCIKLIOĞLU
Başkan

Önsöz

Finansal piyasaların globalleştiği, finansal kurumlar arasındaki etkileşimin iletişim teknolojisinde yaşanan hızlı gelişim neticesinde ivme kazandığı bir konjonktürde, dinamik ve hızla büyüyen Türkiye Sermaye Piyasası, ülkemizin ekonomik gelişimini ileri boyuta taşımak açısından önemli bir rol üstlenmiş bulunmaktadır. Bu kapsamda ülkemiz sermaye piyasası, sadece işletmelere kaynak temini açısından değil, aynı zamanda yerli ve yabancı yatırımcılara birikimlerini, teknolojik açıdan modern alım-satım platformları yardımıyla değerlendirme ve risklerini yönetme yönünden de önemli imkanlar sunmaktadır.

Uluslararası piyasalarda özellikle 2007 yılı ikinci yarısında yaşanan ve tüm dünyayı etkisi altına alan gelişmeler olmuş olmakla birlikte, 2007 yılının tümü açısından bakıldığında, ülkemiz sermaye piyasası ve kurumları bu gelişmelerden kısmi olarak etkilenmiş, bu süreçte yabancı yatırımcıların ülkemiz spot ve vadeli piyasalarına olan ilgisi ciddi bir değişim göstermemiştir. Hiç şüphesiz, bu bakış açısının devam ettirilmesinde, ülkemiz ekonomisinin yakalamış olduğu istikrarlı gelişim trendinin de önemli bir payı bulunmaktadır.

TOBB bünyesinde 2006 yılı ikinci yarısından itibaren faaliyetlerini sürdürmekte olan Türkiye Sermaye Piyasası Meclisi, kamunun aydınlatılması ve şeffaflığın sağlanmasına büyük önem vermekte, bu kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını bir gereklilik olarak görmektedir. Bu kapsamda, Sektör Meclisimiz tarafından hazırlanmış olan bu Raporda, ülkemiz sermaye piyasasının ekonomideki yeri ve öneminden bahisle, sektörde 2007 yılında yaşanan gelişmeler hem ulusal boyutu hem de uluslararası karşılaştırmalı olarak ele alınmış, sektördeki yeni yönelimler, rekabet gücünün artırılması yönünde çözüm bekleyen sorunlar ile, bu sorunlara ilişkin çözüm önerileri geniş bir bakış açısı ile ele alınarak kişi ve kurumların istifadesine sunulmuştur.

Raporun hazırlanmasında, tüm Meclis üyelerimiz ile birlikte, Sektör Meclisimizde akademik danışman olarak görev yapmakta olan Doç.Dr. Mustafa K. YILMAZ'ın da çok önemli emek ve katkıları bulunmuş olup, Meclis olarak yapmış olduğu öz-verili çalışmalar nedeniyle kendisine teşekkür ederiz.

Sektör Meclisimiz tarafından hazırlanmış olan bu Raporun, tüm istifade edenler açısından faydalı olmasını diliyor, önümüzdeki dönemde de sermaye piyasamızın gelişimi ve daha ileri bir seviyeye çıkarılması noktasında, Meclis olarak çalışmalarımıza hız kesmeden devam etme kararlılığında olduğumuzu ifade etmek istiyorum.

Saygılarımla,

Türkiye Sermaye Piyasası Meclisi
Başkan
Hüseyin ERKAN

İçindekiler

■ TABLO VE GRAFİKLER LİSTESİ	ix
■ KISALTMALAR	xi
■ GİRİŞ	1
■ 1. SEKTÖRÜN TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ	2
■ 2. SEKTÖRÜN SWOT ANALİZİ	13
■ 3. SEKTÖREL YAPILANMA VE PİYASALARIN PERFORMANSI	18
3.1. Hukuki ve Kurumsal Yapılanma	18
3.2. Türk Sermaye Piyasasına İlişkin Rakamsal Göstergeler	20
3.2.1. Menkul Kıymet Stokları ve Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları	20
3.2.2. Menkul Kıymet Yatırım Fonları	25
3.2.3. Borsalar ve İkincil Piyasa İşlemleri	27
3.2.3.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası	27
3.2.3.2. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası	35
3.2.3.3. İstanbul Altın Borsası	38
■ 4. SEKTÖRÜN DIŞ PİYASALARDAKİ DURUMU VE ULUSLARARASI KARŞILAŞTIRMASI	
4.1. Hisse Senetleri Piyasası	40
4.2. Tahvil ve Bono Piyasası	45
4.3. Yatırım Fonları	47
■ 5. SEKTÖRDE YENİ YÖNELİMLER	48
■ 6. SEKTÖRÜN YAPISAL SORUNLARI VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ	51
6.1. Arz Yönüne İlişkin Sorunlar ve Çözüm Önerileri	52
6.2. Talep Yönüne İlişkin Sorunlar ve Çözüm Önerileri	56
■ 7. SEKTÖRÜN AB UYUM SÜRECİNDE GELDİĞİ NOKTA VE KARŞILAŞILAN SORUNLAR	59

7.1. AB'ye Üyeliğin Türk Sermaye Piyasasına Olası Etkileri	59
7.2. AB'ye Uyum Süreci Kapsamında Yürütülen Mevzuat Çalışmaları	60
■ 8. SEKTÖRÜN REKABET GÜCÜNÜN ARTTIRILMASI VE VERİMLİLİK	63
8.1. Stratejik Hedefler	63
8.2. Hedeflere Yönelik Yapılması Gereken Çalışmalar	64
8.2.1. Piyasaların ve Yeni Finansal Araçların Geliştirilmesi	64
8.2.2. Piyasalarda Derinlik ve Likiditenin Arttırılması	66
8.2.3. Piyasalarda Şeffaflığın Arttırılması	67
8.2.4. Uluslararası İşbirliği İmkanlarının Geliştirilmesi	68
8.2.5. Bilişim Teknolojisinden Daha Etkin Yararlanılması	69
■ GENEL DEĞERLENDİRME	71
■ KAYNAKÇA	74

Tablo ve Grafikler Listesi

Tablo 1	: Türk Sermaye Piyasası Kurumlarına İlişkin Özet Bilgiler (2006-2007)	4
Grafik 1	: Sermaye Piyasası ile Türkiye Ekonomisine Kazandırılan Fonlar (1986-2007)	5
Grafik 2	: İMKB Şirketleri Tarafından Dağıtılan Nakit Temettü (1986-2007)	5
Tablo 2	: Gelişmekte Olan Ülkelerde Borsa Şirketlerinin Piyasa Değeri/GSYİH ..	6
Grafik 3	: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Piyasa Değeri/GSYİH (2006)	7
Tablo 3	: Türk Sermaye Piyasası Günlük Ortalama İşlem Hacmi (2007)	8
Tablo 4	: Birincil Halka Arzlardaki Yabancı Payı (1998-2007)	9
Tablo 5	: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlere İlişkin Bilgiler	10
Tablo 6	: Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri	11
Grafik 4	: Yerli Bireysel Yatırımcı Bakiyeli Hesap Sayısı	11
Tablo 7	: Lisanslama Sınavları Sonucu Verilen Lisans Belgesi Sayısı (2003-2007)	13
Grafik 5	: Türk Sermaye Piyasasının Kurumsal Yapısı	18
Tablo 8	: Aracı Kurumlara İlişkin Bazı Özet İstatistik Bilgiler	20
Grafik 6	: Türk Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Stokları (2002-2007)	21
Tablo 9	: Türk Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Stoklarının Kompozisyonu	22
Tablo 10	: Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları (2003-2007)	22
Grafik 7	: Yıllar İtibariyle Birincil Halka Arzlar ve Hasılat Tutarı (1990-2007)	23
Grafik 8	: Birincil Halka Arzlardaki Hasılatın Sektörel Dağılımı (1990-2007)	23
Grafik 9	: Birincil Halka Arzların Şirket Sayısı İtibariyle Sektörel Dağılımı (1990-2007)	24
Tablo 11	: Türk Sermaye Piyasasında Şirketlerin Halka Açılma Oranları (2002-2007)	24
Tablo 12	: Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Portföy Değeri ve Kompozisyonu	25

Tablo 13 : Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Türleri ve Portföy Değerleri	26
Tablo 14 : Menkul Kıymet Yatırım Fonları Kurucularının Piyasa Payları (2002-2007)	27
Grafik 10 : İMKB Pazarlarında İşlem Gören Şirket Sayısı (1986-2007)	28
Grafik 11 : İMKB Piyasaları Toplam İşlem Hacmi (1986-2007).....	29
Grafik 12 : İMKB Hisse Senetleri Piyasası İşlem Hacmi (1986-2007)	29
Tablo 15 : İMKB İşlem Hacminin Aracı Kuruluş Tipi Bazında Dağılımı	30
Grafik 13 : İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacmi (1991-2007)	30
Grafik 14 : İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacminin Dağılımı (1991-2007)	31
Tablo 16 : İMKB Piyasa ve Pazarlarında Faaliyette Bulunan Üyeler (2007)	31
Grafik 15 : Yıllar İtibariyle Halka Arzlar ve Hasılat Tutarı (1990-2007)	32
Grafik 16 : Yabancı Yatırımcıların İMKB Şirketlerinin Halka Açık Kısmı İçindeki Payı	33
Grafik 17 : Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi Elde Tutma Süresi (1997-2007)	34
Tablo 17 : Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası İşlem Hacmi ve Açık Pozisyon Sayısı	36
Grafik 18 : Aylık Bazda Günlük Ortalama Açık Pozisyon Sayısının Gelişimi (2005-2007)	37
Tablo 18 : İAB Kıymetli Madenler Piyasası İşlem Hacmi (2005-2007)	38
Grafik 19 : İAB Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası İşlem Miktarı (2000-2007)	39
Grafik 20 : Gelişmekte Olan Ülkelerin Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayısı (2007/12)	41
Grafik 21 : Gelişmekte Olan Ülke Borsalarında İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri	41
Grafik 22 : Gelişmekte Olan Ülkelerin Borsalarında Ortalama Şirket Büyüklüğü (2007)	42
Tablo 19 : Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Halka Arzlar (2007)	43
Grafik 23 : Gelişmekte Olan Ülkelerin Borsalarındaki Toplam İşlem Hacmi (2007)	43
Grafik 24 : Gelişmekte Olan Ülkelerin Borsalarında Hisse Senedi Devir Hızı (2007/12)	44
Tablo 20 : Ülke Borsaları İçinde En İyi Getiri Performansı Gösteren Hisse Senedi Piyasa Endeksleri (2007).....	45

Grafik 25 : Dünya Borsalarında Tahvil Piyasası İşlem Hacmi (2007)	46
Tablo 21 : Tahvil ve Bono Piyasasında Dünyada En Yüksek İşlem Hacmine Sahip Ülke Borsaları (2006-2007).....	47
Tablo 22 : Gelişmekte Olan Ülkelerde Yatırım Fonlarının Portföy Değeri.....	47
Grafik 26 : Türkiye’de Satın Alma ve Birleşmelerin Sektörel Dağılımı (2007)	51
Tablo 23 : İMKB Şirketlerinin Piyasa Değeri Yapısı (2007)	67

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
BaFin	: Bundesbank and German Financial Supervisory Authority
BSMV	: Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
BYF	: Borsa Yatırım Fonu
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
EFAMA	: European Fund and Assets Management Association
FEAS	: Federation of Euro-Asian Stock Exchanges
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HSP	: Hisse Senetleri Piyasası
IMF	: International Monetary Fund
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
İAB	: İstanbul Altın Borsası
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İSO	: İstanbul Sanayi Odası
JSDA	: Japan Securities Dealers Association
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	: Küçük ve Orta Boy İşletmeler
KYE	: Kurumsal Yönetim Endeksi
MiFID	: Markets in Financial Instruments Directive
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
MKYF	: Menkul Kıymet Yatırım Fonu
NYSE	: New York Stock Exchange
ODM	: Olağanüstü Durum Merkezi
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
OMX	: Aktiebolaget Optionsmaklama/Helsinki Stock Exchange
SEC	: Securities Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SWOT	: Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI SEKTÖR RAPORU

- TMSF** : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TMSK : Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TSPAKB : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

Giriş

Küreselleşmenin etkilerini her yönüyle hissettirdiği ve teknolojinin sınır tanımadığı günümüz dünyasında, ülkeler arasında mal ve hizmet geçişkenliği hızlanmış, özellikle sermaye hareketlerinin önündeki engellerin ortadan kalkmasına paralel olarak da dünyada artık “**global sermaye**” olarak tanımlanabilecek ortak bir ekonomik kaynağın varlığından söz edilmeye başlanmıştır. Bu kapsamda her ülke için, kendi ekonomisinin sağlıklı büyümesine katkıda bulunacak yatırımların gerçekleştirilmesinde, sermaye birikiminin büyüklüğü ve finansman maliyeti ile, finansal araçlar yoluyla reel sektöre uzun vadeli kaynak sağlayan sermaye piyasalarının üstlendiği rolün önemi daha da artmıştır.

Hiç şüphesiz sermaye piyasasının önemi, sadece ekonomik açıdan üstlendiği bu aracılık fonksiyonu ile sınırlı değildir. Sektör aynı zamanda, sermayenin tabana yayılması, gelir dağılımının adil olarak gerçekleştirilmesi, uluslararası muhasebe, denetim ve finansal raporlama standartlarının uygulanması, kayıtdışı ekonomi ile mücadeleye destek verilmesi ve kurumsal yönetim ilkelerinin sıkı bir şekilde takip edilerek sosyo-ekonomik bozulmanın önüne geçilmesi açılarından da önemli işlevler üstlenmiş bulunmaktadır.

Diğer taraftan uluslararası rekabet, ekonominin her alanını olduğu gibi sermaye piyasalarını da yakından etkilemektedir. Bu açıdan Türk Sermaye Piyasası'nın performansını değerlendirirken, sadece ülke içinde ulaşılan gelişmenin düzeyi ile değil, aynı zamanda uluslararası rekabette elde edilen kazanımlar boyutuyla da ele almak gerekmektedir. Bu kapsamda, yurtiçi tasarruf sahiplerinin birikimlerini sermaye piyasasında değerlendirme istekleri kadar, yurtdışından ülkeye gelen yabancı sermaye yatırımlarının boyutuna bakmak, yabancı yatırımcıların taşıdıkları portföylerin hareketini analiz etmek de büyük önem taşımaktadır. Bu yaklaşım, ABD’de yaşanan ve global piyasaları etkisi altına alan riskli konut kredileri (*sub-prime mortgage*) krizi gibi çok boyutlu uluslararası finansal dalgalanmaların etkile-

rinin ve bu tip krizlere verilecek tepkiler ile alınabilecek proaktif önlemlerin tartışılması açısından da önemlidir.

Tüm bu açılardan değerlendirildiğinde, Türk Sermaye Piyasası, yatırımcılarına sunduğu finansal hizmet ve yatırım araçlarının çeşitliliği, kurumsal işleyiş yapısının zenginliği, uluslararası düzenlemelere paralel yasal alt yapısının sağlamlığı ve teknolojik gelişmişlik düzeyi ile, pek çok ülkenin sermaye piyasası ile boy ölçüşebilecek örnek ve önder bir konuma gelmiş ve dünyanın sayılı piyasaları arasında yerini almış bulunmaktadır. Bununla birlikte, her sektörün olduğu gibi, Türk Sermaye Piyasası'nın da çözüm bekleyen çeşitli sorunları bulunmaktadır. Sektöre ilişkin 2007 yılı gelişmelerinin değerlendirileceği bu Raporun ilk kısmında, sektörün Türkiye ekonomisindeki yeri, yapısal gelişimi ve güçlü-zayıf yönleri ile karşı karşıya kalabileceği fırsat-tehditler ele alınacaktır. Raporun ikinci kısmında ise, sektörün performansı uluslararası piyasalar ile karşılaştırılacak, yeni yönelimler ışığında sermaye piyasasını oluşturan kurumların ve yatırımcıların karşı karşıya olduğu sorunlar irdelenerek, sektörün rekabet gücü ve verimliliğinin artırılmasına yönelik olarak alınması gereken önlemlere ilişkin çözüm önerileri dile getirilecektir.

1. SEKTÖRÜN TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ

Ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği, ekonomiye kaynak sağlayan finansal piyasaların büyümesi ve derinleşmesini gerektirmektedir. Başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere tüm dünyada, finansal sistemin bankacılık ağırlıklı işlemesinden doğan kırılganlık ve riskler de, ancak sermaye piyasasının gelişimi ile azaltılabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında etkin işleyen bir sermaye piyasası, yüksek getirili ve istenildiği an paraya çevrilebilen farklı nitelikteki finansal araçları, güvenilir piyasa kurumları aracılığıyla ekonomide faaliyet gösteren tüm yerli ve yabancı tasarruf sahiplerinin emrine sunarak, bireysel ve kurumsal yatırımcıları, sahip oldukları risk-getiri profillerine uygun alternatifler arasından seçim yapmaya yönlendirmekte, bu suretle ekonomideki kaynakların, büyük ölçekli yatırım projelerine kanalize edilmesini ve verimli alanlarda kullanılabilmesini sağlamaktadır.

Bu genel çerçeveye içinde, sermaye piyasasının Türkiye ekonomisine olan etki ve katkıları, kaynak ve ekonomik katma değer yaratma, istihdamı artırma, kayıt dışılığı önleme, şeffaflığı sağlama, yatırımcılara alternatif yatırım araçları ve etkin risk yönetim teknikleri sunma gibi farklı yönleriyle ele alınabilir. Tüm bu açılardan Türk Sermaye Piyasası, ülkemiz ekonomisine son 15 yıl içinde önemli katkılar sağlamış ve istikrarlı büyümenin itici güçlerinden biri olmuştur. Bu katkılar ana hatlarıyla aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

1. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde zaman zaman ortaya çıkan ekonomik krizlerde en önemli tetikleyici unsur, genellikle bankacılık sektöründe yaşanan gelişmelerdir. Dolayısıyla, ekonomide en büyük tahribat da bu sektörde ortaya çıkmakta ve buradan toplumun çeşitli kesimlerine yayılmaktadır. Sermaye piyasası ve kurumlarının gelişmiş olduğu ülkelerde ise bu etki, borsalar kanalıyla daha kolay absorbe edilebilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) başta olmak üzere ülkemizde faaliyet gösteren tüm borsalar (VOB, İAB), her geçen yıl artan şirket ve üye sayıları, işlem hacimleri, yatırım araçlarının çeşitliliği ve kriz yönetiminde gösterdikleri başarılı performans ile ekonomiye müsbet katkılar sağlamaktadırlar.

Buna ek olarak, sermaye piyasasında faaliyet gösteren portföy yönetim şirketleri, bireysel emeklilik fonları, menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yapılanmaların artması da, yatırımcı tabanının bireysel bazdan kurumsal baza kayması suretiyle daha sağlam bir yapının şekillenmesine ve yatırımcıların tercihlerini daha etkin bir risk-getiri analizine dayanarak yapmasına zemin hazırlamaktadır. Tablo 1, Türk Sermaye Piyasası'nda yer alan kurumsal yapıların fon, ortaklık ve şirket sayısı ile, portföy değerlerinin 2006 ve 2007 yılı gerçekleştirmelerine ilişkin özet bilgiler vermektedir. Bu yapılanma içinde, portföy yönetim şirketleri özellikle son yıllarda gerçekleştirdikleri portföy değeri artışı ile dikkat çekmektedir.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde zaman zaman ortaya çıkan ekonomik krizlerde en önemli tetikleyici unsur, genellikle bankacılık sektöründe yaşanan gelişmelerdir. Dolayısıyla, ekonomide en büyük tahribat da bu sektörde ortaya çıkmakta ve buradan toplumun çeşitli kesimlerine yayılmaktadır. Sermaye piyasası ve kurumlarının gelişmiş olduğu ülkelerde ise bu etki, borsalar kanalıyla daha kolay absorbe edilebilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) başta olmak üzere ülkemizde faaliyet gösteren tüm borsalar (VOB, İAB), her geçen yıl artan şirket ve üye sayıları, işlem hacimleri, yatırım araçlarının çeşitliliği ve kriz yönetiminde gösterdikleri başarılı performans ile ekonomiye müsbet katkılar sağlamaktadırlar.

Buna ek olarak, sermaye piyasasında faaliyet gösteren portföy yönetim şirketleri, bireysel emeklilik fonları, menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yapılanmaların artması da, yatırımcı tabanının bireysel bazdan kurumsal baza kayması suretiyle daha sağlam bir yapının şekillenmesine ve yatırımcıların tercihlerini daha etkin bir risk-getiri analizine dayanarak yapmasına zemin hazırlamaktadır. Tablo 1, Türk Sermaye Piyasası'nda yer alan kurumsal yapıların fon, ortaklık ve şirket sayısı ile, portföy değerlerinin 2006 ve 2007 yılı gerçekleştirmelerine ilişkin özet bilgiler vermektedir. Bu yapılanma içinde, portföy yönetim şirketleri özellikle son yıllarda gerçekleştirdikleri portföy değeri artışı ile dikkat çekmektedir.

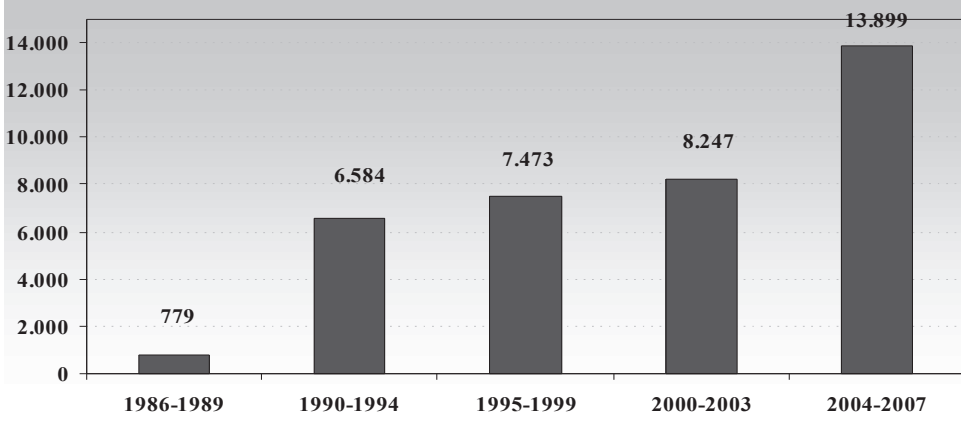
rine ilişkin özet bilgiler vermektedir. Bu yapılanma içinde, portföy yönetim şirketleri özellikle son yıllarda gerçekleştirdikleri portföy değeri artışı ile dikkat çekmektedir.

Tablo 1: Türk Sermaye Piyasası Kurumlarına İlişkin Özet Bilgiler (2006-2007)

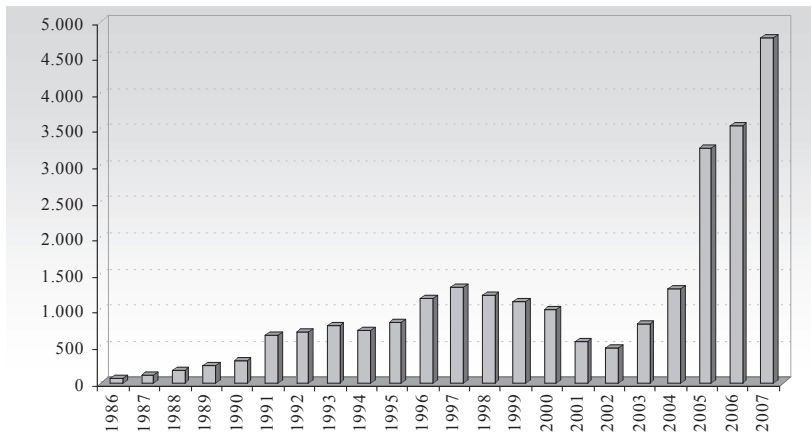
	Fon, Ortaklık, Şirket Sayısı		Portföy Değeri (Milyon ABD Doları)	
	2006	2007	2006	2007
Yatırım Fonları	289	297	16.291	22.508
Bireysel Emeklilik Fonları	102	104	1.984	3.890
Yabancı Yatırım Fonları	60	60	52	77
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	30	33	382	591
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	11	13	1.756	2.471
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	2	2	90	149
Portföy Yönetim Şirketleri	19	19	18.259	26.651

Kaynak: SPK

2. Türk Sermaye Piyasası, sahip olduğu organize piyasalar aracılığıyla ekonominin ihtiyaç duyduğu fon hareketlerinin en hızlı ve güvenilir bir şekilde, düşük maliyetle gerçekleşmesine imkan vermektedir. Bu açıdan bakıldığında, sermaye piyasasının Türkiye ekonomisine belki de en önemli katkısı, birincil ve ikincil piyasada gerçekleştirilen halka arzlar ile, bedelli sermaye arttırmaları yoluyla şirketlere maliyetsiz ve doğrudan kaynak girişi sağlaması şeklinde olmuştur. Nitekim, 1986-2007 yılları arasında İMKB’de gerçekleştirilen halka arzlar ve bedelli sermaye arttırmaları ile ekonomiye tam 37 milyar ABD doları tutarında fon girişi sağlanmıştır (Grafik 1). Bu tutarın en büyük kısmı ise bedelli sermaye arttırmaları (% 45) ve birincil halka arzlardan (% 34) gelmiştir. İkincil halka arzların payı ise % 21’dir. Ekonomiye bu kaynak girişinin yaklaşık % 38’i 2004-2007 yılları arasında gerçekleşmiştir. Sadece 2007 yılında şirketlere, birincil ve ikincil halka arzlarla 5,1 milyar ABD doları, bedelli sermaye arttırmaları yoluyla da 1,3 milyar ABD doları olmak üzere toplam 6,5 milyar ABD doları kaynak girişi sağlanmıştır. Şirketler bu kaynakları kullanarak, üretim kapasitelerini artırma, yeni yatırımlar yaparak uluslararası rekabet edebilme şartlarını güçlendirme ve stratejik ortaklıklar kurma imkanını kazanmışlardır.

Grafik 1: Sermaye Piyasası ile Türkiye Ekonomisine Kazandırılan Fonlar (Milyon ABD Doları)**Kaynak: İMKB**

Ekonomiye sağlanan bu fon girişi, orta-uzun vadede ekonomiye dağıtılan nakit temettü şeklinde geri dönmüş ve sermaye birikimini arttırıcı bir rol oynamıştır. Şirketler İMKB kanalıyla topladıkları fonların toplamda % 68'ine karşılık gelen bir miktarı nakit temettü olarak dağıtmışlardır. 1986-2007 yılları arasında İMKB şirketlerinin dağıttığı nakit temettü miktarı toplam 25 milyar ABD dolarına ulaşmış olup, özellikle 2003 yılından sonra bu hususta hızlı bir artış görülmektedir. 2007 yılında dağıtılan nakit temettü tutarı 4,7 ABD milyar dolarıdır (Grafik 2).

Grafik 2: İMKB Şirketleri Tarafından Dağıtılan Nakit Temettü (Milyon ABD Doları)**Kaynak: İMKB**

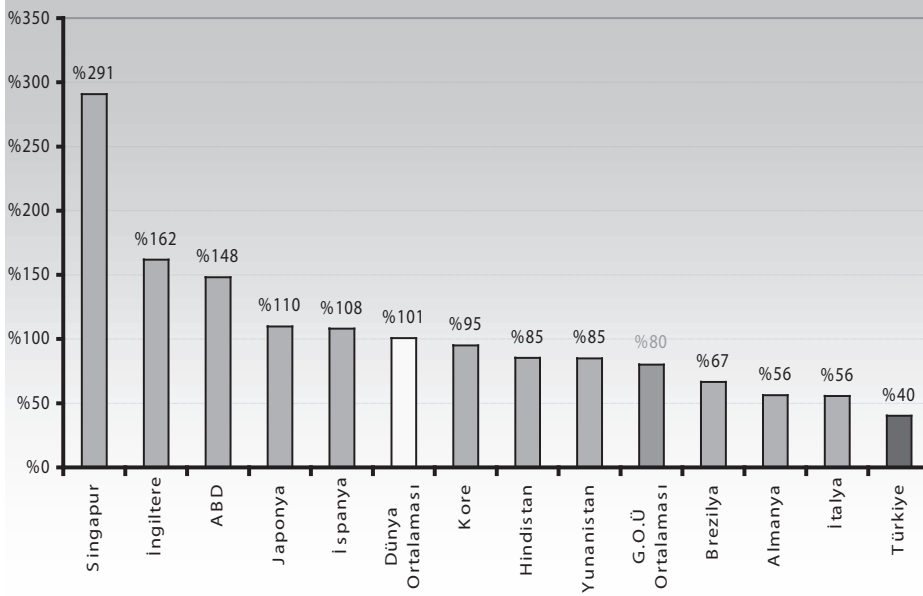
3. Makro ekonomik açıdan, sermaye piyasasının ülke ekonomisindeki yeri ve önemini gösteren en önemli kurumlar menkul kıymet borsalarıdır. Borsalarda işlem gören şirketlerin piyasa değerinin gayri safi yurtiçi hasılaya (GSYİH) oranı kullanılmak suretiyle sermaye piyasasının ekonomik katma değer içindeki payı izlenmeye çalışılır. Türkiye için bu oran, yükselen hisse senedi fiyatları ve piyasa değerleri ile özellikle son 5 yıl içinde artış göstermiş, 2002 yılında % 19 iken, 2006 yılında % 43'e, 2007 yılı ilk 6 aylık dönemi sonunda ise % 55'e yükselmiştir. Tablo 2, 2006 yılı için farklı coğrafyalarda yer alan bazı ülkelerde toplam piyasa değerinin GSYİH'ya olan oranını göstermektedir. Dünya ortalamasının % 101, gelişmekte olan ülkeler ortalamasının ise % 80 olduğu göz önüne alındığında, Türkiye'nin önünde kat etmesi gereken önemli bir mesafe olduğu açıkça görülmektedir (Grafik 3). Bunun için atılması gereken adımların başında ise, borsada işlem gören şirketlerin piyasa değerinin artırılması gelmektedir. Halihazırda, İSO-500 şirketlerinin sadece 105'i (% 21'i), ikinci 500'ün içinde yer alan şirketlerin ise sadece 33'ü borsada işlem görmektedir. Bu açıdan düşünüldüğünde, Türk Sermaye Piyasası'nın ülkemiz ekonomik gelişimine katkısını azami seviyeye çıkarmak için atılması gereken ilk adım, başta İSO-500 şirketleri olmak üzere, büyük ölçekli ve büyüme potansiyeli taşıyan orta ölçekli şirketlerin borsaya çekilmesi yönünde olmalıdır.

Tablo 2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Borsa Şirketlerinin Piyasa Değeri / GSYİH

Ülkeler	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
Hindistan	0,49	0,92	1,13	1,38	1,86	3,19
Malezya	1,29	1,55	1,53	1,38	1,60	1,97
Tayvan	0,89	1,27	1,37	1,37	1,67	1,77
Şili	0,74	1,19	1,23	1,18	1,24	1,32
Çin	0,64	0,75	0,68	0,65	1,12	2,20
İsrail	0,37	0,60	0,74	0,94	1,18	1,52
Güney Kore	0,39	0,48	0,57	0,91	0,94	1,18
Brezilya	0,26	0,45	0,55	0,60	0,73	1,06
Tayland	0,36	0,83	0,71	0,72	0,72	0,87
Filipinler	0,24	0,29	0,33	0,40	0,58	0,73
Peru	0,20	0,23	0,26	0,30	0,45	0,68
Polonya	0,15	0,17	0,28	0,31	0,45	0,51
Türkiye	0,19	0,28	0,32	0,45	0,43	0,59
Meksika	0,16	0,19	0,25	0,31	0,43	0,45
Kolombiya	0,15	0,18	0,26	0,41	0,43	0,59
Macaristan	0,20	0,23	0,28	0,30	0,40	0,34
Endonezya	0,15	0,23	0,29	0,29	0,40	0,52
Arjantin	0,17	0,27	0,27	0,26	0,23	0,23

Kaynak: WFE, IMF

(*) 2007 yılı için GSYİH rakamları olarak IMF tahminleri kullanılmıştır.

Grafik 3: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Piyasa Değeri / GSYİH (2006)

Kaynak: WFE, IMF

4. Türk Sermaye Piyasası, sahip olduğu günlük ortalama işlem hacmi dikkate alındığında, her gün ekonomiye ciddi anlamda bir likidite girişi sağlamaktadır. Bu açıdan kurum olarak ilk sırayı, yaklaşık 12,5 milyar ABD doları toplam günlük ortalama işlem hacmi ile İMKB almaktadır (Tablo 3). Özellikle, İMKB bünyesinde faaliyet gösteren ve günlük ortalama işlem hacmi, borsa dışında gerçekleştirilen işlemlerle birlikte 11,3 milyar ABD dolarına ulaşan Tahvil ve Bono Piyasası, ekonomiye sağladığı likidite imkanı ile kamu iç borç yönetiminin daha kolay yapılmasında önemli bir rol üstlenmiş bulunmaktadır. Bu piyasa, bir taraftan devlet iç borçlanma senetlerinin likiditesini arttırmakta, diğer taraftan da bu menkul kıymetleri portföylerinde yüksek miktarda tutan bankalara etkin bir portföy yönetimi yapabilme imkanı sağlamaktadır.

Tablo 3: Türk Sermaye Piyasası Günlük Ortalama İşlem Hacmi (2007)

Piyasalar İşlem Hacmi	Milyar ABD Doları
İMKB Hisse Senetleri Piyasası	
Günlük Ortalama İşlem Hacmi	1,2
Toplam İşlem Hacmi	300,8
İMKB Tahvil ve Bono Piyasası	
Toplam İç Borç Stok Değeri	216,8
Günlük Ortalama İşlem Hacmi	9,1
Günlük Ortalama Borsa Dışı İşlem Hacmi	2,2
Toplam İşlem Hacmi	2.831,1
İMKB Piyasaları Toplamı	
Toplam Günlük Ortalama İşlem Hacmi	12,5
Toplam Piyasalar İşlem Hacmi	3.131,9
Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası	
Günlük Ortalama İşlem Hacmi	0,4
Toplam İşlem Hacmi	100,0
İstanbul Altın Borsası	
Günlük Ortalama İşlem Hacmi	0,03
Toplam İşlem Hacmi	9,0

Kaynak: İMKB, VOB, İAB, SPK

5. Türk Sermaye Piyasası'nda kurumsal yapının temel taşlarını oluşturan borsaların (İMKB, VOB, İAB) işlem sistemlerinin ve bu borsalarda gerçekleştirilen işlemlerin takas ve saklamasına aracılık eden kurumların alt yapısının (Takasbank, MKK) teknolojik açıdan gelişmiş ve ileri düzeyde olması, yabancı yatırımcıların da ülkemiz sermaye piyasasına olan ilgisini önemli ölçüde arttırmaktadır. Bu etki kendini, zaman zaman doğrudan yabancı sermaye yatırımları, zaman zaman da işlem hacmindeki artış olarak portföy yatırımları şeklinde göstermektedir. Tablo 4, 1998-2007 yılları arasında yabancı yatırımcıların toplam birincil halka arz hasılat tutarı içinde aldığı miktarı ve yüzdesel payı göstermektedir. Tablo 4'den de görüleceği üzere, birincil halka arzlardaki yabancı payı son 3 yılda ortalama % 66 olarak gerçekleşmiş ve istikrarlı bir seyir izlemiştir. Benzer bir durum ikincil halka arzların dağılımı için de geçerlidir. Son 3 yıl (2005-2007) içinde ülkemize gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına bakıldığında, bu miktarın yaklaşık üçte birinin (% 29,7) İMKB'de işlem gören şirketlere geldiği görülmektedir. Özellikle, özelleştirme kapsamındaki şirketler ve bankalar gibi yüksek piyasa değeri taşıyan halka arzların olduğu yıllarda, yurtdışı yatırımcıların payı daha da artmaktadır. Bu gelişmeler, portföy yatırımı şeklinde ülkemize gelen yabancı sermayenin piyasalarımıza sağladığı likidite imkanını göstermesi açısından önemlidir.

Tablo 4: Birincil Halka Arzlardaki Yabancı Payı (1998-2007)

Yıllar	Toplam Hasılat (Milyon ABD Doları)	Yabancı Payı (Milyon ABD Doları)	Yabancı Payı (%)
1998	383,25	280,96	% 73
1999	90,72	10,06	% 11
2000	2.806,22	1.930,01	% 69
2001	0,24	0,02	% 9
2002	56,47	20,63	% 37
2003	11,25	-	-
2004	482,58	181,61	% 38
2005	1.743,96	1.284,05	% 74
2006	930,50	579,36	% 62
2007	3.298,31	2.019,57	% 61

Kaynak: İMKB

6. Halka açık ve menkul kıymet borsalarına kote olan şirket sayısının artması, kıymetli madenlerin alım-satım işlemlerinin organize bir borsa bünyesinde gerçekleştirilmesi, türev piyasa işlemlerinin organize bir borsa üzerinden yapılması ülke ekonomisinde kayıt dışılığın azalmasına olumlu katkılar sağlamaktadır. Bu katkı, borsalarda işlem gören şirketlere ilişkin mali tabloların ve dipnotların 2005 yılı başından itibaren tüm AB ülkelerinde uygulanmaya başlandığı şekliyle standart bir format ve içerikte, Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (UFRS) uygun olarak hazırlanması ile daha üst seviyeye çıkmış bulunmaktadır. Bu noktada, söz konusu şirketlerin kendilerine ilişkin bilgileri gerektiğinde hemen, gerektiğinde ise belirlenmiş zaman dilimlerinde (üçer aylık dönemler) ve şeffaf bir şekilde açıklamaları, devletin bu şirketler üzerindeki denetim ve kontrol gücünü de olumlu yönde etkilemektedir.
7. Bir önceki noktada ifade edilen hususun devamı olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nca, OECD tarafından geliştirilmiş bulunan "Kurumsal Yönetim Prensipleri"nin 2003 yılı Temmuz ayından itibaren Türk Sermaye Piyasası'nda da uygulanmaya başlanması ve bu suretle kamuyu aydınlatma, şeffaflık, pay sahiplerinin ve paydaşların haklarının korunması gibi hususlarda atılan adımlar, sektör içinde faaliyet gösteren kurumların disipline edilmesi, ülkemizde kurumsal kültürün yerleşmesi ve yaygınlaşması açısından ekonomik ve sosyal yönden önemli kazanımlar getirmiştir. Nitekim, bu ilkeleri etkin olarak uygulayan şirketlerin performansını kamuoyuna duyurmak amacıyla, kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan şirketlerin faaliyet göstermesi yönünde SPK tarafından düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemeyi müteakip 2005 yılında İMKB ta-

rafından, kredi derecelendirme notu 10 üzerinden 6 olan şirketlerin biraraya gelmesi ile yayınlanacak bir "Kurumsal Yönetim Endeksi"(KYE) nin hesaplanması yönünde karar alınmış, ancak bu endeksin hesaplanmaya başlaması kurumsal yönetim notu 6'nın üzerine çıkan şirket sayısı 5'e ulaştığı (7 şirket) bir noktada, 2007 yılı Ağustos ayından itibaren mümkün olabilmiştir. Tablo 5, 2007 yılının son 4 aylık döneminde yayınlanan KYE'de yer alan şirketlere ilişkin bazı özet bilgiler vermektedir.

Tablo 5: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlere İlişkin Özet Bilgiler

Şirketler	Derecelendirme Notu	Notun Yayın Tarihi	KYE İçindeki Ağırlığı (%)	İMKB Ulusal-100 İşlem Hacmi İçindeki Payı (%)
Doğan Yayın Holding	8,59	02.08.2007	16,25	0,67
Hürriyet Gazetecilik	7,97	24.09.2007	10,18	0,45
Vestel Şirketler Grubu	7,59	07.03.2007	4,83	0,45
Tofaş Türk Otomobil	7,57	28.05.2007	10,56	0,44
Tüpraş	7,91	08.10.2007	54,88	2,16
Türk Traktör	7,52	23.08.2007	2,75	0,05
Y & Y GYO	7,88	20.04.2007	0,55	0,12
			100,00	4,34

Kaynak: İMKB

8. Bundan 20 yıl öncesine kadar Türkiye'de yatırımcıların birikimlerini değerlendirebileceği en önemli yer bankalar ve kazanabilecekleri getiri faiz geliri iken, sermaye piyasasının gelişmesi sonucu, yatırımcılar risk-getiri bazında farklı şirketlerin hisse senetlerini, borsa yatırım fonlarını, yatırım fonu katılma belgelerini, kıymetli madenleri, vadeli işlem sözleşmelerini organize piyasada aracı kuruluşlar vasıtasıyla alıp satarak bir taraftan riski yayma, diğer taraftan ise değişken nitelikte gelir/getiri (sermaye kazancı ve temettü) elde etme fırsatını yakalamış bulunmaktadır. Diğer taraftan yatırımcılar, faiz geliri elde etmek için çoğu zaman bankacılık sistemine yatırılan paranın vadesinin gelmesini beklemek zorunda kalırken, sermaye piyasasında ulusal ve uluslararası ekonomik gelişmelere anında tepki verebilme imkanına sahip olmakta ve daha dinamik bir yatırım ortamına kavuşmuş bulunmaktadır.

Bununla birlikte, Türkiye'de sermaye piyasalarına yönelen yatırımcı tercihi yine de düşük seviyede gerçekleşmektedir. Tablo 6, yurtiçinde yerleşik yatırımcıların

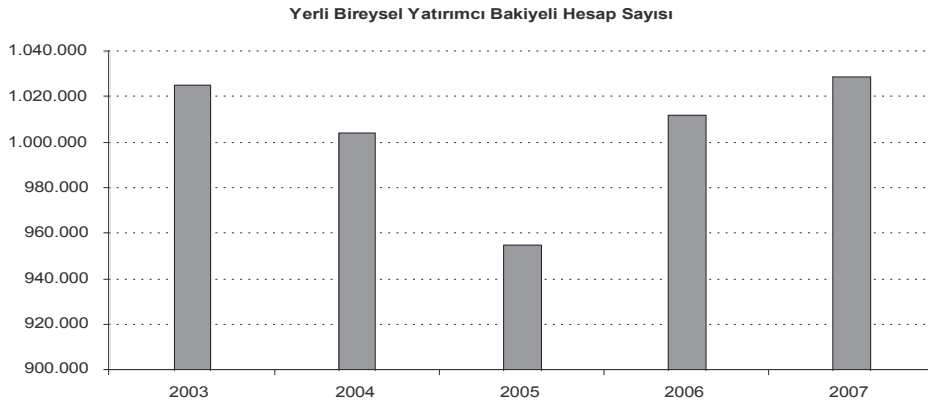
2007 yılına ilişkin yaptıkları yatırım tercihlerini göstermektedir. Buna göre, yurtdışında yerleşik yatırımcılar sadece % 27,4 oranında sermaye piyasasını tercih etmişlerdir. Buna karşılık, yurtdışında yerleşiklerin yatırım tercihleri incelendiğinde, 2007 yılında bu kesimin ağırlıklı olarak (% 95,3) sermaye piyasasına yöneldiği gözlemlenmektedir. Bir diğer gösterge olarak, yerli bireysel yatırımcı bakiyeli hesap sayısına bakılabilir. 2006 yılında 1.019.166 olan hesap sayısı 2007 yılında son derece cılız bir artış göstermiştir (Grafik 4).

Tablo 6: Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri (Milyon YTL)

Yatırım Tercihleri	2005	2006	2007	2007/12 (% Dağılım)
YTL Mevduat	141.716	168.943	206.081	45,0
DTH	82.128	108.754	111.619	24,4
Kıymetli Maden Hesapları	96	250	152	0,0
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	8.369	10.788	14.626	3,2
DİBS	55.276	55.781	56.852	12,4
Eurobond	5.348	5.413	4.309	0,9
Yatırım Fonları	29.374	22.012	26.381	5,8
Repo	1.486	2.202	2.733	0,6
Emeklilik Yatırım Fonları	1.219	2.821	4.558	1,0
Hisse Senedi	23.020	26.256	31.070	6,8
Toplam	348.032	403.220	435.695	100,00

Kaynak: TSPAKB

Grafik 4: Yerli Bireysel Yatırımcı Bakiyeli Hesap Sayısı



Kaynak: MKK

9. Ekonomik gelişmenin sağlanmasında, sermaye piyasası aracı kurumlarının verdikleri kurumsal finansman hizmeti de önemli bir rol oynamaktadır. SPK verilerine göre, 2007 yılında aracı kurumların % 44'ü kurumsal finansman hizmeti vermiş, 137'si satın alma ve birleşmeler olmak üzere toplam 307 adet kurumsal finansman faaliyetinde bulunmuşlardır¹. Satın alma ve birleşmeler dışında aracı kurumlar aynı dönemde, halka arz, finansal ortaklık ve özelleştirme danışmanlığı gibi alanlarda da faaliyet göstermişlerdir. Bu noktada bir hususun altı çizilmelidir. Şirket birleşmeleri ve satın almalar açısından, şirketlerin halka açık olması ve borsada işlem görmesi önemli bir nitelik arz etmektedir. Nitekim yabancı yatırımcılar, çoğu zaman Türkiye'de satın almayı düşündükleri şirketlerin değerinin organize bir piyasada oluşuyor olmasına dikkat etmektedirler. Bu tercihe etki eden faktörlerden biri de, yabancı yatırımcıların satın aldıkları şirketlere ilişkin paylarını istedikleri an, piyasa rayicinden elden çıkarabilmek istemeleridir. Bu açıdan İMKB, söz konusu yatırımcılara şeffaf ve piyasa dinamiklerinin hakim olduğu bir yatırım ortamı sunmaktadır.
10. Gelişmiş bir sermaye piyasası, makro ekonomide istihdam artışına da olumlu katkılar sağlamaktadır. Ülkemizde 2007 yılı Eylül ayı itibarıyla aracı kurumlarda çalışan personel sayısı 5.933'tür. Bu sayının 2000 yılında 8.336 olduğu ve 2001 ekonomik krizi sonrasında birçok kişinin işini kaybettiği düşünüldüğünde, sektörün hala ciddi anlamda bir istihdam potansiyeli taşıdığı söylenebilir. Bu rakama, portföy yönetim şirketleri ile bankaların Hazine departmanlarında çalışan kişiler de eklendiğinde, aracı kuruluşlarda sermaye piyasası işlemleri nedeniyle istihdam edilen kişi sayısının 14.000-15.000'e ulaştığı tahmin edilebilir. Özellikle İstanbul'un bölgesel bir finans merkezi olması yönünde çalışmaların yürütüldüğü bu dönemde, sektörde çalışan kalifiye personel sayısının hızla artması beklenmektedir.

Öte yandan sermaye piyasasında gerçekleştirilen faaliyetler, borsalarda gerçekleştirilen alım-satım işlemlerinden şirketlerin kredi ve kurumsal derecelendirmesine kadar belli bir kalifikasyona sahip bireylerin istihdam edilmesini gerektirmektedir. Bunun teminine yönelik olarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, "Temel ve İleri Düzey", "Türev Piyasalar", "Kredi Derecelendirme", "Kurumsal Yönetişim", "Değerleme Uzmanlığı" gibi özel uzmanlık gerektiren faaliyet konularında lisanslama belgelerinin alınması zorunluluğu getirilmiştir. Tablo 7, 2003-2007 yılları arasında bu sertifikaları almaya hak kazanan kişi sayısını göstermektedir. Bu yasal düzenleme,

¹ Veriler, SPK Başkanı Sayın Turan Erol'un 15/02/2008 tarihinde İstanbul'da düzenlenen "Türk Sermaye Piyasası ve Yatırım Hizmetlerinin Geleceği" konulu konferansta yaptığı konuşma metninden alınmıştır.

sermaye piyasasında çalışanların mesleki formasyonunu olumlu yönde etkilemekte olup, kaliteli kurumsal hizmet sunumu açısından yatırımcılara olumlu yansımaları bulunmaktadır.

Tablo 7: Lisanslama Sınavları Sonucu Verilen Lisans Belgesi Sayısı (2003-2007)

	2003	2004	2005	2006	2007
Temel Düzey Lisansı	1.985	3.379	3.852	3.041	2.629
İleri Düzey Lisansı	1.051	1.074	950	796	782
Türev Araçlar Lisansı	110	260	464	336	351
Takas ve Operasyon Sorumlusu Lisansı	318	89	103	62	75
Değerleme Uzmanlığı Lisansı	61	56	67	190	305
Kredi Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı	-	-	1	39	116
Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı	-	-	7	42	71
Bağımsız Denetim Lisansı	-	-	-	-	13
Toplam	3.525	4.858	5.444	4.506	4.342

Kaynak: SPK

2. SEKTÖRÜN SWOT ANALİZİ

Farklı yapı ve büyüklükteki ekonomik birimlerin, güçlü ve zayıf yönlerini ortaya koymak, karşı karşıya buldukları fırsat ve tehditlere dikkat çekmek amacıyla yapılan SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*) analizi her sektör için, fotoğrafın tamamını görebilmek ve bu fotoğrafı oluşturan karelerin hangi nitelikte olduğunu ortaya koyabilmek açısından büyük önem taşımaktadır. Bu açıdan analiz edildiğinde, Türk Sermaye Piyasası'nın güçlü-zayıf yönleri ile, sektörün önümüzdeki dönemde karşı karşıya kalabileceği fırsat-tehditler aşağıdaki şekilde ortaya konulabilir.

A. Güçlü Yönler

- 1) Uluslararası güvenilirliğe sahip, sektörde faaliyet gösteren aracı kuruluşlara ve yatırımcılara organize piyasalarda alım-satım yapabilme imkanı sunan ve kurumsal kimliği güçlü borsalara sahip bulunmaktadır.
- 2) Sektör olarak, özellikle menkul kıymetler piyasasına ilişkin göstergeler (işlem hacmi, dönüşüm hızı, endeks getirisi) açısından, gelişmekte olan piyasalar arasında ön sıralarda yer almaktadır.

- 3) Sektörün işlem hacmi açısından en önemli kurumu olarak kabul edilebilecek İMKB, ABD’de Securities Exchange Commission (SEC), Japonya’da Japan Securities Dealers Association (JSDA) ve Avusturya Maliye Bakanlığı gibi önemli kurum ve kuruluşlar tarafından “uluslararası yatırım yapılabilir piyasa” olarak tanınmıştır.
- 4) Sektör içinde faaliyet gösteren borsalar, teknolojik olarak gelişmiş, piyasalara uzaktan erişime (ExAPI uygulaması) imkan veren işlem sistemlerine sahiptirler.
- 5) Sektör; genç, dinamik, tecrübeli ve yeniliklere açık çalışanlardan oluşmaktadır.
- 6) Sektörü oluşturan kurumların hukuki altyapısı ve işleyiş mekanizması uluslararası gelişmelerle paralel bir çizgi izlemektedir. AB’nin sermaye piyasalarına yönelik düzenlemelerinden önemli bir kısmının karşılığı, ülkemizin AB mevzuatı ile uyumlaştırılması hedefi çerçevesinde yapılan değişiklikler ile mevzuatımıza kazandırılmış bulunmaktadır.
- 7) Sektörün en dinamik piyasası olarak kabul edilebilecek Hisse Senetleri Piyasası’nda işlem görecekt şirket sayısı potansiyeli yüksektir.
- 8) Sektördeki kurum ve kuruluşlar, uluslararası gelişmeleri yakından izlemekte, uluslararası faaliyet ve organizasyonlarda aktif rol almaktadırlar. İMKB öncülüğünde 1995 yılında kurulmuş olan ve halen başkanlığı bu kurum tarafından sürdürülen Avrasya Borsalar Federasyonu (FEAS) buna en güzel örnektir.
- 9) Sektör; gelişmiş altyapısı, takas ve saklama sistemlerinin entegrasyonu ile özellikle bölgesel işbirliklerinde yeni açılımlar getirebilecek bir pozisyondadır.
- 10) Yatırımcıların sahip oldukları varlıkların aracılık sistemi dolayısıyla maruz kaldığı risklere karşı korunması ve böylece sermaye piyasasına duyulan güvenin sağlanabilmesi amacıyla “Yatırımcıları Koruma Fonu” kurulmuştur.
- 11) Sektörün öncü kuruluşu İMKB, % 32,6 ile ortağı olduğu Takasbank A.Ş. ile takas sistemini, % 30 pay sahibi bulunduğu Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ile de kaydi ortamda menkul kıymetlerin saklanması başarılı bir şekilde gerçekleştirmektedir.
- 12) Sektörde, spot piyasada taşınan pozisyonlar üzerinden karşı karşıya kalınan risklerden korunulabilmesine imkan veren organize bir vadeli işlemler piyasası bulunmaktadır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. bünyesinde faaliyet gösteren bu piyasa, işlemlerin başladığı 2005 yılı Şubat ayından 2007 sonuna gelen süreçte hızlı bir gelişim göstermiş ve risk yönetim olgusunun yerleşmesine katkıda bulunmuştur.

- 13) Sermaye piyasasında; kamuyu aydınlatma, şeffaflık ve rekabeti sağlıklı bir zeminde arttırmak üzere uluslararası finansal raporlama standartları ile kurumsal yönetim ilkeleri uygulanmakta olup, 2007 yılı içinde çalışmaları son noktaya getirilmiş olan "Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)" 2008 yılında hayata geçirilecektir.
- 14) Mali ve sınai işletmelerin kredi ve kurumsal güçlülük derecesini ölçümlemeye ve belgelemeye yönelik olarak kredi ve kurumsal derecelendirme şirketlerinin faaliyet gösterme esasları düzenlenmiş ve şirketlerin kurumsal gelişim süreci hızlandırılmıştır.
- 15) İstanbul Altın Borsası sektörün finans piyasalarına daha etkin katılımında önemli destek sağlamaktadır. Halkın elinde önemli miktarda altın birikimi bulunmakta olup, bu birikimi finans sektöründe dolaşıma sokacak zemin oluşmuş bulunmaktadır.

B. Zayıf Yönler

- 1) Yurtiçi tasarrufların çok küçük bir bölümü sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmektedir.
- 2) Kamu menkul kıymetlerinin, yüksek reel faizler neticesinde özel sektör menkul kıymetlerini dışlama (*crowding out*) etkisi sürmekte ve bu durum sermaye piyasasında finansal araç çeşitliliğini zayıflatmaktadır.
- 3) Kurumsal yatırımcı tabanı ve hizmet çeşitliliği istenen boyutta değildir.
- 4) Son yıllarda kotasyon koşullarında yapılan değişikliklerle ilerleme sağlanmış olmasına rağmen, halka açık şirket sayısı yüksek seviyede değildir.
- 5) İhraççıların sermaye piyasalarından yararlanma düzeyi istenen ölçekte değildir. Şirketlerin halka açıklık oranları göreceli olarak düşüktür.
- 6) Sermaye piyasaları konusunda ihtisaslaşmış mahkemeler bulunmamaktadır.
- 7) Yatırım fonlarının getirileri, bireysel yatırımcıları cezbedecek ölçüde yüksek olmadığından, bireysel yatırımcılar daha çok kendi münferit tercihleri ile, çoğu zaman etkin bir risk-getiri analizi yapmaksızın yatırım tercihinde bulunmaktadır.
- 8) Aracı kurumların toplam faaliyet gelirlerinin büyük bir kısmının, katma değeri fazla olan portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı gibi sermaye piyasası faaliyetleri yerine aracılık komisyonlarına bağlı olması, aracı kurumların İMKB işlem hacminin değişimlerinden büyük ölçüde etkilenmesine yol açmaktadır.

- 9) Halka açık bankalardan bir kısmının Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)'na devredilmesi gibi küçük bireysel yatırımcıların mağdur durumda bırakıldığı bazı uygulamalar, yatırımcıların piyasaya olan güvenini sarsmaktadır.
- 10) Sermaye piyasası kazançlarına ilişkin getirilen vergi düzenlemeleri çok sık değişmektedir. Ayrıca mevcut uygulamada, yerli ve yabancı yatırımcıların elde ettikleri sermaye piyasası kazançlarına tatbik edilen vergi oranları açısından farklılık bulunmakta olup, bu durum yerli yatırımcıları olumsuz etkilemektedir.
- 11) Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nda gerçekleştirilen işlemler üzerinden elde edilen kazançların 2006 ve 2007 yıllarında vergiden muaf tutulması ve bu uygulamanın 2008 yılında da devam edecek olması, spot piyasa işlem hacmi üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkarabilir.
- 12) Hem arz hem de talep yetersizliği nedeniyle, ikincil piyasalarda istenen ölçüde derinlik sağlanamamakta ve finansal suç konusunu oluşturan işlemlere zemin hazırlanabilmektedir.
- 13) Kıymetli madenler piyasasında uluslararası fiyat bağımlılığı sürmektedir. Sektörde kayıtsız ticaretin yoğunluğu istenilen hızda düşmemektedir. Kurumsallaşmada beklenen hıza ulaşamadığı için büyüme hızı istenilen seviyeye çıkamamıştır.
- 14) İAB'nin finans piyasalar ile ilişkisinde istenilen düzeye ulaşamamış, bu sebeple sektörün finansal ürünleri kullanma kapasitesi düşük kalmıştır. Buna bağlı olarak, kıymetli madenlere dayalı türev ürünlerde çeşitlilik sağlanamamıştır.

C. Fırsatlar

- 1) Türkiye'de menkul kıymetleri halihazırda Borsa'da işlem görmeyen çok sayıda büyük ve orta ölçekli, kurumsal niteliği yüksek şirket bulunmaktadır.
- 2) Sektör, bölgesinde geniş bir coğrafyada yer alan çeşitli borsalarla temas kurabilme ve borsa yatırım fonlarının oluşturulmasına esas teşkil edecek yeni gösterge endeksler geliştirebilme imkanına sahiptir. Bu borsaların tek bir alım-satım platformunda buluşturulması, Türk Sermaye Piyasası'nın uluslararası rekabet gücünü arttıracaktır. Uzaktan erişimin tamamlanmış olması bu imkanları realize etmeyi kolaylaştırmaktadır.
- 3) Türkiye; genç, dinamik ve sermaye piyasasına ilgi duyabilecek bir nüfusa sahiptir.
- 4) Türkiye'nin AB üyeliğinin gerçekleşmesi sermaye piyasasına yönelecek yabancı yatırımcı sayısını ve ölçeğini yükseltecektir.

- 5) Sermaye piyasalarının gelişiminde çok önemli bir rol oynayan bireysel emeklilik fonları faaliyete geçmiştir. Bu fonların, kamu maliyesinin iyileşme sürecine bağlı olarak vergi teşviklerinin artırılması halinde gelişme potansiyeli çok yükselecektir.
- 6) Tamamen uzaktan erişim sistemine geçilmesi, aracılık sektörünün maliyetlerini önemli ölçüde azaltmaktadır.
- 7) Türkiye'nin makro ekonomik göstergelerindeki iyileşmeler doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile özel sermaye yatırımlarının ülkeye daha büyük boyutta giriş yapmasına ve orta-uzun vadede halka açılma potansiyeli taşıyan şirket sayısının artmasına neden olabilecektir.
- 8) Gelir ortaklığı senedi, varantlar gibi alternatif yatırım araçlarının geliştirilmesi ve ülkemiz sermaye piyasasına kazandırılması suretiyle, faiz gibi belirli konularda hassasiyeti olan kesimin de sektöre çekilmesi finansal piyasalarda derinliği arttıracak ve reel sektör şirketleri için önemli bir fon girişi sağlayacaktır.
- 9) Ürün İhtisas Borsalarının kurulması halinde, bu borsalarda işlem görecektir elektronik depo sertifikalarının alım-satım platformunun devreye girmesi ile, hem spot hem de vadeli piyasa işlem hacminin artması ve daha geniş bir yatırımcı kitlesinin sermaye piyasası kültürü ile tanışması sağlanabilir.
- 10) Çifte kotasyona imkan verilerek, İMKB'de işlem gören şirketlerin iştiraklerinin de, işlem gördükleri kendi ülkeleri dışında ülkemiz sermaye piyasasında da işlem görmesine zemin hazırlanarak piyasanın likiditesi arttırılabilir.
- 11) İstanbul'un bölgesel bir finans merkezi olması yönünde yürütülen çalışmaların fiiliyata geçirilebilmesi, yabancı yatırımların ülkemize daha fazla gelmesine ve sermaye piyasasının daha da derinleşmesine zemin hazırlayabilir.

D. Tehditler

- 1) Ekonominin genel seyirindeki olası bozulmalardan sermaye piyasası ve dolayısıyla borsalar olumsuz etkilenmektedir.
- 2) Global boyutta ortaya çıkan ve özellikle hammadde fiyatlarındaki artış ile tüm gelişmekte olan ülkelere fon akışını hızlandıran likiditenin, olası bir uluslararası ekonomik çalkantı ile daralması, piyasayı zor durumda bırakabilir.
- 3) ABD ekonomisinin resesyona girmesi ve riskli konut kredileri (*sub-prime mortgage*) krizinin ortaya çıkardığı olumsuzluklar neticesinde, başta büyük bankalar olmak üzere birçok finansal kurumun zarar etmesi, ekonomide şirketlere

tahsis edilen kredi olanaklarının daralmasına neden olmak suretiyle ülkemiz sermaye piyasasının gelişimini olumsuz yönde etkileyebilir.

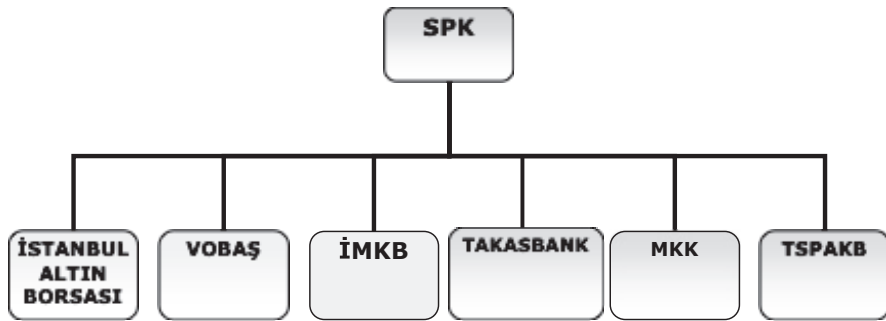
- 4) Ülkemizin de içinde bulunduğu bölge, sıcak çatışmaların, uluslararası krizlerin, kırılğan ekonomilerin yoğunlukta olduğu bir coğrafyada yer almaktadır. Yakın gelecekte bölgede ortaya çıkabilecek herhangi bir olumsuz uluslararası gelişme Türk Sermaye Piyasası'na yönelecek fonları negatif yönde etkileyebilir.
- 5) Son yıllarda görülen bölgesel ve global boyuttaki borsa birleşmeleri Türk Sermaye Piyasası'nın ve özellikle de İMKB'nin rekabet gücü üzerinde olumsuz etkiler yaratabilecek niteliktedir.
- 6) Yunanistan'daki Hellenic Exchanges A.A. gibi rakip borsaların teknoloji merkezli gelişme ve yayılma politikası, teknolojik yeniden yapılanma açısından kamunun getirdiği yasal düzenlemelerle hareket kabiliyeti sınırlanan İMKB'ni zor durumda bırakabilir.

3. SEKTÖREL YAPILANMA VE PİYASALARIN PERFORMANSI

3.1. Hukuki ve Kurumsal Yapılanma

Türk Sermaye Piyasası'na ilişkin yapılanmayı, hukuki ve kurumsal açıdan olmak üzere iki yönlü ele almak gerekmektedir. Hukuki açıdan sermaye piyasası sektörü, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın denetimi ve gözetimi altında, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine ve buna ilişkin çıkarılan tüm yasal düzenlemelere tabi olarak faaliyet göstermektedir. Bu genel yapı içinde SPK, kamu otoritesi olarak sermaye piyasasının tüm kurum ve kuruluşları ile güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını ve yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamakla sorumlu bulunmaktadır.

Grafik 5: Türk Sermaye Piyasasının Kurumsal Yapısı



SPK'nın denetim ve izlemesi altında faaliyet gösteren sektör, kurumsal yapılanma açısından ele alındığında, borsalar, takas-saklama kuruluşları ve diğer sermaye piyasası kurumları olmak üzere üç bölüme ayrılabilir. Bu yapılanma altında ilk iki grupta, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), İstanbul Altın Borsası (İAB), Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ) ve onlara takas-saklama hizmeti veren Takasbank A.Ş. ile Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) yer almaktadır (Grafik 5). Üçüncü grupta ise, bir meslek kuruluşu olarak sektörde yer alan ve aracı kuruluşların sorunlarının çözülmesi ile sektörün gelişimine yönelik faaliyetlerde bulunan, bu amaçla eğitim, bilgilendirme ve çalışma grubu faaliyetleri yürüten Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) ile aracı kurumlar, bankalar ve diğer sermaye piyasası kurumları bulunmaktadır.

Bu kurumsal yapı içinde, sermaye piyasası kurum ve kuruluşları ile sektör temsilcilerini biraraya getirmek suretiyle etkin bir şekilde çalışmasına katkı sağlayan bir başka oluşum da TOBB bünyesinde kurulmuş ve faaliyet göstermekte olan "Türkiye Sermaye Piyasası Meclisi"dir. 2006 yılı ortasında kurulmuş olan ve sektörü temsil eden kurumların üst düzey yöneticilerinden oluşan bu Sektör Meclisi, yılda dört defa olmak üzere düzenli bir şekilde toplanmakta ve sermaye piyasası sektörünü ilgilendiren konuları tartışmak ve farklı konularda karşılaşılan sorunlara ilişkin çözüm önerileri getirmek ve çalışma raporları hazırlanmak suretiyle sektörün gelişimine önemli katkılar sağlamaktadır.

Bu kurumsal yapılanma içinde en önemli yeri, borsalarda gerçekleştirilen toplam işlem hacminin % 99'una ev sahipliği yapan İMKB almaktadır. İMKB'nin bir başka özelliği de, sırasıyla Takasbank A.Ş.'nde % 32,6, MKK A.Ş.'de % 30 ve VOB A.Ş.'de % 18 paya sahip bulunmasıdır. Sektörde, VOB'da gerçekleştirilen işlemler de dahil olmak üzere tüm menkul kıymet işlemlerinin takasını Takasbank A.Ş. yapmaktadır. MKK A.Ş. ise, 2005 yılı Aralık ayından başlamak üzere sermaye piyasasında işlem gören tüm hisse senetleri, yatırım fonu katılma belgeleri ve özel sektör tahvillerinin kaydi saklama işlevini yerine getirmekte, "*Yatırımcıları Koruma Fonu*"nun idaresinden sorumlu bulunmaktadır.

Piyasada işlem yapan kurumlar olarak bakıldığında ilk sırayı, gerek organize gerekse tezgahüstü piyasalarda işlemlerin gerçekleştirilmesine aracılık eden aracı kuruluşlar almaktadır. 2007 yılı sonu itibarıyla Türk Sermaye Piyasası'nda 41'i banka ve 104'ü de aracı kurum olmak üzere 145 aracı kuruluş işlem yapmaktadır. TSPAKB verilerine göre, aracı kurumların sahip olduğu aktiflerin toplam büyüklüğü 2007 yılı sonu itibarıyla 3.841 Milyon YTL'dir (Tablo 8). Aynı dönem itibarıyla, aracı kurumların özsermayesinin toplam aktif içindeki payı % 50,5'dir. Aracı kurumlarda çalışan personel sayısı 5.860 olup, net karları toplamı aynı dönem itibarıyla 309 milyon YTL'dir.

Tablo 8: Aracı Kurumlara İlişkin Bazı Özet İstatistik Bilgiler (Milyon YTL)

	2005	2006	2007	% Değişim (2006/2007)
Aktif Toplamı	2.564	2.685	3.841	% 43,0
Özsermaye	1.501	1.500	1.942	% 29,5
Net Komisyon Gelirleri	490	509	605	% 18,8
Net Kar	273	188	309	% 64,4

Kaynak: TSPAKB

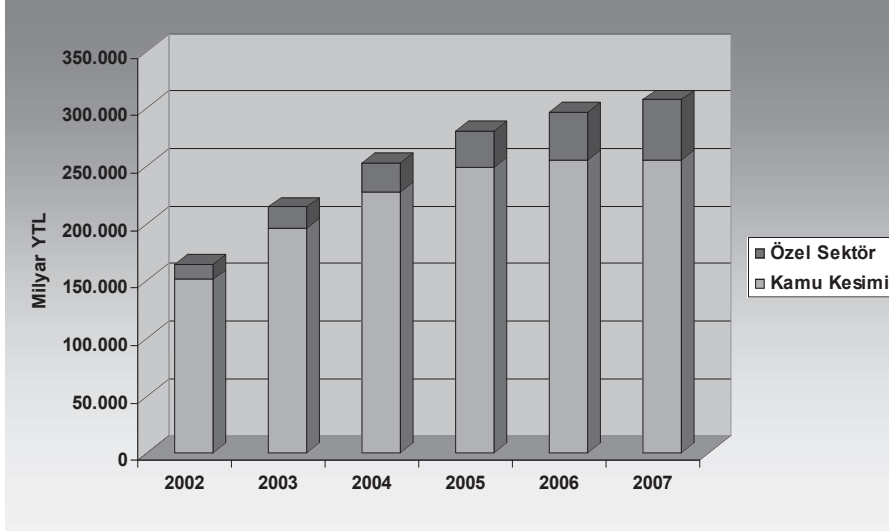
Bu aracı kuruluşlar dışında kalan diğer sermaye piyasası kurumları içinde ise, menkul kıymet yatırım fonları, bireysel emeklilik fonları, yabancı yatırım fonları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketleri sayılabilir. Kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğünün GSMH içinde aldığı pay 2006 ve 2007 yılları itibariyle sırasıyla % 5 ve %5.8 olarak gerçekleşmiştir². Diğer taraftan, bu kurumlar dışında sektör içinde faaliyet gösteren 96 bağımsız denetim şirketi, 26 gayrimenkul değerlendirme şirketi ile 8 kredi ve kurumsal derecelendirme şirketi de yer almaktadır. Bu açıdan bakıldığında Türk Sermaye Piyasası, geniş yelpazede ve farklı faaliyet alanlarında çalışmalar yürüten güçlü bir kurumsal yapıya sahip bulunmaktadır.

3.2. Türk Sermaye Piyasasına İlişkin Rakamsal Göstergeler

3.2.1. Menkul Kıymet Stokları ve Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları

Ülkemiz sermaye piyasasının gelişimine ilişkin sağlıklı bir değerlendirme yapabilmek için, sektöre ilişkin bazı rakamsal büyüklüklerin analiz edilmesinde fayda bulunmaktadır. Bu büyüklükler içinde ilk sırada, menkul kıymet stokları ve bu stokların kompozisyonu gelmektedir. Yıllar itibariyle menkul kıymet stoklarındaki değişim incelendiğinde, toplam stokun kamu kesimi ağırlıklı olduğu görülmektedir (Grafik 6). 2006 yılı ile karşılaştırıldığında, menkul kıymet stoku 2007 yılında %3,8 artmış olup, bu artışta en büyük payı % 27,2 ile özel sektör menkul kıymetleri almıştır.

² Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB Aylık Yayını, Sayı: 66, Şubat 2008, s. 30.

Grifik 6: Türk Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Stokları (2002-2007)**Kaynak: SPK**

Menkul kıymet stoklarının kompozisyonu incelendiğinde, özel sektör menkul kıymet stokunun hemen hemen tamamının (2007 yılında % 99) hisse senetlerinden oluştuğu, çok düşük miktarda tahvil ve finansman bonusu ihracı dışında borçlanma senedi ile finansmanın söz konusu olmadığı görülmektedir. Yüzde olarak bakıldığında ise, toplam menkul kıymet stoku içinde hisse senetlerinin payı 2007 yılı sonu itibarıyla % 16,8, buna karşılık devlet tahvili ile hazine bonosunun payı toplamda % 83'tür. Bununla birlikte, kamu kesimi menkul kıymet stokunun toplam içindeki payında yıllar itibarıyla bir azalma, özel sektör menkul kıymet stokunun toplam içindeki payında ise özellikle son 3 yıl (2005-2007) içinde bir artış görülmektedir (Tablo 9).

Bu trendin, 2008 yılında gerçekleştirilmesi beklenen yeni halka arzlar ve kamu dengesinin daha da iyileştirilmesi ile artarak devam etmesi beklenmektedir. Kamu kesimi menkul kıymet stoku ise daha çok devlet tahvili ağırlıklıdır. Yıllar içinde, devlet tahvilinin kamu menkul kıymet stoku içindeki ağırlığı artarken, hazine bonosunun ağırlığı giderek azalmıştır. Nitekim, 2006 yılında hazine bonusu stok miktarının toplam içindeki payı % 3,2 iken, 2007 yılında bu oran % 2'ye gerilemiştir (Tablo 9).

Tablo 9: Türk Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Stoklarının Kompozisyonu (Milyon YTL)

	2003	2004	2005	2006	(%)	2007	(%)
ÖZEL SEKTÖR	18.008	25.186	31.916	41.059	13,9	52.225	17,0
Hisse Senedi	18.008	25.186	31.903	40.926	13,8	51.685	16,8
Tahvil	0	0	0	120	0,0	270	0,1
Finansman Bonosu	0	0	13	13	0,0	270	0,1
VDMK	0	0	0	0	0,0	0	0,0
KZOB	0	0	0	0	0,0	0	0,0
KAMU KESİMİ	196.004	227.415	248.773	255.240	86,1	255.310	83,0
Devlet Tahvili	168.974	194.211	226.964	241.876	81,6	249.176	81,0
Hazine Bonosu	25.413	30.272	17.818	9.594	3,2	6.134	2,0
GOS	0	0	0	0	0,0	0	0,0
Döviz Endeksli Senetler	0	0	0	0	0,0	0	0,0
Özelleştirme Tahvili	1.671	2.932	3.991	3.770	1,3	0	0,0
TOPLAM	214.012	252.601	280.689	296.299	100,0	307.535	100,0

Kaynak: SPK

Sermaye piyasasına ilişkin büyüklüklerden biri de kurul kaydına alınan menkul kıymet ihraçlarıdır. Satışa sunulan toplam menkul kıymet ihraç tutarı 2006 yılında 20,3 milyar YTL iken, 2007 yılında % 48,3 oranında azalarak 10,5 milyar YTL olmuştur. Söz konusu azalışta, 2006 yılında toplam ihraç tutarının % 29'luk bölümünü oluşturan emeklilik yatırım fonu katılma belgesi ihracının çok sınırlı seviyede gerçekleşmiş olmasının etkili olduğu düşünülmektedir (Tablo 10). Kurul kaydında bulunan (halka açık) şirket sayısı 2007 yılı sonu itibarıyla 609 olup, bunun 333'ü Borsa şirketi statüsündedir. Söz konusu tarihte şirketlerin Kurul kaydına alınan hisse senedi ihraçlarının satışa sunulan fiyat üzerinden toplam tutarı 7,8 milyar YTL olup, bu tutar toplam menkul kıymet ihracının %75'lik kısmını oluşturmaktadır. Gerek 2006, gerekse 2007 yılında çok düşük miktarda borçlanma senedi ihracı yapıldığı görülmektedir.

Tablo 10: Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları (2003-2007) (Bin YTL)*

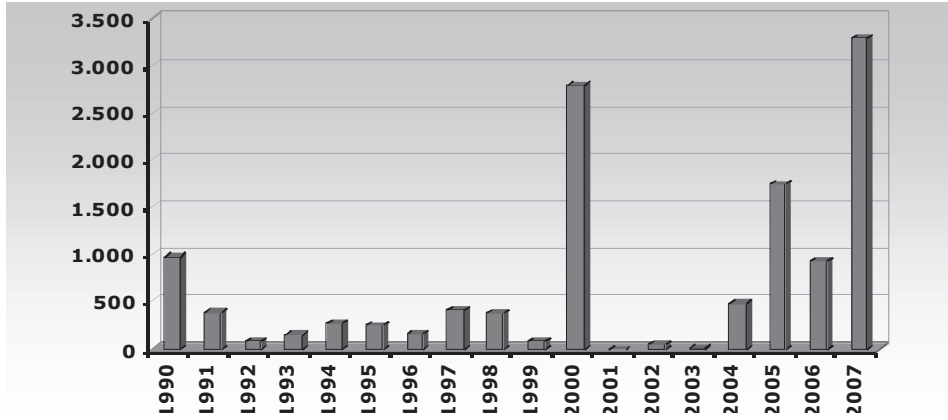
Yıllar	Hisse Senedi	Tahvil	F. Bonosu	MKYF	EYF-KB	YYF-KB	Toplam
2003	1.749.597	0	0	6.118.693	0	13.437	7.881.726
2004	3.826.540	0	0	6.870.351	0	0	10.696.891
2005	3.991.870	0	13.000	2.390.990	929.187	59.666	7.384.712
2006	10.880.574	150.000	0	3.356.209	5.900.000	17.329	20.298.076
2007	7.863.768	150.210	230.000	1.848.305	450.000	0	10.542.283

(*) Tüm menkul kıymet ihraçları için, satışa sunulan fiyat üzerinden ihraç tutarı kullanılmıştır.

Kaynak: SPK

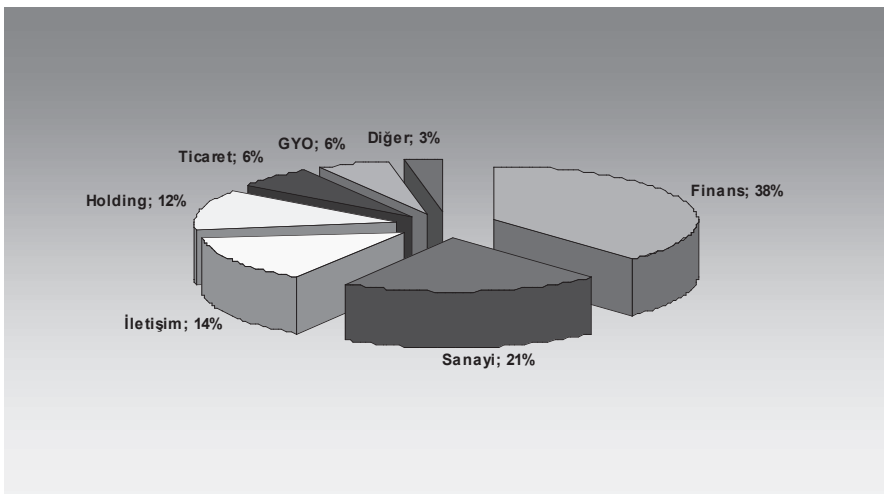
Kurul kaydına alınan menkul kıymet ihraçlarına ilişkin veriyi etkileyen en önemli faktör halka arzlardır. 2000’li yıllar analiz edildiğinde, özellikle 2001 krizinden sonra halka arzlarda ciddi bir düşüş olduğu, buna karşılık son 4 yıl (2004-2007) içinde halka arzların tekrar toparlanarak bir artış seyrine girdiği görülmektedir. 2007 yılında 9 yeni halka arz işlemi gerçekleştirilmiş ve şirketlere 3,3 milyar ABD doları kaynak sağlanmıştır (Grafik 7). Grafik 7’de, 2005 ve 2007 yıllarındaki artışlar sırasıyla Vakıflar Bankası (1,2 milyar ABD doları) ve Halk Bankası (1,8 milyar ABD doları) na ilişkin yapılan halka arzlardan kaynaklanmaktadır. Halka arz yöntemi açısından bakıldığında ise, 2007 yılında gerçekleştirilen halka arzların 2’si sermaye artırımı, 3’ü mevcut payların satışı, 4’ü de her iki yöntemin birlikte kullanılması ile yapılmıştır.

Grafik 7: Yıllar İtibariyle Birincil Halka Arzlar ve Hasılat Tutarı (Milyon ABD Doları)



Kaynak: İMKB

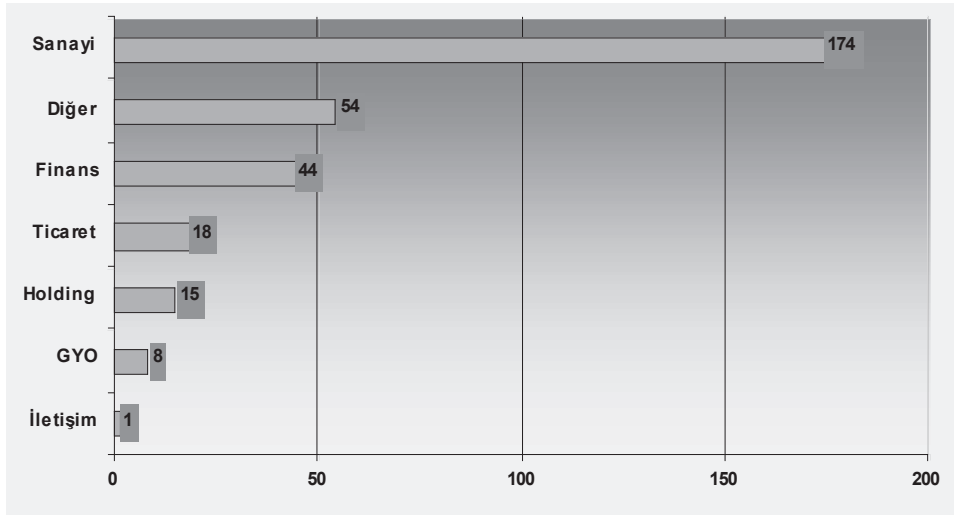
Grafik 8: Birincil Halka Arzlardaki Hasılatın Sektörel Dağılımı (1990-2007)



Kaynak: İMKB

1990-2007 yılları arasındaki 18 yıllık bir dönemi mercek altına alarak birincil halka arzlardaki hasılatın sektörel dağılımına bakıldığında, finans sektörü ağırlıklı (% 38) olduğu görülmektedir (Grafik 8). İkinci sırada ise % 21 ile sanayi sektörü gelmektedir. Aynı dönem içinde birincil halka arzların şirket sayısı itibariyle sektörel dağılımına bakıldığında ise, sanayi sektörünün (174 şirket) ilk sırada yer aldığı, onu finans sektörünün (44 şirket) izlediği görülmektedir (Grafik 9).

Grafik 9: Birincil Halka Arzların Şirket Sayısı İtibariyle Sektörel Dağılımı (1990-2007)



Kaynak: İMKB

Tablo 11: Türk Sermaye Piyasasında Şirketlerin Halka Açılma Oranları (2002-2007)

Yıllar	Halka Açılan Toplam Şirket Sayısı	Sermayesinin % 1-% 15'ini Halka Açan Şirket Sayısı	Sermayesinin %15-%25'ini Halka Açan Şirket Sayısı	Sermayesinin % 25 ve %25'ten Daha Fazlasını Halka Açan Şirket Sayısı	Halka Arz Hacmi (Milyon YTL)
2002	4	-	3	1	76,62
2003	2	-	-	2	18,40
2004	12	-	3	9	1.427,87
2005	9	-	3	6	2.362,05
2006	15	-	1	14	1.239,68
2007	9	-	3	6	4.364,05

Kaynak: İMKB

Diğer taraftan, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca, sermaye arttırımı veya mevcut payların satışı (ortak satışı) suretiyle halka açılmak isteyen şirketlerin sermaye büyüklüklerine göre, en az %5 - %25 arasında değişen oranlarda halka arz yapmaları gerekmektedir. Sermaye tutarı yükseldikçe halka arz edilmesi gereken hisse senetlerinin oranı düşmektedir. Tablo 11, 2002-2007 yılları arasında halka açılan şirket sayısı ile halka açılma oranlarını göstermektedir. Buna göre, 2007 yılında halka açılan 9 şirketin 3'ü sermayesinin %15 - %25'ini, 6'sı ise %25 ve daha fazlasını halka arz etmiştir. 2006 yılında ise toplam 15 şirket halka açılmış olup, bunların önemli bir bölümü (14 şirket), sermayesinin % 25'inden fazlasını halka arz etmiştir. Halka açılma oranındaki yükseklik, bir yandan şirketlerin sermayelerinin düşük olmasından, diğer yandan da ilgili şirketlerin tercihlerinden kaynaklanmaktadır.

3.2.2. Menkul Kıymet Yatırım Fonları (MKYF)

Türk Sermaye Piyasası'nda 2008 yılı Ocak ayı sonu itibariyle 316 adet menkul kıymet yatırım fonu bulunmaktadır. Bu fonların toplam portföy değeri 26.484 milyon YTL'ye, bu fonlara yatırım yapan yatırımcı sayısı ise 3.135.601'e ulaşmıştır. Portföy değerlerinin en az % 25'i hisse senetlerinden oluşan A-tipi fonlar ile, bu kısıtlamaya tabi olmayan B-tipi fonlar arasındaki dağılıma bakıldığında, B-tipi yatırım fonlarının, toplam portföy değeri içinde % 97'lik bir paya sahip olduğu, buna paralel şekilde toplam yatırımcı sayısının da % 94,5'inin B-tipi fonlara yatırım yaptığı görülmektedir. 2008 yılı Ocak ayı sonu itibariyle faaliyette bulunan 139 adet A-tipi yatırım fonunun toplam portföy değeri 792,4 milyon YTL iken, B-tipi fonların sayısı 177, toplam portföy değerleri ise 25.692 milyon YTL'dir (Tablo 12).

Tablo 12: Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Portföy Değeri ve Kompozisyonu (28.01.2008)

Fon Tipi	Takasbank Hesap Sayısı	Yatırımcı Sayısı	Ortalama Vade	Portföy Değeri (YTL)	Toplam İçinde Payı (%)	Hisse Senedi (%)	Kamu Borçlanma Senedi (%:)	Ters Repo (%)	Borsa Para Piyasası (%)	Yabancı Menkul Kıymet (%)	Diğer (%)
YATIRIM FONLARI											
Toplam	316	3.135.601	88,85	28.484.475.649,57	100,00	2,25	32,98	61,82	2,78	0,05	0,12
A Tipi	139	172.038	207,64	792.474.825,19	2,99	66,83	17,16	15,25	0,1	0,3	0,36
B Tipi	177	2.963.563	85,16	25.692.000.824,38	97,01	0,75	33,47	63,27	2,86	0,04	0,11
EMEKLİK YATIRIM FONLARI											
Toplam	104	4.382.415	555,26	4.635.448.637,32		11,11	67,48	15,46	0,47	0,45	5,03
YATIRIM ORTAKLIKLARI											
Toplam	49		212,07	784.885.183,31	100,00	30,55	36,37	16,69	0,11	0,23	16,05
Gayri Menkul Y.O.	15		180,57	155.306.256,32	19,79	0,59	38,14	10,81	0	0	50,46
Menkul Kıymet Y.O.	34		226,53	629.578.926,99	80,21	44,31	35,56	19,39	0,16	0,33	0,25

Sermaye piyasasında menkul kıymet yatırım fonlarını oluşturan bu iki fon tipi, ayrıca yatırım yaptıkları finansal araçların ağırlığına göre de çeşitli alt gruplara ayrılmaktadır. Bu türlere göre bakıldığında, A-tipi fonların % 41'ini değişken fonlar (57 adet), % 15'ini karma fonlar (21 adet) ve % 14'ünü (20 adet) ise hisse senedi fonları oluşturmaktadır. A-tipi fonların % 17'si (24 adet) ise borsada işlem gören endeks fonlardan oluşmaktadır. B-tipi menkul kıymet yatırım fonlarının türleri itibarıyla dağılımına bakıldığında ise, ilk sırada % 34,4 ile (61 adet) değişken fonlar gelmekte, bu fon tipini % 27,6 (49 adet) ile likit fonlar ve % 25,4 ile (45 adet) tahvil-bono fonları takip etmektedir (Tablo 13).

Tablo 13: Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Türleri ve Portföy Değerleri (28.01.2008)

Fon Tipi	Takasbank Hesap Sayısı	Yatırımcı Sayısı	Ortalama Vade	Toplam Değeri (YTL)	Portföy Değeri (YTL)
YATIRIM FONLARI					
Toplam	316	3.135.601	88,85	26.447.721.070,64	26.484.475.649,57
A Tipi	139	172.038	207,64	796.556.273,85	792.474.825,19
B Tipi	177	2.963.563	85,16	25.651.164.796,79	25.692.000.824,38
A - TİPİ FONLAR					
A Tipi Değişken	57	17.782	108,2	191.955.554,73	187.234.354,44
A Tipi Hisse Senedi	20	9.001	25,4	65.548.280,54	66.774.636,08
A Tipi Karma	21	126.656	226,77	175.774.857,25	169.572.817,15
A Tipi Sektör	3	1.309	0	7.511.634,86	8.033.321,83
A Tipi İştirak	3	3.723	66,88	19.937.796,37	20.209.078,53
A Tipi Özel	7	13	54,39	101.902.098,89	101.761.077,99
A Tipi Endeks	24	12.949	409,77	232.909.847,80	237.907.020,23
A Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	2	490	0	372.615,14	366.561,71
A Tipi Altın	1	115	0	643.588,27	615.957,22
B - TİPİ FONLAR					
B Tipi Değişken	61	146.620	330,69	2.133.140.797,44	2.150.028.263,72
B Tipi Tahvil Bono	45	91.679	348,5	2.308.537.966,79	2.315.695.842,78
B Tipi Likit	49	2.716.548	26,88	20.938.502.574,56	20.958.672.108,14
B Tipi Karma	1	517	123,9	1.334.215,90	1.302.778,22
B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler	4	3.859	151,29	15.367.689,04	12.855.000,08
B Tipi Özel Fon	3	25	500,96	70.336.372,01	70.063.511,72
B Tipi Endeks	1	0	559,71	112.302.105,59	112.370.545,35
B Tipi Altın	4	4.315	0	71.643.075,46	71.012.774,37

Kaynak: SPK

Yatırım fonlarının portföy yapısına topluca bakıldığında, B-tipi fonların % 63,2 oranında ağırlıklı olarak ters repoda değerlendirildiği, bunu % 33,4 ile kamu menkul kıymetlerinin izlediği görülmektedir. Bu fon tipinde hisse senedinin payı ise sadece

% 0,25'tir. A-tipi fonlara bakıldığında ise, toplam fonların % 66,8'i hisse senetlerinde, % 17,1'i kamu menkul kıymetlerinde, % 15,2'si ise ters repoda tutulmaktadır. MKYF'nin sahip olduğu toplam portföy değeri açısından bakıldığında ise, hisse senetlerinin toplam portföy değeri içinde aldığı pay sadece % 2,25'tir.

Yatırım fonları açısından dikkati çeken bir başka husus da, A-tipi fonlarda ortalama yatırım vadesinin (208 gün) B tipi fonlardan (85 gün) daha uzun olmasıdır. Bununla birlikte, portföy değeri olarak B-tipi fonların sahip olduğu ağırlık neticesinde, yatırım fonlarının toplamda ortalama vadesi 3 ayı geçmemektedir.

Tablo 14: Menkul Kıymet Yatırım Fonları Kurucularının Piyasa Payları (2002-2007)

Yıllar	İlk 3 Sıradaki Kurucunun Toplam Piyasa Payı (%)	İlk 5 Sıradaki Kurucunun Toplam Piyasa Payı (%)	İlk 10 Sıradaki Kurucunun Toplam Piyasa Payı (%)
2002	43,28	63,22	86,41
2003	45,16	64,16	84,02
2004	46,37	64,13	84,49
2005	43,29	63,63	84,31
2006	45,36	66,00	85,64
2007	51,01	69,27	85,76

Kaynak: SPK

Sayıları 2007 yılı sonu itibarıyla 70 adet olan menkul kıymet yatırım fonu kurucularının kontrolleri altında bulunan portföy değerleri açısından piyasadaki paylarına bakıldığında, piyasada ciddi anlamda bir yoğunlaşma olduğu göze çarpmaktadır. İlk üç kurucunun piyasa payı son beş yıl boyunca % 45'e yakın seyretmişken, 2007 yılı Aralık ayı sonunda % 51'e çıkmıştır. Toplam 70 kurucunun içinde ilk 10 kurucu ise piyasadaki toplam portföy değerinin % 85'inden fazlasını kontrol etmektedir (Tablo 14).

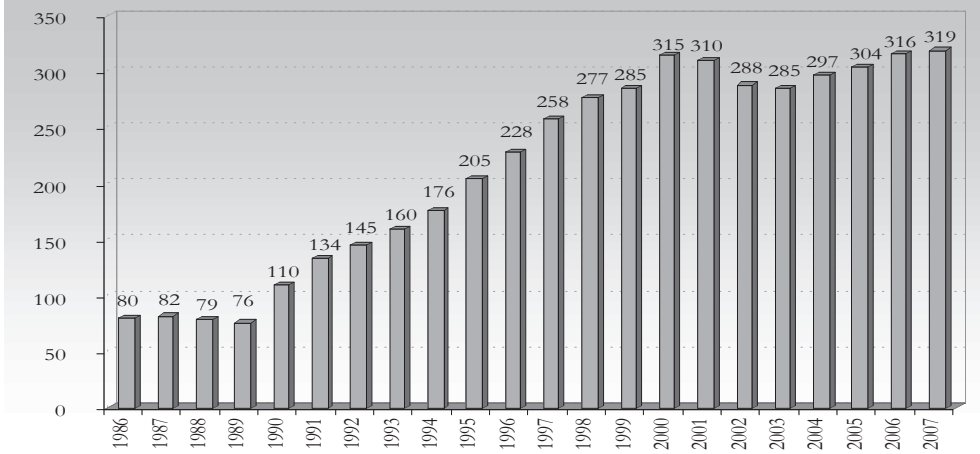
3.2.3. Borsalar ve İkincil Piyasa İşlemleri

3.2.3.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)

Türk Sermaye Piyasası'nda birincil ve ikincil piyasa işlemleri açısından en ağırlıklı payı alan kurum İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'dır. Raporun birinci bölümünde de belirtildiği üzere, İMKB kuruluşundan bu zamana kadar olan 20 yıllık süreçte halka arzlar yoluyla ekonomiye 37 milyar dolarlık bir fon girişi sağlamıştır. Bu tutarın en büyük kısmı bedelli sermaye arttırmalarından ve birincil halka arzlardan

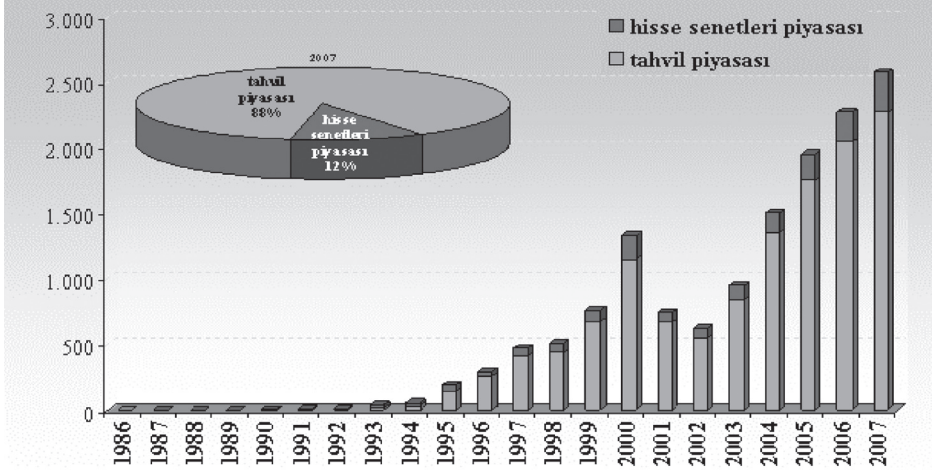
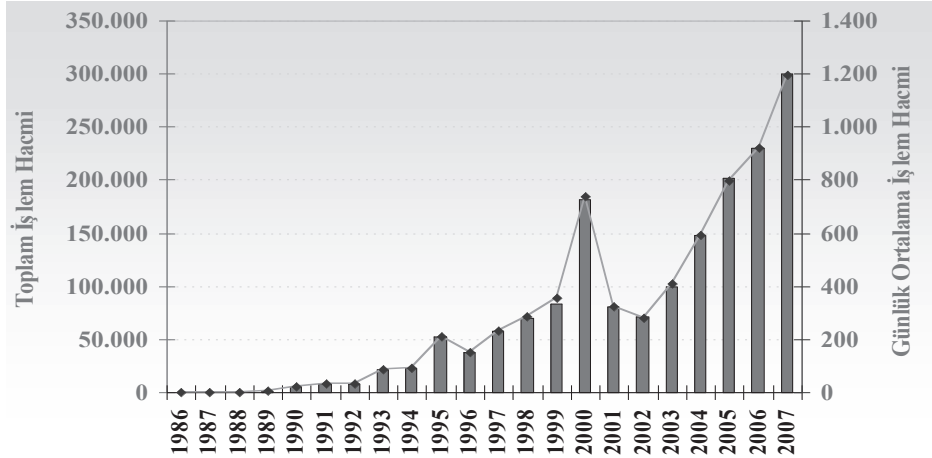
gelmektedir. İMKB pazarlarına 2007 yılında halka arz yoluyla 9 yeni şirketin hisse senetleri katılmıştır. 2007 yılı sonu itibariyle Hisse Senetleri Piyasası'nda (HSP) Ulusal Pazar'da 292, İkinci Ulusal Pazar'da 14, Yeni Ekonomi Pazarı'nda 3 ve Gözaltı Pazarı'nda 10 olmak üzere toplam 319 şirketin hisse senetleri, buna ilave olarak, 8 adet Borsa Yatırım Fonu (BYF) na ait katılma belgeleri işlem görmektedir. Grafik 10, yıllar itibariyle İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem gören şirket sayısının gelişimini göstermektedir.

Grafik 10: İMKB Pazarlarında İşlem Gören Şirket Sayısı (1986-2007)



Kaynak: İMKB

İMKB piyasalarında gerçekleşen toplam işlem hacmi, özellikle 2002 yılı sonrasında sürekli bir artış göstermiş, 2002-2007 yılları arasındaki dönemde 4,15 kat artmıştır. Piyasa bazında incelendiğinde, toplam işlem hacmi içinde Tahvil ve Bono Piyasası'nın çok yüksek bir ağırlığa (% 88) sahip olduğu görülmektedir (Grafik 11). İMKB Hisse Senetleri Piyasası (HSP)'nda Ulusal Pazar'ın toplam işlem hacmi 2007 yılı Aralık ayı sonu itibariyle 291,4 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Grafik 12). Bu rakam, HSP toplam işlem hacminin %98,7'sini oluşturmaktadır. Aynı yıl, İkinci Ulusal Pazar'da 3,4 milyar ABD doları, Yeni Ekonomi Pazarı'nda 0,43 milyar ABD doları, Gözaltı Pazarı'nda ise 0,13 milyar ABD doları tutarında işlem gerçekleştirilmiştir. Pazarın açılması üzerinden kısa bir süre geçmiş olmasına rağmen, Borsa Yatırım Fonları (BYF) önemli gelişme kaydetmiştir. İşlem hacmi 2007 yılında 5,45 milyar ABD dolarına yükselmiştir. 2005 yılında 2 olan BYF sayısı 2006'da 6'ya çıkmıştır. Oluşturulan bazı sektörel ve genel endeksleri yansıtan BYF'nin yanısıra, altına dayalı BYF ve en son olarak da tahvil-bonoya dayalı BYF ile, işlem gören fon sayısı 8'e ulaşmıştır.

Grafik 11: İMKB Piyasaları Toplam İşlem Hacmi (1986-2007) (Milyar ABD Doları)**Kaynak: İMKB****Grafik 12: İMKB Hisse Senetleri Piyasası İşlem Hacmi (1986-2007) (Milyon ABD Doları)****Kaynak: İMKB**

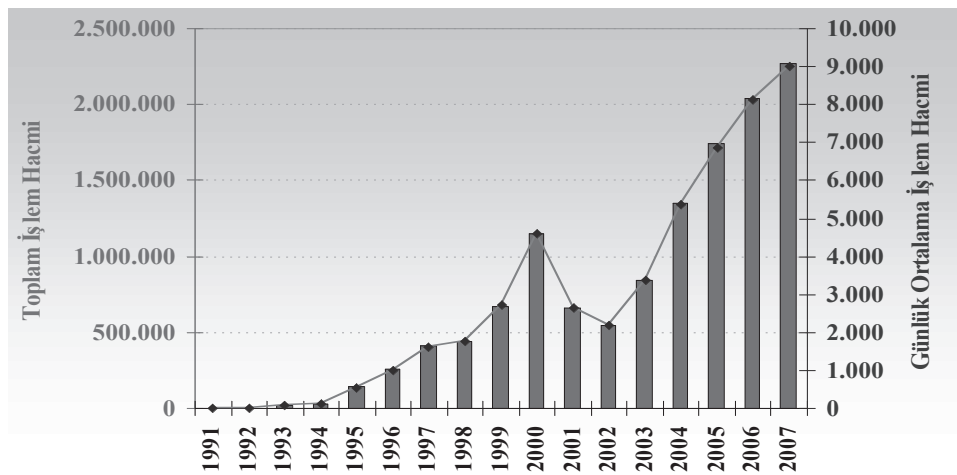
İMKB piyasalarında gerçekleştirilen işlem hacminin, piyasa bazında aracı kurum ve bankalar arasındaki dağılımına bakıldığında, her iki kurum tipinin de işlem yapabildiği İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem hacmi içinde bankaların payı 2007 yılında %82,3 olmuştur. Bunun en önemli nedeni, bankaların bilançolarında yer alan menkul değerler cüzdanı hesabı altında yüksek miktarda devlet iç borçlanma senetleri taşımaları ve bu portföylerini aktif olarak yönetmeyi tercih etmeleridir.

Tablo 15: İMKB İşlem Hacminin Aracı Kuruluş Tipi Bazında Dağılımı (Milyar ABD Doları)

	2005	% Pay	2006	% Pay	2007/09	% Pay
Hisse Senedi Piyasası						
Aracı Kurum	403	% 100,0	454	% 100,0	596	% 100,0
Tahvil ve Bono Piyasası						
Aracı Kurum	708	% 18,3	744	% 18,2	867	% 17,7
Banka	3.163	% 81,7	3.344	% 81,8	4.039	% 82,3
Toplam	4.274		4.542		5.502	

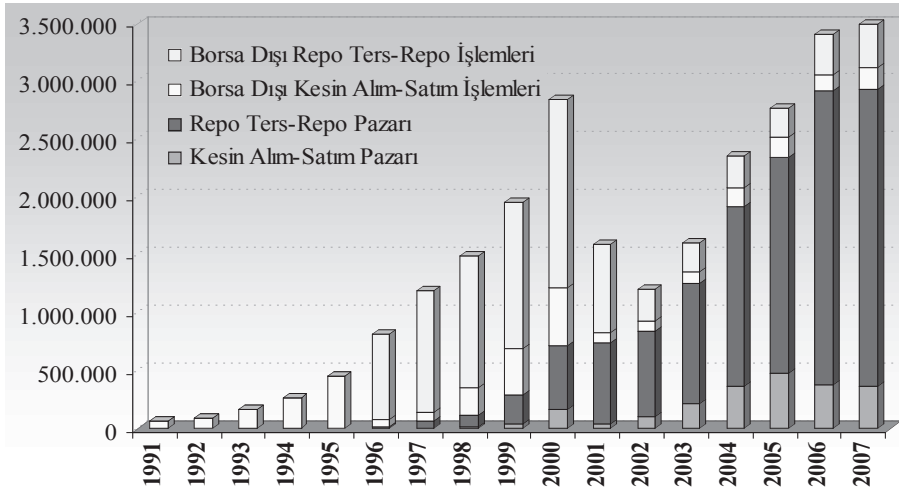
Kaynak: TSPAKB

İMKB piyasaları içinde en yüksek işlem hacmine sahip olan Tahvil ve Bono Piyasası'nda 2007 yılı sonu itibarıyla işlem hacmi 2,5 trilyon ABD dolarına yaklaşmış bulunmaktadır (Grafik 13). Bu rakam 2007 yılı Türkiye GSMH'nin yaklaşık 5 katıdır. Bir başka ifade ile, bu piyasada 1 saatte 1,5 milyar dolara yakın işlem gerçekleşmektedir. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'ndaki işlem hacminin dağılımına bakıldığında, Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki işlemlerin ağırlıkta olduğu (% 87,6) görülmektedir. Kesin Alım-Satım Pazarı'nda gerçekleştirilen işlem hacminin toplam içindeki payı ise % 12,4'tür. Borsa dışında gerçekleşen, ancak İMKB tarafından tescil edilen repo ve ters repo işlemleri ile kesin alım-satım işlemleri de bu tutara eklenince, 2007 yılı toplamında Tahvil ve Bono Piyasası'nda 3,5 trilyon dolar işlem hacmi gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 14).

Grafik 13: İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacmi (1991-2007) (Milyon ABD Doları)**Kaynak: İMKB**

Türk Sermaye Piyasası'nda son yıllarda ortaya çıkan gelişmelerden birisi de, ülke ekonomisinde sağlanan istikrarlı büyümeye paralel olarak yabancı finansal kuruluşların Türkiye'ye olan ilgisinin artması ve Türkiye'de aracı kuruluş satın alma ve temsilcilik açma eğilimine girmiş olmalarıdır. İMKB Hisse Senetleri ve Tahvil Piyasalarında işlem yapan toplam 145 üye bulunmakta olup, bunların 36 tanesi yabancı ortaklı üyelere (Tablo 16). Yerel piyasadan aracı kurum satın alarak sermaye piyasamıza giriş yapan başlıca yabancı aracı kurumlar arasında Merrill Lynch, Morgan Stanley, EFG Bank, Deutschebank, UBS, Lehman Brothers ve ING sayılabilir.

Grafik 14: İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacminin Dağılımı (1991-2007)



Kaynak: İMKB

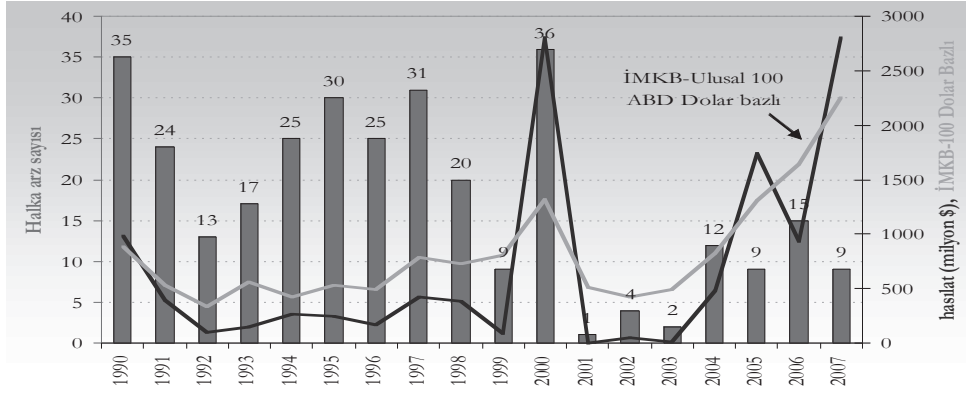
Tablo 16: İMKB Piyasa ve Pazarlarında Faaliyette Bulunan Üyeler (2007)

Piyasa Adı	Aracı Kurum	Yatırım ve Kalkınma Bankası	Ticari Banka	Toplam
Hisse Senetleri Piyasası	104	0	0	104
Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı	91	12	29	132
Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı	64	12	28	104
Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası	91	12	29	132
Uluslararası Tahvil Pazarı				

Kaynak: İMKB

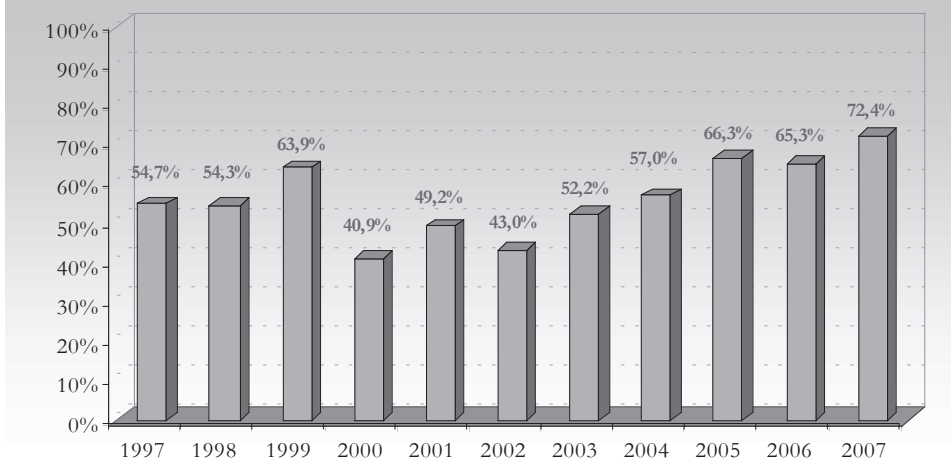
İMKB üzerinden fon talep edenler açısından bakıldığında, özellikle 2001 krizinden sonra halka arzlarda yaşanan ciddi düşüş sonrasında, özellikle son 3 yıl içinde halka arzlarda artışlar başlamıştır. Yukarıda da ifade edildiği üzere, 2007 yılında 9 şirketin halka arzı gerçekleştirilmiş, bu halka arzlardan yaklaşık 3,3 milyar dolar kaynak girişi sağlanmıştır. Grafik 15, 1990-2007 yılları arasında halka arz edilen şirket sayısı ve elde edilen hasılat tutarı ile, İMKB Ulusal-100 endeksinin dolar bazlı gelişimini göstermektedir.

Grafik 15: Yıllar İtibariyle Halka Arzlar ve Hasılat Tutarı (1990-2007)



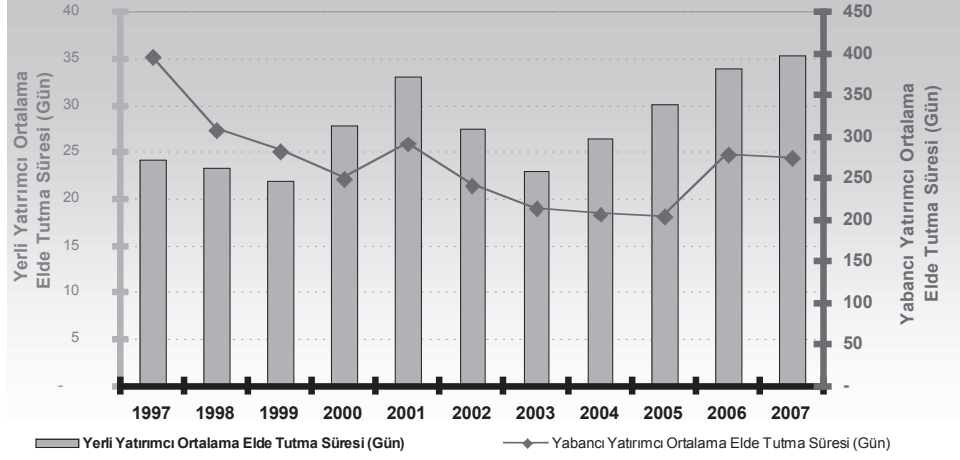
Kaynak: İMKB

Ülkemiz sermaye piyasasında, özellikle yabancı yatırımcıların sahip olduğu pay sık sık gündeme gelmektedir. 2007 yılı sonu itibariyle İMKB'de işlem gören şirketlerin halka açık kısmının % 72,4'ü yabancı yatırımcıların elinde bulunmaktadır. Özellikle 2002 yılı sonrasında yabancı yatırımcıların İMKB'na olan ilgisi giderek artmıştır. Bir fikir vermek açısından, 2002 yılında % 43 olan yabancı yatırımcıların şirketlerin halka açık kısmı içindeki payı, Türkiye ekonomisinin bir büyüme trendi içine girdiği 2004-2007 yılları arası dönemde sürekli artış göstermiş ve yaklaşık 30 puan yükselmiştir (Grafik 16).

Grafik 16: Yabancı Yatırımcıların İMKB Şirketlerinin Halka Açık Kısmı İçindeki Payı (%)**Kaynak: İMKB**

Portföy değeri olarak bakıldığında ise, 2007 yılı Aralık ayı sonu itibariyle yabancı yatırımcıların sahip olduğu takas saklama bakiyesi toplamı 70.213 milyon ABD dolarına ulaşmıştır. Bu rakam bir önceki yıl yabancı yatırımcı saklama bakiyesi olan 35,083 milyon ABD doları ile karşılaştırıldığında % 100 bir artışı göstermektedir. Benzer bir gelişim trendi işlem hacmi açısından da gözlemlenmektedir. Yabancı yatırımcıların İMKB Hisse Senetleri Piyasası toplam işlem hacmi içinde aldığı pay 2006 yılında ortalama % 19 iken, 2007 yılında bu oran % 24'e çıkmıştır. Bu gelişmeler toplu olarak değerlendirildiğinde, 2007 yılı sonu itibarı ile, yabancı yatırımcıların hem hisse senedi sahipliği, hem de işlem hacmindeki payları, verilerin yayınlanmaya başladığı son 11 yıllık dönemin en yüksek seviyesine ulaşmış bulunmaktadır.

Yerli yatırımcıların saklama bakiyesi toplamında bir artış olmakla birlikte, toplam işlem hacmi içinde aldıkları pay % 76 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bir ifade ile, yerli yatırımcılar hisse senetlerinin dörtte birini ellerinde tutmakta, fakat likiditenin dörtte üçünden fazlasını sağlamaktadır. Bununla birlikte, yerli yatırımcıların toplam işlem hacmi içinde aldığı pay, özellikle 2006 yılından başlamak üzere bir azalış trendine girmiştir. 2006 yılı ilk çeyreğinde % 82,6 olan yerli yatırımcının toplam işlem hacmi içinde aldığı pay 2007 yılı sonunda % 76 seviyesine kadar gerilemiştir.

Grafik 17: Yerli ve Yabancı Yatırımcıların Hisse Senedi Elde Tutma Süresi (Gün)**Kaynak: TSPAKB**

İMKB Hisse Senetleri Piyasası (HSP) açısından önem taşıyan hususlardan birisi de, piyasada yapılan yatırımın ortalama vadesi veya diğer bir başka ifade ile hisse senetlerini ortalama elde tutma süresidir. Yabancı yatırımcılar açısından ortalama elde tutma süresi yıllar itibarıyla 204 ile 309 gün arasında değişmiş, 2006-2007 yıllarında ise sırasıyla 280 ve 275 gün olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık, yerli yatırımcıların ortalama elde tutma süresi çok daha kısadır (Grafik 17). Bu süre 2006 ve 2007 yılları için sırasıyla 34 ve 35 gün olarak gerçekleşmiştir. Bu açıdan bakıldığında, yabancı yatırımcılar HSP'de daha uzun vadeli pozisyon taşımaktadırlar. Nitekim piyasa devir hızı rakamları da bunu göstermektedir. Yabancı yatırımcıların son iki yıldaki devir hızı ortalaması 2.63 iken, yerli yatırımcıların devir hızı ortalaması aynı dönem itibarıyla ortalama 21 olmuştur.

Diğer taraftan yabancı yatırımcılar, portföylerinde taşıdıkları sabit getirili menkul kıymetleri de organize bir piyasa olan İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda rahatlıkla elden çıkarma imkanına sahip olduklarından, toplam DİBS stok değeri içindeki paylarını da zaman içinde arttırmışlardır. Yurtdışında yerleşik kesimlerin DİBS payı 2006 yılında ortalama % 25,7 iken, 2007 yılı için bu oran 9 puan artış göstermiş ve ortalama % 35,6 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılı sonu itibarıyla bu kesimin mülkiyetindeki devlet iç borçlanma senetlerinin cari piyasa değeri 36.981 milyon YTL'dir.

İMKB'de 2007 yılında gerçekleştirilen faaliyetlerden biri de, Kurumsal Yönetim İlkelerini yerine getiren ve kurumsal derecelendirme notu 6'nın üzerinde olan şir-

ket sayısının 5'i geçmesi sonucu 31 Ağustos 2007 tarihinden itibaren hesaplanmaya ve yayınlanmaya başlayan "Kurumsal Yönetim Endeksi" (KYE) dir³. Kurumsal derecelendirme notu 6'nın üzerinde olan 7 şirketin yer aldığı KYE, piyasa gösterge endeksi olarak kabul edilen İMKB-100 ve İMKB-30 endeksleri ile karşılaştırıldığında, yayınlandığı 31.08.2007-31.12.2007 arası dönemde getiri açısından benzer bir performans (%11), fiyat değişimi açısından ise daha düşük bir volatilité (yıllık % 22,8) göstermiştir. Önümüzdeki yıllarda bu endekse, kurumsal yönetim ilkelerini yerine getiren ve talep edilen derecelendirme notunu sağlayan yeni şirketlerin dahil olması beklenmektedir⁴.

İMKB'nin ileriye dönük projeleri açısından bakıldığında, İstanbul'un bölgesel bir finans merkezi olma projesi kapsamında, tüm piyasaların etkin bir şekilde işleyişini kolaylaştıracak ortak bir işlem platformu ve teknolojik network oluşturulması yönünde çalışmalar yapılmaktadır. Bu amaçla planlanan faaliyetler arasında;

- Elektronik alım-satım sisteminin yenilenmesi,
- Tüm piyasalara yanıt verecek entegre bir işlem sisteminin geliştirilmesi,
- İşlem salonlarının modernizasyonu,
- Tüm piyasalara hizmet verecek bir afet yönetim merkezi ve yedekleme sisteminin oluşturulması,
- İş sürekliliği mekanizmasının tesisi ve olağanüstü durum planlaması,
- Merkezi bir teminatlandırma ve risk yönetim sisteminin geliştirilmesi

bulunmaktadır

3.2.3.2. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)

Tüm dünyada, ülkelerin sermaye piyasası gelişim sürecinde önemli rol oynayan kurumsal yapılanmalardan birisi de türev piyasalardır. Bu piyasalar, yatırımcılar tarafından spot piyasalarda taşınan pozisyonlar üzerinden karşı karşıya kalınan risklerden korunabilmek amacıyla kullanılmakta, sahip olduğu işlem hacmi ile sermaye piyasalarının derinlik ve likidite kazanmasına önemli katkılar sağlamaktadır. Türkiye'de organize piyasa bünyesinde türev işlemler, 2005 yılı Şubat ayında İzmir'de faaliyet göstermeye başlayan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ) bünyesinde yapılmaya başlanmış ve kısa sürede işlem hacmi hızlı bir gelişim göstermiştir.

3 Borsada işlem gören şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumunun teşvik edilmesi amacıyla, bu endekse dahil olan şirketlere "Kotta Kalma" ücretinde % 50 indirim getirilmiştir.

4 Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan şirket sayısı açısından Türkiye uluslararası piyasalarda rakibi olan gelişmekte olan ülkelerin gerisinde bulunmaktadır. Kurumsal yönetim veya kurumsal sorumluluk endeksi içinde yer alan şirket sayısı Brezilya'da 179, Kore'de 50, Güney Afrika'da 57'dir.

VOB'da işlem gören sözleşme çeşitleri, bu sözleşmelerin oluşturulmasına dayanak teşkil eden spot piyasalara paralel olarak başlıca dört kategoriye ayrılabilir. Bunlar; döviz vadeli işlem sözleşmeleri (Dolar ve Euro VİS), endeks vadeli işlem sözleşmeleri (İMKB-100 ve İMKB-30 endeksi VİS), faiz vadeli işlem sözleşmeleri (91 gün ve 365 gün vadeli DİBS ve G-DİBS VİS), emtia vadeli işlem sözleşmeleri (buğday, pamuk ve altın VİS)⁵. Tablo 17, sözleşme tipi bazında 2005-2007 yıllarında VOB'da gerçekleşen işlem hacmi ile açık pozisyon sayısının gelişimini göstermektedir. Buna göre, 2005 yılında yaklaşık 3 milyar YTL olan işlem hacmi 2006 yılında 17,3 milyar YTL'ye, 2007 yılında ise bir önceki yıla göre 7 kat artış göstererek 118 milyar YTL'ye yükselmiştir.

Tablo 17: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası İşlem Hacmi ve Açık Pozisyon Sayısı

Sözleşmeye Dayanak Varlık	2005		2006		2007	
	İşlem Hacmi (Milyon YTL)	Açık Pozisyon Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon YTL)	Açık Pozisyon Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon YTL)	Açık Pozisyon Sayısı
Endeks	658,74	5.890	10.608,36	27.639	107.605,75	123.076
Faiz	19,94	200	26,04	0	3,35	0
Döviz	2.240,02	134.063	6.747,50	170.431	10.426,03	111.637
Emtia	0,77	6	4.217	4	0,30	4
Toplam	2.919,48	140.159	17.386,15	198.074	118.035,44	234.717

Kaynak: VOB, SPK

Bu gelişime karşılık işlem hacminin dağılımı incelendiğinde, piyasada gerçekleştirilen işlemlerin belli sözleşme tiplerinde yoğunlaştığı dikkat çekmektedir. Dayanak varlık bazında işlem hacminin dağılımına bakıldığında, 2006 yılında endeks ve döviz vadeli işlem sözleşmelerinin toplam işlem hacmi içinde aldığı pay sırasıyla % 60,71 ve % 39,08 iken, bu oranlar 2007 yılında sırasıyla % 91,16 ve % 8,83 olarak gerçekleşmiştir. Endeks vadeli işlem sözleşmeleri işlem hacminin % 99'u ise İMKB-30 endeks vadeli sözleşmelerine aittir. Döviz vadeli işlem sözleşmesinde de benzer bir durum göze çarpmaktadır. Bu sözleşme tipinde işlemler dolar vadeli işlem sözleşmesinde yoğunlaşmış (% 99,7) durumdadır.

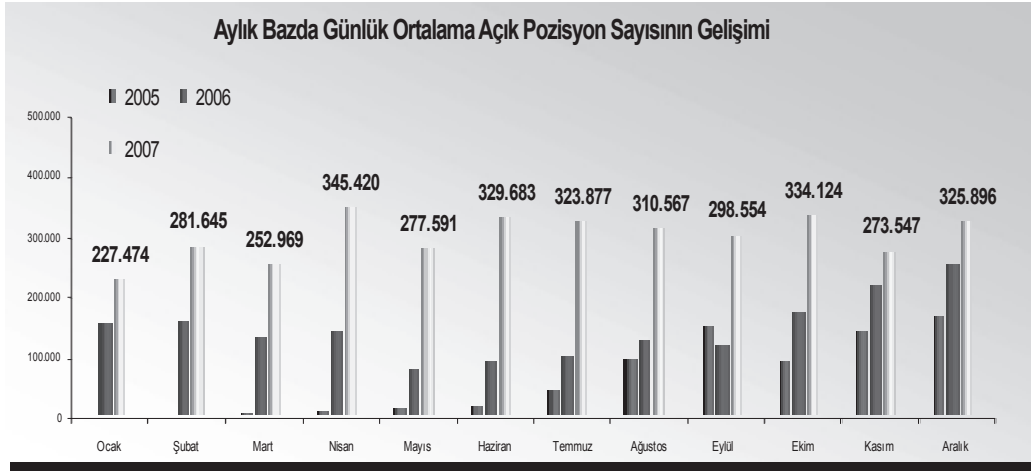
Türev piyasalar işlem hacmindeki hızlı gelişimi tetikleyen faktörlerden biri de, VOB'da gerçekleştirilen işlemler üzerinden elde edilen kazançların vergiden muaf tutuluyor olmasıdır. İMKB'de gerçekleştirilen alım-satım işlemlerinden elde edilen kazançların yerli yatırımcılar için % 10 stopaja tabi tutulduğu düşünüldüğünde, bu durum VOB'a önemli bir avantaj sağlamakta ve spot piyasaya ciddi bir ra-

⁵ Gösterge DİBS (G-DİBS), spot piyasadaki mevcut ve potansiyel işlem hacmi ile diğer kriterler göz önüne alınarak Borsa tarafından belirlenen iskontolu DİBS'dir.

kip olunması durumunu ortaya çıkarmaktadır. Bu hususta dikkat edilmesi gereken nokta, spot piyasası derin olmayan bir finansal aracın vadeli piyasasının da gelişmeyeceği hususudur. Bu açıdan, mevcut vergisel düzenlemelerin spot piyasayı olumsuz etkilemeyecek şekilde ele alınarak yeniden gözden geçirilmesi yerinde olacaktır.

Türev piyasaların performansını değerlendirirken takip edilen göstergelerden birisi de açık pozisyon sayısıdır. Yıllar itibariyle bakıldığında, VOB'da açık pozisyon sayısında gözle görülür bir artış olduğu göze çarpmaktadır. Grafik 18, 2005-2007 yılları arasında aylık bazda günlük ortalama açık pozisyon sayısının gelişimini göstermektedir. 2007 yılı sonu itibariyle açık pozisyon sayısı 234.717 olup, bu pozisyonların % 52,4'ü endeks vadeli işlem sözleşmesine aittir.

Grafik 18: Aylık Bazda Günlük Ortalama Açık Pozisyon Sayısının Gelişimi (2005-2007)



Kaynak: VOB

VOB'da işlemler aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir. 2007 yılı sonu itibariyle VOB'un 17'si banka ve 63'ü de aracı kurum olmak üzere toplam 80 üyesi bulunmaktadır. Üye bazında yıllık işlem hacmi incelendiğinde, aracı kurumların 2007 yılı içinde toplam işlem hacmi içinde aldıkları payı (% 89,2) 2006 yılına kıyasla (% 78,7) arttırdığı görülmektedir. İşlemler gerçekleştirilirken kullanılan hesap sayısında da ciddi bir artış olmuş, 2006 yılında hesap sayısı 11.231 iken, 2007 yılı sonunda % 124 artmış ve 25.160'a çıkmıştır.

3.2.3.3. İstanbul Altın Borsası (İAB)

Ülkemiz sermaye piyasasında kıymetli madenlere ilişkin alım-satım işlemlerinin yapılabildiği tek organize piyasa İstanbul Altın Borsası (İAB)'dir. 26 Temmuz 1995 tarihinde faaliyete geçen İAB'de standart ve standart dışı altın, gümüş ve platin üzerine spot işlemlerin yapıldığı Kıymetli Madenler Piyasası ile, altına dayalı ödünç ve sertifika işlemlerinin yapıldığı Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası bulunmaktadır. Bu piyasalarda işlemler Borsa üyeleri tarafından gerçekleştirilmektedir. İAB piyasalarında işlem yapma yetkisi olan 58 üye bulunmakta olup, bunlar bankalar (17), katılım bankaları (2), yetkili müesseseler (23), kıymetli maden aracı kurumları (12), kıymetli maden üretim ve pazarlama faaliyetinde bulunan kuruluşlar (4) dir.

İAB'de gerçekleştirilen işlemleri, altın, gümüş ve platin olmak üzere üç ürün bazında incelemekte fayda bulunmaktadır. Buna göre, İAB Kıymetli Madenler Piyasası'nda YTL/kg cinsinden gerçekleştirilen altın işlem miktarı 2006 yılında 7.845 kg iken, 2007 yılında yaklaşık 4,5 kat artış göstermiş ve 36.131 kg olmuştur. Dolar/ons cinsinden altın işlemleri aynı yıllar itibarıyla sırasıyla 224.421 kg ve 292.251 kg olarak gerçekleşmiştir. İşlem hacminde ise 2006 yılından 2007 yılına bir artış olduğu göze çarpmaktadır. YTL cinsinden işlem hacmi 2006 yılında 227,4 milyon YTL iken, 2007 yılında yaklaşık 4,5 kat artış göstererek 1.014,7 milyon YTL'ye yükselmiştir. Dolar cinsinden yapılan işlem hacmi bu dönemde 4.409,2 milyon ABD dolarından, 6.506,9 milyon ABD dolarına çıkmıştır (Tablo 18). Gerek işlem miktarı gerekse işlem hacminde görülen bu artışta, dünyada altın fiyatlarının tarihi zirve yapmış olmasının da payı büyüktür.

Tablo 18: İAB Kıymetli Madenler Piyasası İşlem Hacmi (2005-2007)

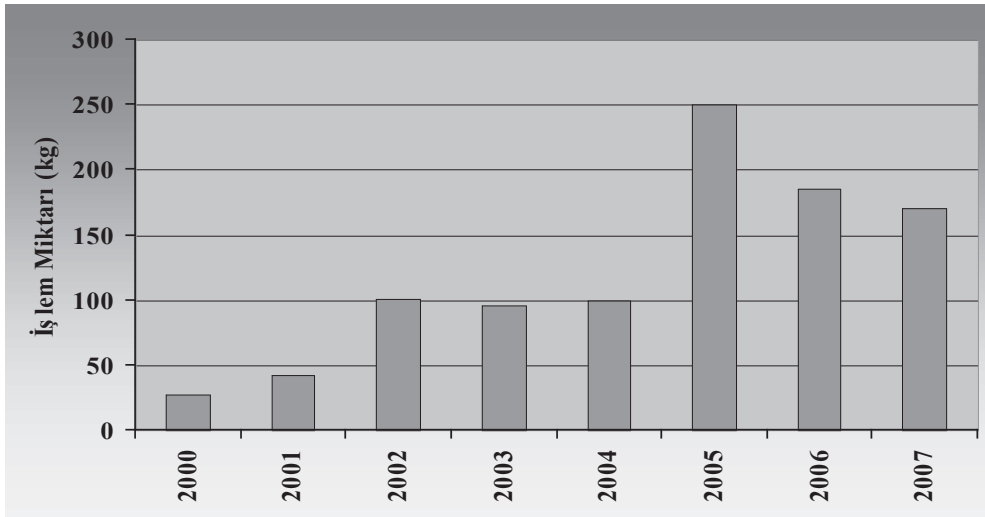
Yıllar	Kıymetli Maden	Fiyat Tipi	Toplam İşlem Hacmi Bin (YTL/USD/Euro)	Toplam İşlem Miktarı (kg)	Toplam İşlem Sayısı
2005	Altın	YTL/kg	368.943	19.907	595
		USD/ons	4.343.612	306.145	6.814
		Euro/ons	31.029	2.700	3
	Gümüş	YTL/kg	32.382	102.440	113
		USD/ons	60.864	260.380	230
		USD/ons	154	5	1
2006	Altın	YTL/kg	227.394	7.845	507
		USD/ons	4.409.211	224.421	5.937
		Euro/ons	0	0	0
	Gümüş	YTL/kg	71.114	131.400	241
		USD/ons	52.783	146.016	257
		USD/ons	0	0	0
2007	Altın	YTL/kg	1.014.752	36.131	1.215
		USD/ons	6.506.933	292.251	8.363
		Euro/ons	0	0	0
	Gümüş	YTL/kg	110.842	199.800	170
		USD/ons	52.612	121.087	446
		USD/ons	0	0	0

Kaynak: İAB

İAB Kıymetli Madenler Piyasası'nda gerçekleştirilen gümüş işlemlerine bakıldığında, YTL/kg cinsinden işlem miktarı 2006 yılında 131.400 kg iken, 2007 yılında % 52 artış göstermiş ve 199.800 kg olarak gerçekleşmiştir. Dolar/ons cinsinden işlem miktarı ise sırasıyla aynı yıllar itibariyle 146.016 kg ve 121.087 kg olmuştur. İşlem hacmi ise, YTL işlemlerde 2006 yılında 71,1 milyon YTL iken, 2007 yılında 110,8 milyon YTL'ye çıkmış, dolar cinsinden işlemlerde ise 52,8 milyon dolardan 52,6 milyon dolara düşmüştür. İAB Kıymetli Madenler Piyasası'nda 2006 ve 2007 yıllarında platin üzerine hiç işlem gerçekleştirilmemiştir.

İAB'de faaliyet gösteren Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası işlem hacmine bakıldığında, yıllar itibariyle işlem sayısı ve işlem miktarında ciddi bir artışın olmadığı göze çarpmaktadır (Grafik 19). İşlem miktarı 2005 yılında en yüksek seviyesi olan 250 kg olarak gerçekleştikten sonra, 2006 ve 2007 yıllarında azalış göstermiştir. 2007 yılında bu piyasada gerçekleştirilen 5 işlem karşılığında 170 kg altının ödünç alım-satım işlemi yapılmıştır.

Grafik 19: İAB Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası İşlem Miktarı (2000-2007)



Kaynak: İAB

İAB'ye ilişkin 2007 yılında yaşanan önemli bir gelişme de, uluslararası ham elmas ticaretinin kontrol altında tutulabilmesi amacıyla Güney Afrika Cumhuriyeti'nin öncülüğünde başlatılan, 46 ülkenin üye olduğu **Kimberley Süreci Sertifika Sistemi** üyeliğine 14/08/2007 tarihi itibariyle kabul edilmiş olunmasıdır. Buna göre, İAB Türkiye'de ham elmasın ithal ve ihracı işlemlerinde yetkili otorite olarak tayin edilmiştir.

4. SEKTÖRÜN DIŞ PİYASALARDAKİ DURUMU VE ULUSLARARASI KARŞILAŞTIRMASI

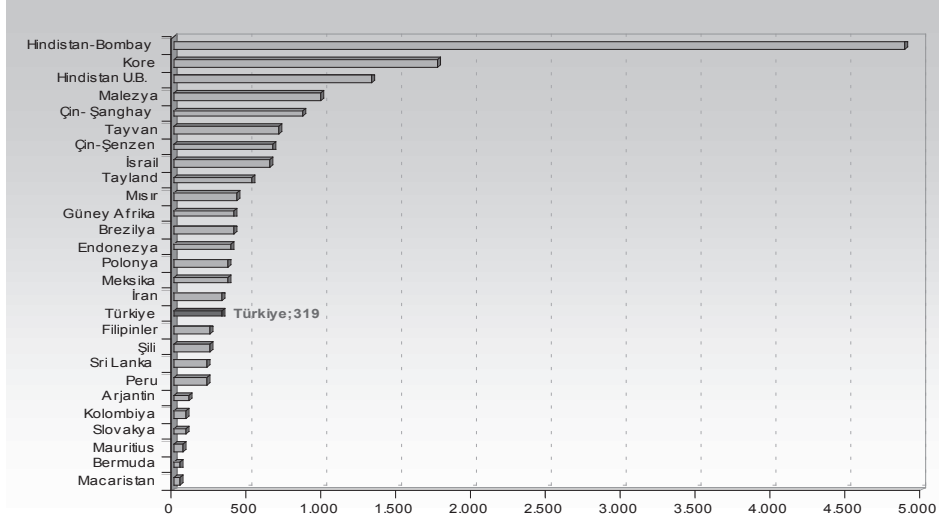
Türk Sermaye Piyasası, sektörel temel göstergelerdeki gelişim itibariyle, son yıllarda uluslararası açıdan önemli ilerlemeler kaydetmiştir. Kurumsal yapısını geliştirmek, finansal araç çeşitliliğini arttırmak, piyasa performansını yükseltmek, gözetim ve risk yönetim sistemini yeniden yapılandırmak ve global krizler karşısında daha az kırılganlık göstermek suretiyle bölgesinde yer alan ülkeler arasında lider olma özelliğini korumuş ve daha da pekiştirmiştir. Raporun bu bölümünde, ülkemiz sermaye piyasasındaki gelişmeler piyasa bazında, diğer ülke borsaları ile karşılaştırılarak değerlendirilecektir.

4.1. Hisse Senetleri Piyasası

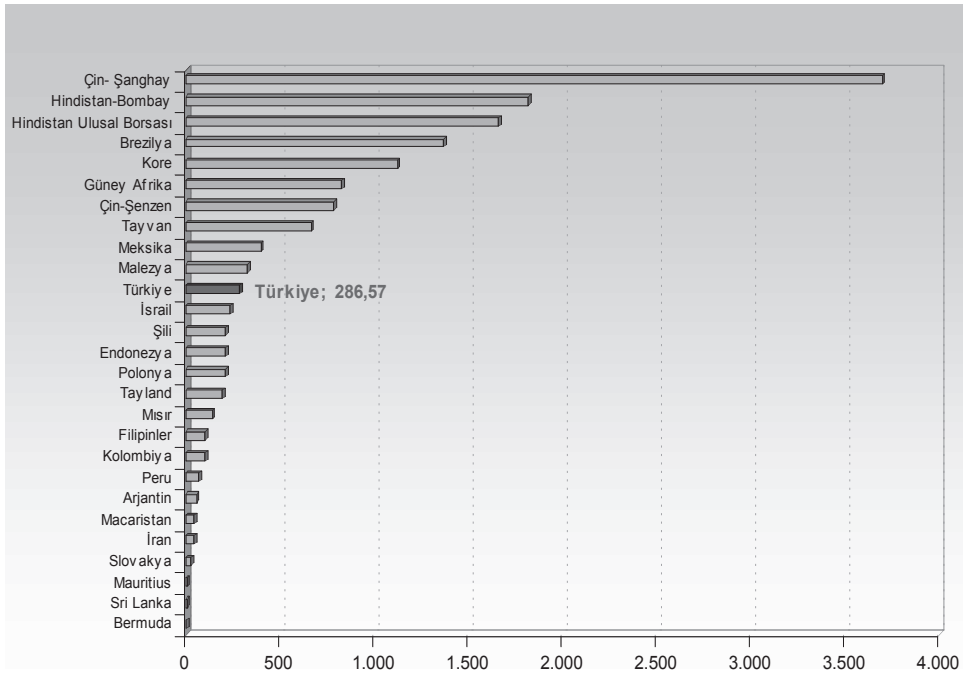
Sermaye piyasası denince ilk akla gelen şey borsalar ve bu borsalarda işlem gören şirketlerin sayısı ve sahip oldukları piyasa değeridir. Türk Sermaye Piyasası'nda hisse senetlerinin kote edildiği ve işlem gördüğü tek menkul kıymet borsası İMKB'dir. Dolayısıyla bu piyasaya ilişkin gelişmeler değerlendirilirken, İMKB Hisse Senetleri Piyasası'na ilişkin rakamsal göstergelerdeki gerçekleştirmeler dikkate alınacaktır.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem gören şirket sayısı 2007 yılı sonu itibariyle 319 olup, gelişmekte olan ülkeler arasında 17. sırada yer almaktadır (Grafik 20). 2007 yılı Aralık ayı sonu itibariyle dünya borsalarında toplam 45.257 şirket işlem görmekte olup, gelişmekte olan piyasalar içinde, borsalarında en fazla şirket işlem gören ülkeler sırasıyla Hindistan ve Kore'dir. Hindistan'da, Bombay Borsası ile Hindistan Ulusal Borsası'nda toplam 6.217, Kore Borsası'nda ise 1.757 şirket işlem görmektedir. Gelişmiş ülke borsaları arasında ise, işlem gören şirket sayısı açısından ilk üç sırayı Toronto Stock Exchange Group (3.951), BME Spanish Exchanges (3.537) ve Londra Borsası (3.307) almaktadır.

Hisse Senetleri Piyasasına ilişkin yapılan karşılaştırmalarda kullanılan göstergelerden biri de, borsalarda işlem gören şirketlerin sahip olduğu piyasa değeridir. Bu açıdan bakıldığında İMKB, 2007 yılı Aralık ayı sonu itibariyle yaklaşık 287 Milyar ABD Doları piyasa değeri ile dünya sıralamasında 26'ncı, gelişmekte olan borsalar içinde ise 10'uncu sırada yer almaktadır (Grafik 21). Gelişmekte olan ülkeler arasında en yüksek piyasa değerine sahip ilk iki borsa ise sırasıyla Çin'deki Shanghai Stock Exchange (3.694 milyar ABD doları) ve Hindistan'daki Bombay Stock Exchange (1.819 milyar ABD doları) dir. Piyasa değeri büyüklüğü itibariyle Türkiye, Malezya, İsrail, Şili ve Polonya birbirine yakın bir grup oluşturmaktadırlar.

Grafik 20: Gelişmekte Olan Ülkelerin Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayısı (2007/12)

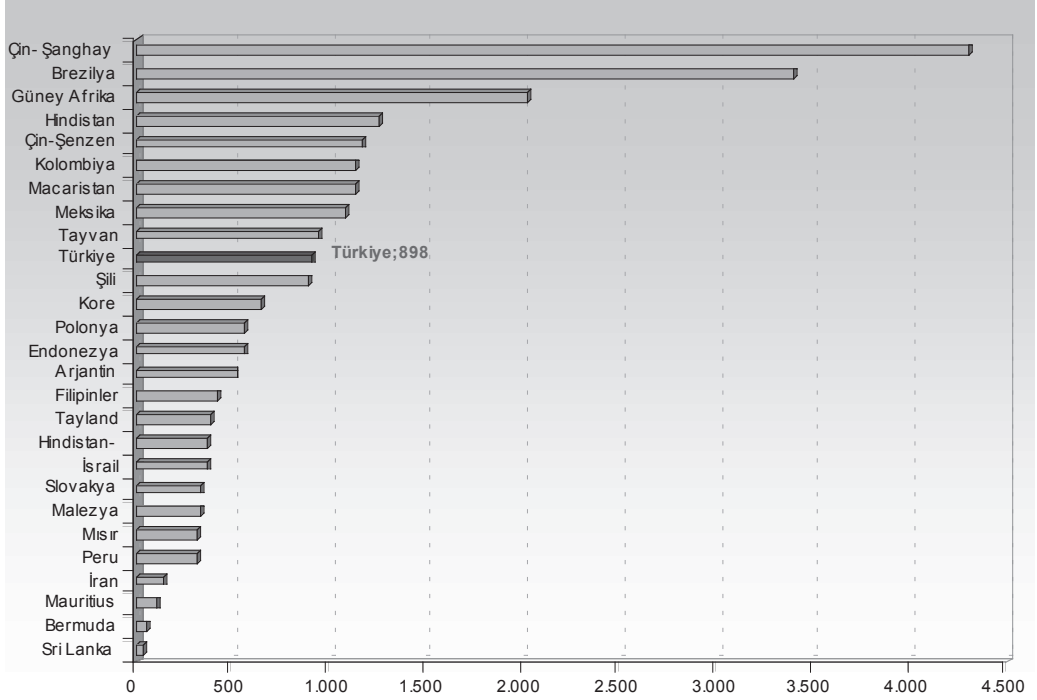
Kaynak: WFE

Grafik 21: Gelişmekte Olan Ülkelerin Borsalarında İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Değeri (2007/12)

Kaynak: WFE

Diğer taraftan, ortalama şirket büyüklüğü açısından incelendiğinde, İMKB Hisse Senetleri Piyasası 898 milyon ABD Doları ile ortanın biraz üzerinde, gelişmekte olan ülkeler arasında 11. sırada yer almaktadır. Ortalama şirket büyüklüğü açısından Çin 3.826 milyon ABD doları ile ilk sırada, Brezilya ise 3.308 milyon ABD doları ile ikinci sırada yer almaktadır (Grafik 22). Bu ülkelerdeki şirket büyüklükleri ile karşılaştırıldığında Türkiye alt sıralarda bulunmaktadır.

Grafik 22: Gelişmekte Olan Ülkelerin Borsalarında Ortalama Şirket Büyüklüğü (Milyon Dolar)



Kaynak: WFE

İşlem gören şirket sayısı ve toplam piyasa değerinin yanısıra, uluslararası piyasalarda izlenen göstergelerden biri de, birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirilen halka arzların boyutudur. 2007 yılı gelişmeleri incelendiğinde, Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) verilerine göre ülke olarak ilk üç sırayı Çin, Hindistan ve Brezilya'nın aldığı, Türkiye'nin ise beşinci sırada bulunduğu görülmektedir (Tablo 19). Yukarıdaki verilerle birlikte değerlendirildiğinde, şirket sayısı düşük olmakla birlikte, özellikle son 2 yıl içinde birincil ve ikincil piyasada gerçekleştirilen halka arzların büyüklüğü itibarıyla İMKB'nin gelişmekte olan ülkeler arasında ilk beş içinde yer alması sevindiricidir. Şirket sayısı ve büyüklüğü açısından Türkiye'nin bu gelişmeyi devam ettirecek potansiyeli bulunmakta olup, doğru stratejilerin takip edilerek halka arzların artırılması sağlanabildiği takdirde, Türk Sermaye Piyasası'nın önümüzdeki yıllarda cazibe merkezi olma vasfını güçlendireceği tahmin edilmektedir.

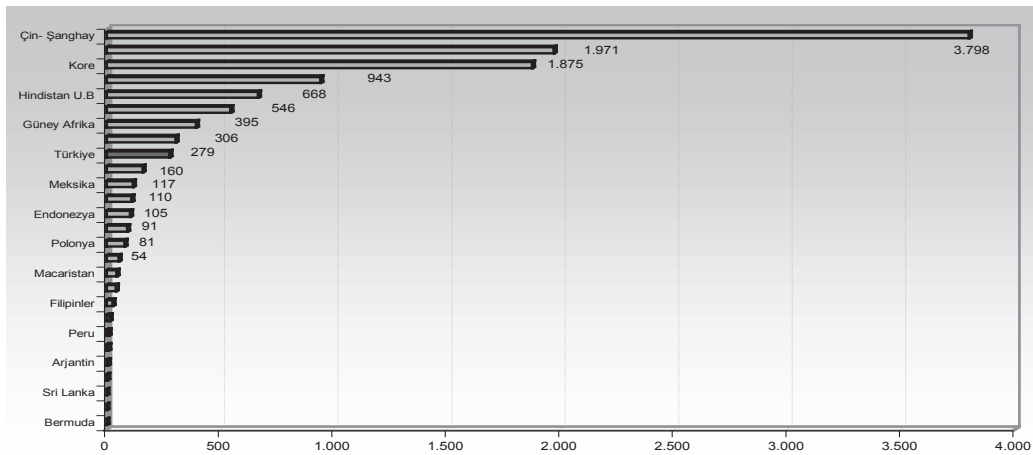
Tablo 19: Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Halka Arzlar (2007) (Milyon ABD Doları)

Ülkeler	Birincil Halka Arz	İkincil Halka Arz	Toplam
Çin	63.985,2	37.211,4	101.196,6
Hindistan	17.541,7	27.946,2	45.487,5
Brezilya	28.558,9	14.229,9	42.788,8
Polonya	5.380,1	1.805,6	7.185,7
Kore	3.175,9	3.803,5	6.979,3
Türkiye	3.350,1	2.749,9	6.099,9
İsrail	2.641,6	3.207,5	5.849,1
Kolombiya	4.423,7	990,5	5.414,3
Endonezya	1.958,7	3.410,9	5.369,6
Meksika	84,5	3.632,5	3.717,0
Mısır	869,9	2.375,3	3.245,3
Tayland	331,2	2.380,2	2.711,4
Malezya	316,0	2.173,4	2.489,5

Kaynak: WFE

Sermaye piyasalarının likidite ve derinlik kazandığını gösteren en önemli parametrelerden biri de, borsalarda gerçekleşen işlem hacmi ve hisse senedi devir hızı (*turnover ratio*) dir. İMKB Hisse Senetleri Piyasası bu açıdan 2007 yılı sonu itibariyle gelişmekte olan ülkeler arasında, 296 milyar ABD dolarlık işlem hacmi ile 9. sırada yer almaktadır. Gelişmekte olan ülkeler arasında Çin (Shanghai Stock Exchange) 4.070 milyar ABD doları ile ilk sırada yer alırken, Kore (Korea Stock Exchange) ve Tayvan (Taiwan Stock Exchange) sırasıyla 2.011 ve 1.010 milyar ABD dolarlık işlem hacimleri ile ikinci ve üçüncü sırada bulunmaktadır (Grafik 23).

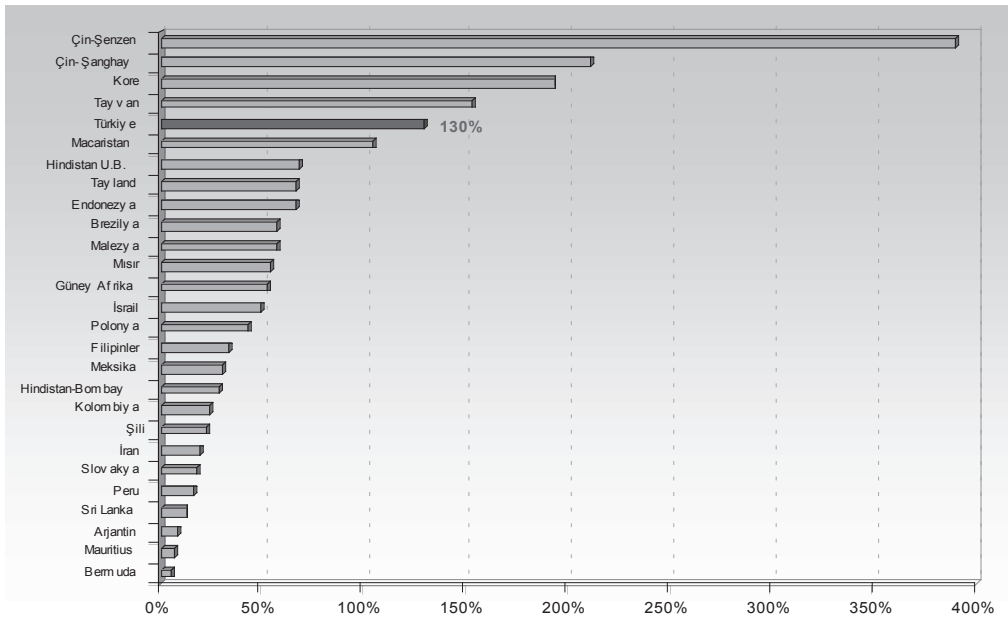
Grafik 23: Gelişmekte Olan Ülke Borsalarındaki Toplam İşlem Hacmi (2007) (Milyon ABD Doları)



Kaynak: WFE

İşlem hacminin piyasa değerine olan oranı şeklinde hesaplanan ve piyasa likiditesinin en iyi göstergelerinden biri olarak kabul edilen hisse senedi devir hızı (*turnover ratio*) açısından ise İMKB, 2007 yılı sonu itibarıyla gelişmekte olan borsalar arasında % 129,7 dönüşüm hızı ile ilk 5 içinde yer almaktadır (Grafik 24). İlk iki sırayı % 389,2 ve % 211 ile Çin'in Shenzhen ve Shanghai borsalarının aldığı sıralamada, Kore (% 192,6) ile Tayvan (% 153,3) üçüncü ve dördüncü sırada gelmektedir. Bu açıdan Türkiye'nin son yıllarda istikrarlı bir çizgi izlediği söylenebilir.

Grafik 24: Gelişmekte Olan Ülkelerin Borsalarında Hisse Senedi Devir Hızı (2007/12)



Kaynak: WFE

Menkul kıymet borsalarından söz edilirken, dikkatle takip edilen göstergelerden biri de, her borsa için yayınlanan gösterge niteliğindeki endekslerdeki yüzdesel değişim ile ifade edilen "*getiri performansı*"dır. Yatırımcısına sağladığı getiri açısından 2007 yılı içinde dünyada ilk 10 sıra içinde yer alan borsalar incelendiğinde, İMKB yerel para birimi cinsinden dünya borsaları arasında en iyi getiriyi (% 42) sağlayan 10'uncu borsa olarak ön plana çıkmaktadır (Tablo 20). İMKB dolar bazında da yatırımcısına 2007 yılında % 73 getiri sağlamıştır. Uluslararası finansal piyasaların 2007 yılı içinde önemli dalgalanmalara sahne olduğu düşünüldüğünde, bu durum ülkemiz sermaye piyasası açısından önemli bir başarı olarak kabul edilebilir.

Tablo 20: Ülke Borsaları İçinde En İyi Getiri Performansı Gösteren Hisse Senedi Piyasa Endeksleri

	Borsa	% Değişim (2007/2006)
1	Shenzhen Stock Exchange	% 162,8
2	Shanghai Stock Exchange	% 96,7
3	Ljubljana Stock Exchange	% 78,1
4	National Stock Exchange of India	% 62,5
5	Mauritius Stock Exchange	% 53,8
6	Jakarta Stock Exchange	% 52,1
7	Cairo & Alexandria Stock Exchanges	% 51,3
8	Bombay Stock Exchange	% 47,1
9	Sao Paulo Stock Exchange	% 43,7
10	Istanbul Stock Exchange	% 42,0

Kaynak: WFE

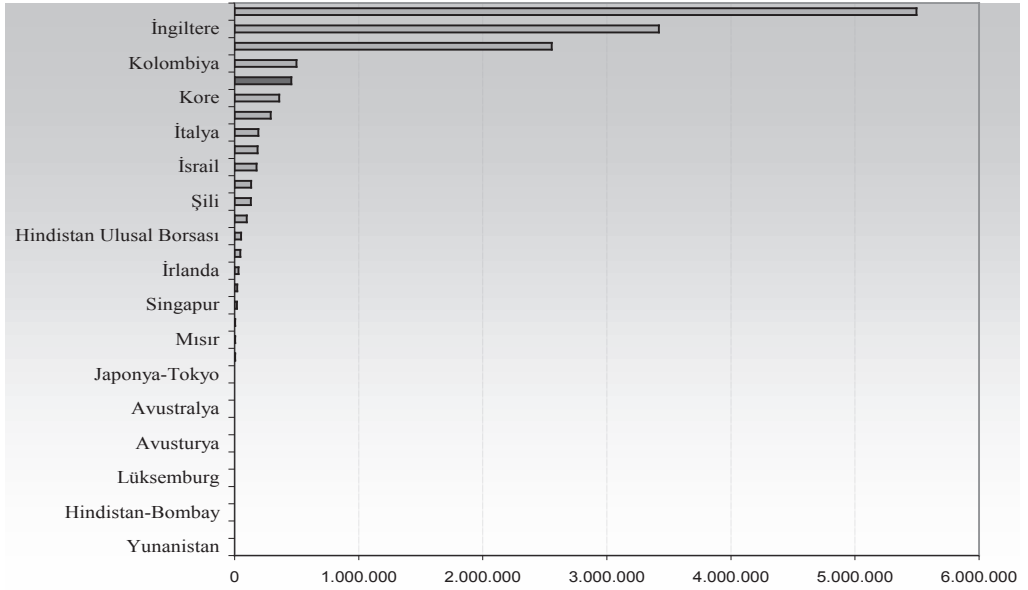
4.2. Tahvil ve Bono Piyasası

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, devletin kamu finansman açığını kapatmak üzere ihraç edilen ve yatırımcısına yüksek reel faiz getirisi sağlayan devlet iç borçlanma senetleri, sermaye piyasasında tahvil ve bono piyasalarının ayrı bir öneme sahip olmasını getirmektedir. Türkiye’deki tek menkul kıymet borsası olan İMKB’deki piyasalar içinde en yüksek işlem hacmine sahip olan Tahvil ve Bono Piyasası’ndaki gelişmeler de bu açıdan hem yerli hem de yabancı yatırımcıları yakından ilgilendirmektedir.

WFE verilerine göre, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası 2007 yılında 480 milyar ABD doları işlem hacmi ile sıralamada, dünyanın önde gelen borsalarından Deutsche Börse A.G.’yi geride bırakarak 5’inci sırada, gelişmekte olan ülkeler arasında ise Colombia Stock Exchange’in ardından ikinci sırada yer almıştır (Grafik 25). İşlem hacmindeki artış 2006 yılına kıyasla dolar bazında % 17,8 olarak gerçekleşmiştir. Tablo 21, 2007 yılında dünyada tahvil piyasası işlem hacmi sıralamasında ilk 10 içinde yer alan ülkeleri ve 2006 yılına göre işlem hacmi artış oranlarını göstermektedir. Sadece işlem hacmi artışı açısından bakıldığında ise, 2007 yılı içinde dolar bazında tahvil piyasasında en yüksek büyüme gösteren ülkelerin başında Malezya Borsası (% 363,5) ile Atina Borsası’nın (%236,2) ilk sıralarda geldiği görülmektedir.

İMKB’de gerçekleşen bu yüksek işlem hacminin ortaya çıkmasında, 2007 yılı sonu itibariyle ülkemiz GSYİH’nın yaklaşık % 48’ine denk gelen kamu iç borç stokunun ülkemiz ekonomisi içerisindeki ağırlığı önemli rol oynamaktadır⁶. Buna ilave-ten, portföylerinde yüksek miktarda kamu iç borçlanma senedi bulunduran Türk bankalarının, bu borçlanma araçlarını sürekli alıp satarak risklerini yönetmeye ve portföy dengelemesi yapmaya çalışmaları da bu yüksek işlem hacminin ortaya çıkmasında rol oynayan faktörlerden biridir. Buna bir de yabancı yatırımcıların yüksek reel faiz getirisi sağlayan DİBS’nde sahip oldukları büyüklüğün toplam DİBS cari piyasa değeri içindeki payının %32 seviyesinde olması eklendiğinde ortaya bu sonuç çıkmaktadır.

Grafik 25: Dünya Borsalarında Tahvil Piyasası İşlem Hacmi (2007) (Milyon ABD Doları)



Kaynak: WFE

⁶ Toplam iç borç stok değeri 2007 yılı sonu itibariyle 216.8 milyar ABD dolarıdır.

Tablo 21: Tahvil ve Bono Piyasasında Dünyada En Yüksek İşlem Hacmine Sahip Ülke Borsaları

	Borsa	2007 (Milyar Dolar)	2006 (Milyar Dolar)	% Değişim (Dolar Bazında)
1	BME Spanish Exchanges	5.854	4.985	% 17,4
2	London Stock Exchange	3.605	3.309	% 8,9
3	OMX	2.797	2.894	% -3,4
4	Colombia Stock Exchange	526	721	% -27,0
5	Istanbul Stock Exchange	480	407	% 17,8
6	Korea Stock Exchange	381	305	% 25,0
7	Deutsche Börse	317	288	% 9,9
8	Borsa Italiana	206	156	% 32,2
9	Tel Aviv Stock Exchange	196	96	% 103,6
10	Euronext	189	367	% -48,6

Kaynak: WFE

4.3. Yatırım Fonları

Yatırım fonlarının sayısı ve portföy değeri açısından Türkiye son yıllarda önemli bir büyüme göstermiş ve 2007 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla gelişmekte olan ülkeler arasında 20,5 milyar ABD doları büyüklüğündeki portföy değeri ve 287 adet yatırım fonu sayısı ile 8'inci sırada yer almıştır (Tablo 22). İlk 2 sırada ise, 3.233 adet fon ve 575,5 milyar dolarlık portföy değeri ile Brezilya, 8.466 adet fon ve 320,7 milyar dolarlık portföy değeri ile Güney Kore gelmektedir.

Tablo 22: Gelişmekte Olan Ülkelerde Yatırım Fonlarının Portföy Değeri (Milyon Dolar)

	Ülkeler	2003	2004	2005	2006	2007/09
1	Brezilya	171.596	220.586	302.927	418.771	575.499
2	Güney Kore	121.663	177.417	198.994	251.930	320.739
3	Meksika	31.953	35.157	47.253	62.614	73.832
4	Tayvan	76.205	77.328	57.301	55.571	62.533
5	Hindistan	29.800	32.846	40.546	58.219	91.896
6	Polonya	8.576	12.014	17.652	28.957	44.945
7	Şili	8.552	12.588	13.969	17.700	24.023
8	Türkiye	14.157	18.112	21.761	15.463	20.596
9	Arjantin	1.916	2.355	3.626	6.153	7.132
10	Rusya	851	1.347	2.417	5.659	7.086
11	Çek Cumhuriyeti	4.083	4.860	5.331	6.490	7.200
12	Slovakya	1.061	2.168	3.035	3.171	4.421
13	Filipinler	792	952	1.449	1.544	1.885
14	Romanya	29	72	109	247	369

Kaynak: EFAMA

AB ülkeleri arasındaki sıralamada ise Türkiye, European Fund and Assets Management Association (EFAMA) tarafından yayınlanan 2007 yılı üçüncü çeyrek verilerine göre, sahip olduğu % 0,23 pay ve 14,5 milyar Euro portföy değeri ile 23 AB ülkesi içinde ancak 20. sırada yer alabilmiş, Polonya, Yunanistan ve Portekiz gibi rakibi olan ülkelerin gerisinde kalmıştır. AB ülkeleri arasında ilk iki sırayı ise, sırasıyla 1.840 ve 1.407 milyar Euro'luk portföy değerleri ile Lüksemburg ve Fransa almıştır. Bu iki ülkenin sahip oldukları fon aktifleri portföy değeri toplamının genel toplam içindeki payı % 51,1'e ulaşmış bulunmaktadır.

5. SEKTÖRDE YENİ YÖNELİMLER

Uluslararası finansal piyasalarda özellikle son birkaç yıl içinde tüm dünyayı etkisi altına alan yoğun gelişmeler yaşanmaktadır. Bu gelişmelerden belki de en dikkat çekici olanı, farklı ülkelerde faaliyet gösteren borsaların oluşturdukları bölgesel ve global birleşmelerdir. Bu trans-atlantik borsa birleşmelerine, NYSE-Euronext ve Dubai-Nasdaq-Londra-OMX birleşmeleri örnek olarak gösterilebilir. Bu birleşmelerde asıl amaç, ortak bir teknolojik network kullanılarak söz konusu borsaların bulunduğu ülkelerde yatırımcılar ve ihraççılar açısından maliyet avantajı (aracılık maliyeti, kotasyon ücreti indirimi gibi) yaratabilecek halka arz imkanları ile uzaktan ve çoklu erişime izin veren bir alım-satım platformu oluşturulması ve bu ülkelerdeki sermaye piyasalarının global rekabet gücünün artırılmasıdır. Türk Sermaye Piyasası da kendi cephesinden bu süreci dikkatle takip etmekte ve proaktif önlemler almaya özen göstermektedir. Nitekim bu çerçevede, bölge ülkeleri ile gösterge niteliğinde ortak endeksler oluşturulması ve bu endekslere dayalı olarak çıkarılacak borsa yatırım fonlarının bölge ülke borsalarında eş zamanlı olarak işlem görmesi planlanmaktadır.

Sektörde yoğun olarak etkisini hissettiren bir başka olgu da, borsalar arasında yapılan anlaşmalar ile şirketlerin karşılıklı kotasyonu veya şirketlerin birden fazla borsada kotasyonu gibi piyasalar arası arbitraj imkanları yaratılmasına imkan veren girişimlerdir. Borsalar bu yolla likiditeyi arttırmayı hedeflemekte, yerel piyasada hisse senetlerini halka arz eden şirketler de, daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşabilmeyi ve piyasada likidite artışı sağlayabilmeyi amaçlamaktadırlar. İMKB de bu yönde ciddi açılımlar içindedir.

Diğer taraftan Avrupa Birliği (AB) bünyesinde de, finansal piyasaları yakından ilgilendiren ve bugüne kadar yapılan en önemli düzenlemelerden biri olan **MiFID**⁷,

⁷ MiFID: Markets in Financial Instruments Directive.

1 Kasım 2007 tarihinden itibaren resmi olarak yürürlüğe girmiş ve uygulanmaya başlanmıştır. Hiç şüphesiz, Avrupa menkul kıymet piyasalarını ve aracı kurumlarını etkileyen bu düzenlemeler, henüz üyesi olmadığımız için ülkemiz kurumları açısından doğrudan bağlayıcı bir nitelik taşımamakla birlikte, adaylık sürecinde olduğumuz dikkate alındığında, yakın gelecekte borsalarımızı, aracı kuruluşlarımızı ve yatırımcılarımızı etkisi altına alacaktır. Özellikle yeni getirilen düzenlemeler kapsamında, borsaların kendi faaliyet alanlarındaki rekabet daha da kızışacak gözükmektedir. Yeni düzenleme ile bankalar ve aracı kurumlar, kendi bünyelerinde eşleştirme yapabilme veya kendi aralarında oluşturacakları elektronik alım satım sistemleri ile borsalara rakip olabilme imkanlarına kavuşabileceklerdir. Ayrıca **"tek pasaport"** uygulaması çerçevesinde, bir AB ülkesinde faaliyet gösteren aracı kurum bir başka AB üyesi ülkenin sermaye piyasasında da faaliyet gösterebilecektir. Bu çerçevede borsalar, uzaktan erişimli üyelik imkanları sunmak durumunda kalmaktadırlar. Bu konularda mütakabiliyet esas olmakla birlikte, MiFID ortak direktif niteliğinde olduğu için sermaye piyasası düzenleyicilerini bu hizmetleri kolaylaştırıcı yönde hareket etmeye zorlamaktadır. Bu açıdan, sektör olarak gerçekleştirilecek faaliyetlerde, bu düzenlemeler dikkate alınarak planlama yapılması gerekmektedir. Bu konuda, SPK-İMKB-TSPAKB tarafından ortak bir etki analizi çalışması yapılması ve sonuçların sektör temsilcileri ile paylaşılması yerinde olacaktır.

Uluslararası piyasalarda yatırım hizmetlerinin cazip hale getirilmesi için bir başka yönelim de, halka açık şirket statüsünde olmayan veya henüz olmak istemeyen, ancak ulusal ve özellikle de uluslararası *"nitelikli yatırımcılar"*ın ilgisini çezedebilecek şirket menkul kıymetlerinin işlem göreceği bir platformun oluşturulması yönündedir. Bu platformun, özellikle son yıllarda uluslararası piyasalarda ağırlığını hissettiren özel sermaye şirketleri kaynaklı sermaye girişini de arttıracacağı düşünülmektedir. Bunun için öncelikle SPK tarafından kolaylaştırılmış ve daha esnek bir yapıda, ayrı bir ihraç prosedürü oluşturulması ve bu hisse senetlerinin sadece nitelikli yatırımcılara satılması imkanının getirilmesi gerekmektedir. Bu tip piyasalara örnek olarak, Londra Borsası bünyesinde faaliyet gösteren *"Professional Securities Markets"*, ABD'nde 144a düzenlemesi çerçevesinde yapılan tahsisli satışlar ve bunların işlem gördüğü Nasdaq altındaki Portal platformu gösterilebilir. Böyle bir piyasanın işleyiş mekanizmasının kurulması, büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere uzun vadede stratejik ortaklıklar tesis edebilme fırsatı da yaratabilecektir.

Bu hususun bir uzantısı olarak, tüm dünyada başta teknoloji ağırlıklı şirketler olmak üzere, gelişme potansiyeli yüksek reel sektör şirketlerine kaynak sağlayan risk sermayesi ve özel sermaye şirketlerinin ülkemizde daha yaygın faaliyet göstermesi gerekmektedir. Bu konuda, SPK tarafından yeni düzenlemeler yapılarak, KOBİ'lerin

halka açılmaları hususunda daha esnek, maliyetleri düşürülmüş, süreçleri kısaltılmış ve daha sınırlı kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ihtiva eden bir ihraç prosedürü mevzuatının oluşturulması gerekmektedir. Bu konuda atılacak adımlar bir sonraki aşamada bu şirketlerin, yatırım yapan özel sermaye şirketleri aracılığıyla halka açılmasını da getirebilecek ve sermaye piyasamızın daha da gelişmesine katkıda bulunacaktır. Nitekim, özel sermaye şirketlerinin etkin olduğu ülkelerdeki gelişmeler de genellikle bu doğrultuda olmuştur.

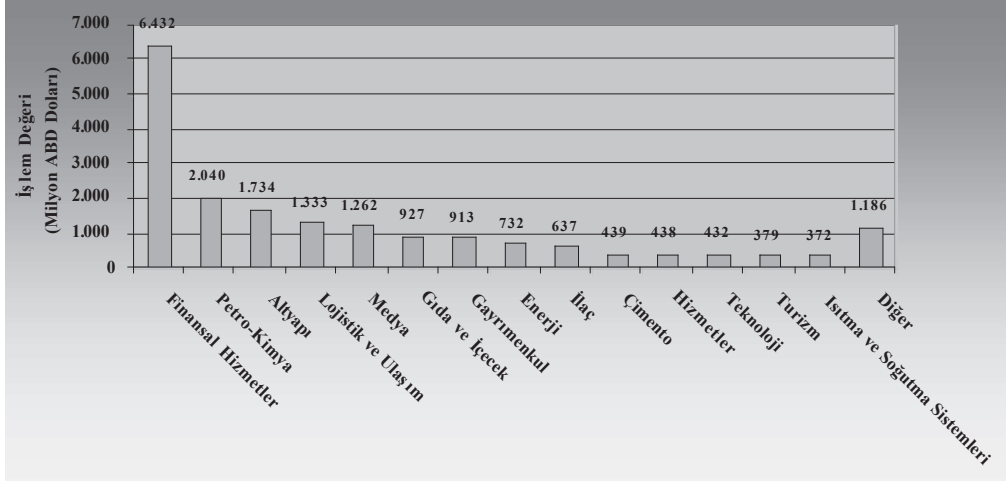
Ülkemizde sermaye piyasası üzerinden şirketlerin orta-uzun vadeli finansman temini ancak hisse senedi ihracına dayalı olarak gerçekleştirilebilmektedir. Oysa, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede özel sektör menkul kıymetleri, dönüştürülebilir tahviller, varantlar, gelir ve kar/zarar ortaklığı senetleri kullanılmaktadır. Bu açıdan, söz konusu sermaye piyasası araçlarının ihracını ve kullanımını teşvik edici yönde yeni yasal ve vergisel düzenlemeler yapılmalı, alternatif finansman araçlarının sayısı arttırılmalıdır. Bu çerçevede, yeni sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak 2007 yılı içinde Türk Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ciddi çalışmalar gerçekleştirilmiş, DİBS Borsa Yatırım Fonu ile garantili ve korumalı fonlara ilişkin yasal düzenlemeler tamamlanmıştır. Ayrıca, SPK tarafından düzenlemesi yapılan varant tebliğ taslağı da piyasa katılımcılarının görüşlerine açılmış olup, 2008 yılı içinde sermaye piyasasında işlem görmesi hedeflenmektedir.

Son yıllarda tüm dünyada şirket birleşmeleri ve satın almalar ciddi bir artış göstermiş bulunmaktadır. Deloitte Türkiye'nin 2008 yılı Ocak ayında yayınlamış olduğu "Türkiye'de 2007 Yılı Birleşme ve Satın Almalar Raporu"na göre, 2007 yılı içinde Türk Sermaye Piyasası'nda 20,6 milyar ABD doları değerinde 162 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirilmiş bulunmaktadır. Bu birleşme ve satın almalarından, 6,5 milyar ABD dolarına karşılık gelen 32 tanesi finansal kuruluşlara yönelik olmuştur (Grafik 26). Türk Sermaye Piyasası'nda faaliyet gösteren aracı kurumların, özellikle son dönemde yabancı banka ve aracı kurumlar tarafından satın alındıkları ve 36 tanesinin yabancı ortaklı olduğu düşünüldüğünde önümüzdeki dönemde ülkemiz sermaye piyasasında yabancı yatırımcıların gittikçe artan ölçüde boy gösterecekleri söylenebilir.

Sektöre ilişkin diğer önemli bir tespit de, piyasalarda işlem yapan birçok yatırımcının uluslararası gelişmelere paralel olarak teknolojinin imkanlarını kullanmak suretiyle internet üzerinden, uzaktan erişimle alım-satım sistemine emir gönderme imkanına sahip olmasıdır. İMKB'de buna yönelik olarak, aracı kuruluşların elektronik ortamda merkezlerinde topladıkları emirlerin direkt olarak İMKB sistemine aktarılmasını sağlayan bir arayüz ekranı yaratılarak uzaktan erişim olanakları ge-

nişletilmiştir. 2007 yılı sonu itibariyle İMKB'deki uzaktan erişim terminallerinin sayısı 316 olup, bu terminaller bankalar (157) ve aracı kurumlar (159) arasında eşit bir şekilde dağılmış durumdadır. İMKB piyasalarına iletilen emirlerin yaklaşık % 90-92'si elektronik olarak (ExAPI üzerinden) iletilmektedir. İşlem hacminin de yaklaşık % 80'i Ex-Api üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Grafik 26: Türkiye'de Satın Alma ve Birleşmelerin Sektörel Dağılımı (2007)



Kaynak: Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu, Ernst & Young, Ocak 2008

Uluslararası sermaye piyasalarındaki genel eğilim, piyasalarda yapılan tüm işlemlerin etkin bir risk yönetim anlayışı ile gerçekleştirilmesidir. Bu açıdan, tüm mali ve reel sektör işletmeleri tarafından uygulanan risk yönetim ilkelerinin şeffaf hale getirilmesi, uygulanan stres testlerinin açıklanması ve bu yöndeki yeterliliğin sürekli denetlenmesi ve ilkelerin sürekli güncellenmesi yönünde bir yönetim standardının tüm piyasa katılımcılarını kapsayacak şekilde geliştirilmesi önem taşımaktadır. Türk Sermaye Piyasası kurumları da bu konuda son yıllarda ciddi çalışmalar içinde olup, piyasa işlemlerinin gözetim ve denetimi risk odaklı olarak yapılmakta, işletmeler tarafından kullanılan risk yönetim teknikleri titizlikle izlenmektedir.

6. SEKTÖRÜN YAPISAL SORUNLARI VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Sermaye piyasasının temel amacı, yurtiçi ve yurtdışında bulunan yatırımcıların tasarruflarını menkul kıymetlere yönlendirmelerini sağlayarak hem iktisadi kalkınmaya destek vermek hem de sermayenin tabana yayılmasını temin etmektir. Türk Sermaye Piyasası bu açıdan gelişmiş ülkeler ile kıyaslandığında uzun bir geçmişe sahip olmamakla birlikte, uluslararası standartları yakalamış ve hem teknolojik gelişmişlik düzeyi hem de piyasa performansı açısından rakipleri arasında ön sıralarda yerini almış bulunmaktadır.

Sermaye piyasasının ekonomik açıdan en önemli işlevlerinden birisi de finansal piyasalara likidite ve bilgi sağlamak, fiyat oluşum mekanizmasının etkin bir şekilde işlemesine katkıda bulunmaktır. Bu açıdan, piyasa dengesini belirleyen arz ve talep unsurlarının doğru bilgi temelinde karşılaşmaları, ekonomideki kaynakların etkin dağılımını etkilediği için kritik önem taşımaktadır. Bu noktada Türk Sermaye Piyasası, arz ve talep yönünü geliştirmeye yönelik büyüme stratejileri ve piyasalarda bilgisel etkinliği tesis etmeye yönelik çalışmaları ile uluslararası çizgiyi yakalamış durumdadır.

Bu genel değerlendirme çerçevesinde, Türk Sermaye Piyasası'nın sahip olduğu avantajlar kadar karşı karşıya bulunduğu birtakım sorunların da olduğu gözlemlenmektedir. Bu bölümde, sektörün sorunları ve bu sorunlara ilişkin çözüm önerileri "arz yönü" ve "talep yönü" olmak üzere iki ana başlık altında incelenecektir.

6.1. Arz Yönüne İlişkin Sorunlar ve Çözüm Önerileri

Sorunlar:

Sermaye piyasasının arz yönünde, gerek ekonomik koşullardan gerekse ülkenin demografik yapısından kaynaklanan sorunlar mevcuttur. Bunlar içinde en öncelikli olanlar aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

- a) Türk şirketlerinin çoğu, yönetimi kaybetme veya borç altına girme çekincesiyle hisse senedi/tahvil ihracından kaçınmakta, daha çok kendi özkaynakları veya banka kredisi kullanmak suretiyle büyüme politikası izlemeyi tercih etmektedirler.
- b) 1990'lı yıllarda şirketlerin halka açılmalarını teşvik amacıyla uygulanan vergi istisnası kaldırılmış, yerine yeni bir düzenleme getirilmemiştir.
- c) Menkul kıymet arzında, özellikle özel sektörün tahvil ihracında alınan vergiler ve diğer ücretler ihracın maliyetini önemli ölçüde etkileyecek düzeydedir. Londra Borsası'nda tahvil ihraç tutarının % 0,014'ü kadar bir maliyet oluşurken, ülkemizde bu oran % 1,15'dir. % 0,01'in bile tahvilin maliyetini etkilediği günümüz piyasalarında bu oran oldukça yüksek kalmaktadır⁸.
- d) 2006 yılı Temmuz ayında yapılan bir düzenleme ile, yerli ve yabancı yatırımcıların sermaye piyasasından elde edecekleri kazançlar üzerinden ödeyecekleri stopaj oranları farklılaştırılmış, bu durum özellikle yerli yatırımcılar açısından olumsuz yönde bir motivasyon yaratmıştır.

⁸ Rakamlar, İMKB Araştırma Müdürlüğü tarafından hazırlanan bir kurum içi bilgi notundan alınmıştır.

- e) Kamu iç borçlanma senetlerinin yüksek reel faiz getirisi, başta özel sektör tahvilleri olmak üzere menkul kıymet arzını ve çeşitliliğini etkileyen dışsal faktörlerin başında gelmektedir.
- f) Türkiye'nin en büyük sorunlarından birisi kayıtdışı ekonomidir. Kayıtdışı ekonomi önemli tutarda vergi kaybına neden olmakta ve sosyal dengesizlikleri arttırmaktadır. Halka açık şirketler her 6 ayda bir bağımsız denetimden geçmekte, bunun yanında SPK ve İMKB tarafından da denetlenmektedirler. Bu nedenle, kayıtdışına çıkabilme imkanları yoktur. Fakat kayıtdışı ekonomi içinde faaliyet gösteren şirketlerin rekabet gücü çok daha fazla olduğundan, sermaye piyasasındaki şirketler haksız rekabet ile karşı karşıya kalmakta, bu nedenle de pek çok şirket menkul kıymet arzından ve borsaya kote olmaktan imtina etmektedir.
- g) Ülkemizde muhasebe standartları henüz tam olarak yerli yerine oturmamıştır. Bu durum şirketlerin bürokratik yüklerini arttırmaktadır. SPK yapmış olduğu düzenlemelerle sermaye piyasasındaki şirketlerin finansal raporlarını belli bir standarda getirmiştir. Ancak vergi mevzuatına göre düzenlenen finansal raporlar SPK'nın raporlarından farklıdır. Bu konuda Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) SPK ile ortaklaşa olarak çalışmalar yürütmektedir. Ancak şu ana kadar hem Maliye hem de SPK'nın kabul ettiği ortak bir finansal raporlama sistemi oluşturulamamıştır. Bu kapsamda, farklı mali tablo hazırlatma kırtasiyeciliğine son verilmesinin ülkemiz sermaye piyasasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.
- h) Ülkemizde uzun süreli menkul kıymet tutma alışkanlığının yeterince gelişmemiş olması ve geleneksel nedenlerle menkul kıymetlere yatırım yapılmaması, halkın güveninin istismar edildiği izinsiz halka arzları ortaya çıkarmıştır. Bu çerçevede halktan, hiç bir alacaklılık veya ortaklık hakkı tanımayan makbuzlar karşılığında, para toplanmış, toplanan paraların büyük çoğunluğu kaybedilmiştir.
- i) Sermaye piyasalarından yararlanma imkanlarının şirketlere anlatılmasında bir bilgilendirme ve tanıtım eksikliği olduğu gözlemlenmektedir.
- j) Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) uygulaması, üründen ürün yaratılmasını engellemekte ve arbitraj imkanlarını ortadan kaldırmaktadır.
- k) Halka açık şirketlerin, halka arz ettikleri ve piyasada işlem gören hisse senetlerini geri almalarına izin verilmemektedir.

Çözüm Önerileri:

- a) SPK, şirket sahipleri açısından yönetimin kaybedilmesini engelleyen pek çok düzenleme yapmıştır. Bunlardan başlıcası, şirketlerin "Oydan Yoksun Pay Senedi" ihraç edebilmeleridir. Diğer taraftan, halka açılmak isteyen şirketler, halka açılmadan önce ana sözleşmelerini tadil ederek kendilerine yönetimi kaybettirmeyecek "Altın Hisse" sahibi olabilmektedirler. Bu nedenle yönetim gücünü muhafaza etmeye ilişkin sorun, söz konusu hususların açık bir şekilde şirketlere anlatılmasıyla çözülebilir.
- b) Gerek yönetimi kaybetme gerekse maliyetlerin caydırıcı bir etken olduğu ülkemizde, büyük ölçekli şirketlerin halka açılmalarını teşvik edecek en önemli avantajlardan birisinin vergi indirimi veya istisnası olacağı düşünülmektedir. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlere halka açıklık oranına göre kademeli vergi indirimi sağlanması bu amaca hizmet edebilecektir.
- c) Sermaye piyasasında yeknesak ve sık değişikliğe uğramayacak bir vergi sistemi oluşturulmalıdır. Bu kapsamda, yerli ve yabancı yatırımcılar arasında farklı stopaj uygulanmasına son verilmeli ve yerli yatırımcılar teşvik edilmelidir.
- d) Düzenleyici kurumların aldıkları kayıt ücretleri asgari seviyeye indirilmelidir.
- e) Uygulanan ekonomik programın başarısına paralel olarak, reel faizlerin düşmesi menkul kıymet ihracı ve çeşitliliğini olumlu yönde etkileyecektir.
- f) Kayıtdışı ekonominin kayıt altına alınması sermaye piyasasının boyutlarını aşan bir sorundur. Ancak kayıtdışlıkla mücadele edilebilmesi için vergi kanunlarının herkesin anlayabileceği tarzda açık ve anlaşılır bir şekilde düzenlenmesi, vergi oranlarının makul seviyelere indirilmesi yararlı olacaktır. Bu sorunun çözümü için Maliye Bakanlığı ve SPK'nın bir araya gelerek çalışmaları ve uzlaşmaları gerekmektedir.
- g) Sermaye piyasasında daha fazla şirketin halka arz edilmesi amacıyla, İMKB ve SPK tarafından TSPAKB ve TOBB gibi meslek kuruluşları ile yakın işbirliği içine girilmeli ve bu kuruluşlarla imzalanacak ortak protokoller ile, halka açılma potansiyeli taşıyan şirketleri yönlendirici ve teşvik edici nitelikte, tüm Türkiye'ye yönelik bir pazarlama hamlesi başlatılmalıdır.
- h) Hisse senedi borsada işlem gören şirketlere, gerektiğinde kendi hisse senetlerini piyasadan satın alma (*share buy back*) imkanı tanınmasının, yeni halka arzları teşvik edici olacağı düşünülmektedir.

- i) İzinsiz halka arzların önlenmesi için, halkın geleneklerine uygun olan ve mevcut durumda yasal düzenlemesi mevcut bulunan kar/zarar ortaklığı yapılanmasına uygun menkul kıymetlerin ihracına işlerlik kazandırılmalıdır. Bunun yanında, söz konusu yatırımcı kesimine yönelik yeni finansal ürünlerin ihracına uygun platformlar oluşturulmalıdır.
- j) Yeni veya gelişmekte olan şirketlerin sermaye ihtiyacını karşılamaya yönelik olarak, orta vadeli fonların yatırıma dönüştürülebilmesine imkan sağlayan girişim sermayesi ve özel sermaye şirketlerinin ülkemizde faaliyet göstermesine yönelik yasal düzenlemelerde değişiklikler yapılmalı, bu şirketlerin yatırım ortaklığı şeklinde kurulması yönündeki düzenleme gözden geçirilmelidir. Bu hususun gerçekleştirilmesi durumunda, orta vadede sermaye piyasasına açılacak şirket sayısı da artabilecektir.
- k) İMKB üzerinden halka açılmak ve halka arza ilişkin yasal yükümlülükleri yerine getirmek istemeyen şirketlerin, Londra’da “*Professional Securities Market*” veya ABD’de 144a uygulamasında olduğu gibi, tahsisli işlemler pazarında hisse senedi ihracı yapabilmelerine imkan sağlayacak yeni bir yasal düzenleme ile teşvik edilmesi yönünde çalışmalar yapılmalıdır.
- l) Sermaye piyasası içinde yer alan “Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası” gibi pazarları, bölge borsaları ile ortak platformlar oluşturmak suretiyle yeniden yapılandırmak ve aktif hale getirmek gerekmektedir.
- m) Uluslararası piyasalarda etkin endeks yapımcılarla birlikte çalışarak, piyasalara yeni yatırım endekslerinin sunulması sağlanmalı, bu endekslere dayalı BYF’nin oluşturulması ve işlem görmesi teşvik edilerek fon piyasaları canlandırılmalıdır.
- n) Piyasa derinliğinin artırılması ve farklı profildeki yatırımcı gruplarının piyasaya çekilebilmesi amacıyla, varant, opsiyon, ipoteğe dayalı menkul kıymetler gibi yeni finansal araçların piyasaya kazandırılması, farklı nitelikte borsa yatırım fonlarının oluşturularak yatırımcıların tercihine sunulması gerekmektedir.
- o) İMKB’nin teknolojik altyapısı, Takasbank A.Ş. ile Merkezi Kayıt Kuruluşu’nun imkanları kullanılarak, ürün ihtisas borsaları ile işbirliği içinde oluşturulacak yeni platformlar üzerinden mal ve finansal piyasaların likiditesi arttırılmaya çalışılmalı ve spot-vadeli piyasa etkileşiminden faydalanılarak piyasalara derinlik kazandırılmalıdır.
- p) Ülkemizde KOBİ niteliğindeki şirketlerin büyük çoğunluğunun şeffaflık ilkelerine (kamuyu aydınlatma ve kayıt sistemi) uymaktan kaçındığı bilinmektedir. Sermaye piyasası düzenlemelerine tabi olmayan şirketlerin kayıt içine alınması yönünde alınacak önlemler ile yapılacak düzenlemelerin (TTK taslağının yü-

- rürlüğe girmesi, etkin maliye denetimleri vb.) halka açılmaları arttıracakları düşünölmektedir.
- q) TSPAKB önderliğinde, sektörde çalışan aracı kurumların temsilcileri ile halka arzlarda karşılaşılan zorluklar ve çözüm önerileri konusunda ortak toplantılar düzenlenmesi faydalı olacaktır. Bu kapsamda, bir "Sermaye Piyasası Tanıtım ve Bilgilendirme Komisyonu"nun oluşturulmasında da yarar bulunmaktadır.
 - r) Şirketleri, halk arz öncesi yapılması gereken hazırlık çalışmaları konusunda bilgilendirmek yerinde olacaktır. Bu amaçla, daha önce başarılı halka arz işlemleri gerçekleştiren şirketlerin deneyimlerini paylaşımlarına imkan verecek uygun platformlar oluşturulabilir.
 - s) Piyasayı güçlendirmek ve dinamizmini arttırmak için, halka açıklık oranı belli bir seviyenin altına düşen şirket hisse senetleri borsada kote olmaktan çıkarılabilir.
 - t) Takasbank bünyesinde faaliyet gösteren Ödünç Menkul Kıymet Piyasasının geliştirilmesi gerekmektedir.
 - u) Sektörde faaliyet gösteren aracı kurumlar arasında hizmet sunumu konusunda farklılaşmaya gidilmesi, sadece yatırım hizmeti veya kurumsal finansman hizmeti sunan kurumlar olarak farklı yapılanmaların oluşturulması faydalı olabilir.
 - v) Ülkemizde faaliyet gösteren sermaye piyasası kurumları açısından yeni ürünlerin yaratılmasını engelleyen ve bu tip işlemlerin yurtdışında gerçekleştirilmesine neden olan BSMV ve damga vergisi uygulaması kaldırılmalı veya kapsamı daraltılmalıdır.

6.2. Talep Yönüne İlişkin Sorunlar ve Çözüm Önerileri

Sorunlar:

- a) Türkiye'de sermaye piyasasına yönelik yurtiçi tasarruflar düşüktür. Bunun en önemli nedeni, 2001 krizi ile bankacılık sektöründe yaşanan olumsuz gelişmelerdir. Ayrıca, geleneksel olarak halkımızın büyük bir kesimi yastık altında saklayabildiği altına yatırım yapmaktadır.
- b) Ülkemizde tasarruf sahiplerinin yatırım vadesi kısadır. Sermaye piyasalarının gelişebilmesi için ise en önemli unsurlardan biri uzun vadeli fon arzıdır. Bu durum, yatırımcıların sermaye piyasasına olan talebini ve orta-uzun vadeli yeni finansal ürün ihracını olumsuz yönde etkilemektedir.

- c) Yatırımcıların piyasaya olan güvenleri, piyasaların gelişmesi için ön koşuldur. Bu kapsamda, yatırımcı güvenini zedeleyici uygulamalardan kaçınılması gereklidir. Ayrıca bu tip olayların gerçekleşmesi durumunda, çözüm yollarının makul bir süre içinde belirlenmesi sağlanmalıdır. Örneğin, ilgili mevzuat gereğince TMSF, bankalar halka açık olsun ya da olmasın, durumu kötüye giden bankanın tüm ortaklık paylarına el koyma hakkına sahiptir. İMKB’de işlem gören bankaların bir kısmına TMSF tarafından el konulmuş, ancak hakim ortaklar dışında borsadaki küçük yatırımcıların zararını karşılamak için herhangi bir düzenleme yapılmamıştır.
- d) Kurumsal yatırımcı tabanı istenen yaygınlıkta değildir. Kamu borçlanma araçlarının Türk finans sistemindeki ağırlığından dolayı, kurumsal yatırımcılar daha çok devlet tahvili ve hazine bonosuna yatırım yapmayı tercih etmekte, hisse senetlerine ve özel sektör tahvillerine yönelmemektedirler.
- e) Ülkemiz sermaye piyasası içinde yer alan yatırım fonları, bireysel yatırımcıları çekecek ölçüde üstün performans gösterememekte, bu da söz konusu fonlara yönelmesi arzu edilen yatırımcı talebini olumsuz etkilemektedir.
- f) İç talep yönündeki eksiklikler dış taleple karşılanmaya çalışılmaktadır. 2006 yılında yapılan düzenleme ile, yerli ve yabancı yatırımcılar arasındaki stopaj farklılaşması, yerli yatırımcıların da yabancı olarak piyasaya gelmelerine neden olmuş ve yerli yatırımcı sayısını önemli ölçüde azaltmıştır.
- g) Küçük yatırımcılar sermaye piyasaları hakkında yeterli bilgiye sahip değildir.
- h) İhtisas mahkemelerinin olmaması, manipülatif işlemler sonucu yatırımcıların mağduriyeti söz konusu olduğu durumlarda, davaların uzun sürmesine ve küçük yatırımcıların hak kaybına uğramasına neden olmaktadır.
- i) Bireysel ve kurumsal yatırımcıların, risk yönetimi ve arbitraj imkanlarından faydalanabilmek amacıyla kullanabileceği finansal araç sayısı sınırlıdır.

Çözüm Önerileri:

- a) Yurtiçi tasarrufların artması için, kayıtdışı ekonominin kayıt altına alınması gereklidir.
- b) Kısa vadeli yatırım anlayışının başlıca sebebi makro ekonomik faktörlerdir. Makro ekonomik değişkenlerdeki istikrarın devamı, orta vadede yatırım anlayışının değişmesini ve yatırım vadesinin uzamasını sağlayacaktır.

- c) Piyasanın yatırımcı tabanını güçlendirmek üzere, yatırımcı haklarının korunmasına titizlik gösterilmelidir. Yatırımcı güveninin tekrar sağlanabilmesi için batan bankalarda/devletleştirilen şirketlerde hisse senedi bulunan küçük yatırımcıların zararlarını karşılayacak yeni bir düzenleme yapılmalı, mülkiyet hakları bağlamındaki sorunların çözümü desteklenmelidir.
- d) Kurumsal yatırımcı tabanının gelişmesinde bireysel emeklilik fonları büyük önem taşımaktadır. Bu kapsamda, bireysel emeklilik fonlarına ödenen katkıların vergi matrahından düşülebilecek bölümünün asgari ücretin bir yıllık tutarı ile sınırlandırılması uygulamasının gözden geçirilmesi gerekmektedir⁹.
- e) Yerli ve yabancı yatırımcılar arasındaki stopaj farklılaşması kaldırılmalıdır.
- f) İMKB yatırımcılar için "*Yatırımcı Danışma Merkezi*"ni kurmuştur. Buna ilave olarak, sermaye piyasalarını tanıtan ve işleyişini anlatan pek çok yayını bulunmaktadır. Bununla birlikte yatırımcıların eğitimi için, daha geniş kapsamlı ve piyasanın tüm aktörlerinin aktif olarak rol alacağı tanıtım etkinlikleri düzenlenmelidir.
- g) Kurumsal yönetim uygulamaları desteklenmeli ve teşvik edilmelidir. Bu kapsamda, özellikle azınlık haklarının korunmasına yönelik uygulamalar dikkatle takip edilmeli ve "*uygula, uygulamıyorsan açıkla*" prensibi çerçevesinde, şirketlerin yatırımcıları şirket içi uygulamalar konusunda düzenli olarak bilgilendirmesi sağlanmalıdır.
- h) Menkul kıymetleri İMKB'de işlem gören şirketler ile Borsa üyesi aracı kurumların, kamuya duyuracakları bildirimleri internet üzerinden güvenli bir şekilde yapmalarına imkan sağlayacak elektronik imza teknolojilerine dayalı bir altyapı olan "*Kamuyu Aydınlatma Platformu*" (KAP) Programı ile ilgili çalışmalar en kısa sürede sonuçlandırılarak kamuyu aydınlatma standartlarının yükseltilmesi gerekmektedir. Esas itibarıyla bu sistemin 2008 yılı içerisinde devreye alınması planlanmaktadır.
- i) Yatırımcılara, sahip oldukları farklı risk-getiri tercihlerine paralel olarak geniş bir ürün yelpazesi içinde alternatif yatırım fırsatları sunulmalı ve bu finansal araçların işlem göreceği pazarlar oluşturulmalıdır.
- j) TMSF'nin, banka iştirakleri hisse senetlerinin tamamına el koyma hakkının, sadece hakim ortakların payına el konulması şeklinde değiştirilmesinin, halka açık şirketlerin küçük ortaklarının zarar görmesini engelleyeceği düşünülmektedir.
- k) Küçük yatırımcıların münferit bir şekilde, kendi öngörülerini doğrultusunda yatırı-

⁹ Özel Emeklilik Fonlarını destek programı ile Şili'de, emeklilik fonlarının milli gelire oranı 1981 yılında % 1,2 iken, bu oran 1990'da % 24,2'ye, 2000 yılında ise % 53,8'e ulaşmış ve ülke ekonomik krizlerle çok daha başarılı bir şekilde başedebilir bir seviyeye gelmiştir.

rım yapmaları yerine, portföy yönetim şirketleri üzerinden veya menkul kıymet yatırım fonlarını kullanarak yatırım yapmaları teşvik edilmelidir.

- l) Özellikle kurumsal yatırımcıların spot piyasada taşıdıkları pozisyonlar üzerinden ortaya çıkabilecek risklerin etkisinden korunabilmelerine imkan verecek yeni türev piyasa araçlarının piyasada işlem görmesi sağlanmalıdır.

Bu hususlara ek olarak, ülkemiz sermaye piyasasının uluslararası rekabet açısından karşı karşıya kaldığı değişimlere de hızla ayak uydurması gerekmektedir. Bu kapsamda, borsaların birer teknoloji üssü haline geldiğinin bilincinde olarak, hızla teknolojik yenilenmeye gidilmeli, bütün piyasalara ve her türlü işleme yanıt verecek kompakt ve entegre bir işlem, takas ve saklama sistemi geliştirilmelidir. Ayrıca sermaye piyasası içinde faaliyet gösteren borsalar, risk yönetim ve gözetim birimlerini kuvvetlendirerek, süratle bir yedek işlem ve afet yönetim merkezi oluşturmalı, iş sürekliliğini sağlamaya yönelik önlemleri vakit geçirmeksizin almalıdırlar.

7. SEKTÖRÜN AB UYUM SÜRECİNDE GELDİĞİ NOKTA VE KARŞILAŞILAN SORUNLAR

7.1. AB'ye Üyeliğin Türk Sermaye Piyasasına Olası Etkileri

Avrupa Birliği (AB)'ne üyelik sürecinin sağlıklı bir şekilde tamamlanması, Türkiye için hem ekonomik hem de sosyal açıdan önemli kazanımlar sağlayacaktır. Ülkemizin AB'ye üye olması ile birlikte, ekonomik faaliyetlerin canlanması, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artış göstermesi sonucu yeni istihdam alanlarının yaratılması ve bu suretle bölgesel anlamda etkin bir rekabet gücüne kavuşulması mümkün olabilecektir.

Sermaye piyasası açısından değerlendirildiğinde, sermayenin serbest dolaşımı ile birlikte, yabancı aracı kurum ve kuruluşlar Türkiye'de şube açma ya da hizmet sunma yoluyla doğrudan faaliyette bulunabilecekler, yabancı menkul kıymetlerin Türk Sermaye Piyasasına girişindeki prosedürler yerli menkul kıymetlerle aynı koşullara tabi olacak, gerek halka arzlarda gerekse yatırım fonlarının faaliyetlerinde **"tek pasaport"** ilkesi geçerli olacaktır. Diğer taraftan, Maastricht kriterleri çerçevesinde bütçe ve kamu borçlanmasında sağlanacak disiplin, beraberinde düşük faiz oranlarını getirecektir. Düşük faiz oranları ise kamunun üzerindeki borç yükünü azaltmak suretiyle özel sektör borçlanma araçları piyasasının ve alternatif yatırım araçları ihracının önünü açacaktır. Tüm bu gelişmeler sonucunda ise, menkul kıymet arzındaki çeşitliliğin ve hizmet sunan kurumların artması, yatırımcıların daha rekabetçi bir piyasa ortamında, daha geniş bir ürün yelpazesi içinden

seçim yaparak yatırım tercihini kullanabilmelerini mümkün kılacak, Türk Sermaye Piyasası'nın derinlik ve likidite kazanmasına katkı sağlayacaktır.

Bu hususlara ek olarak AB üyeliği, kamuyu aydınlatma, şeffaflık, yatırımcı haklarının korunması gibi konularda AB vatandaşlarına sunulan olanakların Türk yatırımcıları için de uygulanabilir hale gelmesini ve ülkemiz şirketleri tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin daha etkin tatbik edilmesi sonucu daha sağlıklı bir sermaye piyasası işleyiş platformunun oluşmasını sağlayacaktır. Bu gelişmeler neticesinde, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatının AB müktesebatıyla tam uyumlu hale gelmesi ile birlikte de Türk Sermaye Piyasası, gelişmiş ve rakibi olan gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları ile daha iyi rekabet edebilecek bir konuma gelecek ve ülkeler arası iletişim ve etkileşimin artmasına paralel olarak da maksimum karşılıklı fayda paylaşımı imkanına kavuşacaktır.

Son olarak, daha etkin bir AB sermaye piyasasının hem yatırımcılar hem de şirketlere fayda sağlaması beklenmektedir. AB'de ulaşılabilecek finansal entegrasyon ile, toplam istihdamın artacağı, şirketlerin hisse senedi ve tahvil ihracıyla finansman maliyetinin azalacağı, GSMH'da artış olacağı tahmin edilmektedir. Yatırımcılar entegre bir piyasada daha etkin portföy çeşitlendirmesi olanağına kavuşacak, daha likit ve rekabetçi bir piyasa yolu ile yatırımlarını yönetebileceklerdir. Şirketler ise, artan finansman olanaklarından optimum maliyet avantajı ile faydalanabileceklerdir. Finansal kaynakların, ekonomide rekabetçi bir piyasa ortamında etkin olarak dağılımının sağlanması ise, şüphesiz ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratacaktır. Türkiye de AB'ne tam üye olması sonucunda, entegre bir AB sermaye piyasasının parçası olarak, kurumları ve yatırımcıları ile birlikte tüm bu imkanlardan faydalanma imkanına sahip olacaktır.

7.2. AB'ye Uyum Süreci Kapsamında Yürütülen Mevzuat Çalışmaları

Türk Sermaye Piyasası'na ilişkin yapılan tüm düzenlemelerde genel olarak uluslararası standartlar uygulandığından, ülkemizde tatbik edilen temel prensipler AB düzenlemeleri ile büyük ölçüde uyumludur. Ayrıntıda ortaya çıkan bazı farklar ise, SPK tarafından "Ulusal Program"da takvime bağlanmıştır. Bu çerçevede, SPK Tebliğlerinde AB düzenlemelerine uyum amacıyla değişiklikler yapılmış, yeni düzenleme çalışmalarında AB düzenlemelerine uyum ilkesi göz önünde tutulmuştur. Nitekim, AB tarafından 6 Kasım 2007 tarihinde yayımlanan İlerleme Raporu'nda, "Finansal Hizmetler" başlığı altında, menkul kıymetler piyasası ve yatırım hizmetleri alanında ilerleme görüldüğü tesbitine yer verilmekle birlikte, müktesebatla uyumun, özellikle kolektif yatırım kuruluşlarıyla ilgili olarak henüz tamamlanmadığı ifade edilmiştir.

AB mevzuatına uyum çalışmaları çerçevesinde, Türkiye'ye sağlanmakta olan Katılım Öncesi Mali Yardımları'nın 2004 Programlaması kapsamında, PHARE programından yararlanmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu'nca hazırlanan yaklaşık 2 milyon Euro bütçeli "*Eşleştirme Projesi*" AB Komisyonu tarafından onaylanmış ve Şubat 2006'da projeye başlanmıştır¹⁰. Almanya Federal Maliye Bakanlığı ile birlikte gerçekleştirilen proje 24 aylık bir süreyi kapsamakta olup, temel hedefleri aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- AB müktesebatına tam uyumlu olacak şekilde Türk sermaye piyasalarında gerekli yasal düzenlemelerin yapılması,
- AB ve dünya standartlarına paralel uygulamaların geliştirilmesi ile birlikte, etkin bir denetim ve gözetim sisteminin oluşturulmasını temin etmek üzere idari kapasitenin güçlendirilmesine yönelik çalışmalar yapılması,
- "*Düzenleyici Etki Analizi*" ilkelerinin oluşturulması,
- SPK uzmanlarının eğitime tabi tutulması, eğitimcilerin eğitimi programının tamamlanması,
- "*Kamuyu Bilgilendirme Programı*"nın onaylanması ve uygulamaya geçirilmesi.

SPK uzmanları ve Alman uzmanlar tarafından oluşturulan çalışma grupları ile, AB müktesebatına uyum konusunda yürütülen çalışmalar tamamlanmıştır. Mevzuat karşılaştırması yapıldıktan sonra, içeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon, izahname, yatırımcıları koruma fonu, takas ve finansal teminat, bağımsız denetim, pay alım teklifleri, şirketler hukuku, sermaye yeterliliği, yatırım hizmetleri, kamuyu aydınlatma, yatırım fonları ve diğer konularda ilk taslak mevzuatlar hazırlanmıştır. Ayrıca, ilk taslak mevzuat çalışmaları tamamlanan izahname, içeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon, yatırımcıları koruma fonu, şirket ele geçirmeleri, takas ve finansal teminat konularında SPK uzmanlarına Alman uzmanlarca eğitim verilmiş, eğitimcilerin eğitimi gerçekleştirilmiştir. 2007 Aralık ayı itibariyle mevzuat çalışmaları tamamlanmış bulunmaktadır.

Proje bileşenlerinden birisi olan "*Düzenleyici Etki Analizi*" çalışması tamamlanmış ve SPK bünyesinde "*Düzenleyici Etki Analizi*" yapılırken yararlanılacak bir Kılavuz hazırlanmıştır. Buna ek olarak, "*Projeye İlişkin Kamuyu Bilgilendirme Programı*" kapsamında, 6 Haziran 2007 tarihinde İstanbul'da bir konferans düzenlenmiştir. Konferans sırasında SPK ve BaFin uzmanları tarafından katılımcılara, piyasanın kötüye kullanılması, izahname, yatırımcı tazmin sistemleri ve kolektif yatırım kuruluşlarına

¹⁰ PHARE Programı, ortak ülkelere ekonomik ve politik açıdan merkezi bir sistemden merkeziyetçi olmayan bir pazar ekonomisine ve demokratik sisteme geçişlerinde yardımcı olmak için hazırlanmıştır.

ilişkin AB mevzuatı ve bu konularda hazırlanan taslak düzenlemelerin piyasalarımıza getireceği yeniliklere ilişkin bilgi verilmiştir. Diğer taraftan, projenin "Kamuyu Aydınlatma" bileşeni kapsamında bahsi geçen konferansa ek olarak, 7 Kasım 2007 tarihinde yine sektör temsilcileri ve basın mensuplarına yönelik olarak ikinci bir konferans tertip edilmiştir. Bu konferansta ise katılımcılar, SPK ve BaFin uzmanları tarafından yatırım hizmetleri, pay alım teklifleri ve kamuyu aydınlatma konularına ilişkin AB mevzuatı ve bu konularda hazırlanan taslak düzenlemelerin Türk Sermaye Piyasası'na getireceği yeniliklere ilişkin bilgilendirilmişlerdir.

Diğer taraftan, "Twinning Projesi" kapsamında 8 konu başlığı altında BaFin ve Almanya'daki diğer ilgili kurumlar nezdinde SPK personeli çalışma ziyaretlerine katılmış olup, anılan çalışma ziyaretlerinden ilki Mart 2007'de izahname konusunda, ikincisi Nisan 2007'de piyasanın kötüye kullanılması konusunda, üçüncüsü Mayıs 2007'de yatırımcı tazmini konusunda, dördüncüsü Haziran 2007'de yatırım fonları konusunda, beşincisi Temmuz 2007'de sermaye yeterliliği konusunda, altıncısı Eylül 2007'de kamuyu aydınlatma konusunda, yedincisi ise Kasım 2007'de kurumsal yapı ve finansal hizmetler konusunda gerçekleştirilmiştir. AB mevzuatına uyum çalışmaları kapsamında SPK tarafından Almanya ile yürütülmekte olan "Eşleştirme Projesi"nin yanı sıra, ilgili kamu kurum ve kuruluşları ile de çalışmalar koordineli bir şekilde devam etmektedir.

SPK tarafından hazırlanan "Mevzuat Uyum Takvimi", Almanya ile yürütülmekte olan "Eşleştirme Projesi" takvimine paralel olarak oluşturulmuştur. Bu Proje kapsamında çalışmaları yürütülen pek çok konu başlığındaki mevzuat uyumu Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapılmasını gerekli kıldığından, AB mevzuatıyla tam uyumlu Kanun taslağının hazırlanması ancak tüm konu başlıklarındaki çalışmalar bitirilip konsolidasyonun yapılmasını takiben tamamlanabilecektir. Kollektif yatırım kuruluşları, yatırımcı tazmin sistemi, takas sistemleri, içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon, finansal teminat düzenlemeleri, izahname, yatırım hizmetleri, düzenlenmiş piyasalar, kamuyu aydınlatma, pay alım teklifleri, şirket birleşme ve bölünmeleri, menkul kıymet borsaları Kanun değişikliği gerektiren konuların başında gelmektedir. AB mevzuatıyla tam uyumlu Sermaye Piyasası Kanun taslağının 2008 yılı içerisinde tamamlanması planlanmaktadır. Kanun taslağının çıkarılmasını müteakip, proje çalışmaları sırasında taslakları hazırlanan ikincil mevzuatın da hızla gözden geçirilerek 2009 yılı içerisinde çıkarılması öngörülmektedir. Ancak Şirketler Hukuku'nun kapsamına giren ve temelde Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan esaslara bağlı olarak düzenleme yapma imkanının bulunduğu konularla, mevzuat uyum takvimi sorumlu kuruluşların yapacağı temel düzenlemelere bağlı olarak değişebilecektir.

8. SEKTÖRÜN REKABET GÜCÜNÜN ARTTIRILMASI VE VERİMLİLİK

Sermaye piyasaları, hızla büyüyen dinamik yapısı ve yatırımcılara sunduğu farklı yatırım alternatifleri ve finansman imkanları ile, ülke ekonomisinin gelişimine önemli katkılar sağlamaktadır. Bu açıdan, sermaye piyasasının güven, şeffaf ve istikrar içinde çalışması, bu piyasada işlem yapan tasarruf sahipleri ile kurumların hak ve yararlarının korunması, sektörün kendisinden beklenen işlevleri yerine getirebilmesi açısından kaçınılmazdır. Uluslararası alanda sektörün rekabet gücünün artırılması ve verimlilik artışı sağlanması için ise, öncelikli olarak sektörün gelişimine yönelik stratejik hedeflerin belirlenmesi ve buna bağlı olarak da hedefleri gerçekleştirecek faaliyetlerin tespit edilerek uygulamaya geçirilmesi gerekmektedir.

8.1. Stratejik Hedefler

Türk Sermaye Piyasası'nın içinde bulunduğu durumdan daha ileri bir seviyeye gelebilmesi için öncelikli olarak bazı stratejik hedeflerin gerçekleştirilmesi yönünde adımlar atılması gereklidir. Bu stratejik hedefler dört başlık altında toplanabilir:

- 1) Sermaye piyasasının güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını temin etmek,
- 2) Yatırımcıların hak ve menfaatlerini korumak,
- 3) Uluslararası piyasalarla entegrasyonu sağlamak ve işbirliği imkanlarını geliştirmek
- 4) Sermaye piyasasının ekonomik gelişmede etkin bir rol oynamasını sağlamak.

Bu hedeflerin gerçekleştirilmesine yönelik olarak ise, ana hatları belirlenecek bir yol haritası kapsamında eylem planı hazırlanması ve istikrar içinde yürütülmesi gerekmektedir. Bu plan kapsamında icra edilmesi gerektiği düşünülen faaliyetler aşağıdaki şekilde gruplandırılabilir:

- Piyasaların ve yeni ürünlerin geliştirilmesi
- Piyasalarda derinliğin ve likiditenin artırılması
- Piyasalarda şeffaflığın artırılması
- Uluslararası işbirliği imkanlarının geliştirilmesi

- Bilişim teknolojilerinden daha etkin olarak yararlanılması
- Düzenleyici otoritelerin, mali ve idari özerk yapısının devam ettirilmesi
- Sermaye piyasası kurumları arasında sıkı bir işbirliğinin sağlanması.

Bir sonraki bölümde, yukarıda sayılan faaliyetler kapsamında hangi çalışmaların yapılması gerektiği hususu detaylandırılacak ve sermaye piyasasının gelişimine yönelik önerilerde bulunulacaktır.

8.2. Hedeflere Yönelik Yapılması Gereken Çalışmalar

8.2.1. Piyasaların ve Yeni Finansal Araçların Geliştirilmesi

Türk Sermaye Piyasası'nda işlem gören finansal araç sayısı son derece sınırlıdır. Hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetleri dışında sadece borsa yatırım fonları işlem görmektedir. Son dönemde borsada işlem gören yatırım fonlarının sayı ve çeşitliliğinde artış olmakla birlikte, bu fonlar da henüz büyüklük ve sayı itibarıyla arzu edilen seviyede değildir. Diğer taraftan, özel sektör tahvilleri de ekonomide etkisini halen devam ettiren yüksek reel faizler neticesinde şirketler tarafından çok az tercih edilmektedir.

Bu durum dikkate alındığında, Türk Sermaye Piyasası'nda yeni finansal araçların piyasa kullanıcılarının hizmetine sunulması gerekmektedir. Bu noktada, bölge borsaları ile gösterge niteliğinde endeksler oluşturulması ve bu endeksler üzerine borsa yatırım fonlarının çıkarılmasının teşvik edilmesi yerinde olacaktır. Bu endeks fonların sadece ülkemizde değil, endeks kapsamında hisse senetleri yer alan diğer ülke borsaları ile Dubai ve diğer Körfez ülke borsaları gibi geniş bir coğrafyada işlem görmesi sağlanarak bir taraftan ülkemiz borsalarının derinliği artırılabilir, diğer taraftan da bu endeks içinde yer alan şirketlerin hisse senetlerine farklı piyasalardan talep gelmesi sağlanarak bu kurumların finansman ihtiyacının karşılanması yönünde önemli bir adım atılmış olur.

Sermaye piyasasının gelişmesi açısından önem verilmesi gereken finansal araçlardan biri de özel sektör tahvilleridir. Bu finansal aracın yaygınlık kazanması, ekonomide bankacılık kesimi üzerine yüklenen riskin dağılmasını da sağlayacağından ülke ekonomisi açısından çok önemli bir işlev yerine getirilmiş olacaktır. Bu amacın gerçekleştirilmesine yönelik olarak ise, öncelikle bazı yeni vergi düzenlemelerinin yapılması gerekmektedir.

- Özel sektör borçlanma senetleri üzerinden alınan damga vergisi kaldırılmalıdır.
- Tahvil ihracının maliyetini etkileyen kayda alma ücretleri düşürülmelidir.
- İcra İflas Kanunu'nda tasfiyedeki öncelik açısından tahvil alacaklılarının çek ve poliçe alacaklıları karşısındaki dezavantajını giderecek düzenlemeler yapılmalıdır.

Bilindiği üzere, tüm dünyada 2007 yılı başından itibaren uygulanmaya başlanan, ülkemizde ise 2009 yılı başından itibaren uygulamaya girmesi kararlaştırılan Basel-II kriterleri, bankacılık sektörüne sermaye yeterliliğinin ölçülmesine yönelik olarak risk odaklı yeni düzenlemeler getirmiştir. Bu kapsamda, KOBİ'ler de dahil olmak üzere tüm şirketlerin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilmesi gündemdedir. Bu durum, riskten kaçınan yatırımcıların kredi derecesi yüksek olan şirketlerin tahvil ihraçlarına yönelmelerini olumlu yönde etkileyebilecek ve bu finansal aracın yaygınlık kazanmasını sağlayacaktır.

Sermaye piyasalarının gelişmesi, bu piyasalara yatırım yapılmasının cazip hale getirilmesini gerektirmektedir. Bu noktada, piyasanın talep yönünün desteklenmesi için gerekli önlemlerin alınması kritik önem taşımaktadır. Güçlü bir talep tarafı olmaksızın piyasaların gelişmesi sınırlı kalacaktır. Buna yönelik önlemler arasında ise, yeni ürünlerin işleme açılması dışında mevcut pazarların geliştirilmesi ve yeni pazarlar oluşturulması gelmektedir. Bu hedefe yönelik olarak öncelikle hisse senetleri piyasasına derinlik ve likidite kazandıracığına inanılan Ödünç Pay Senedi Piyasasının geliştirilmesi yönünde adımlar atılmalıdır. Bu piyasa, bir taraftan aracı kuruluşlar ve kurumsal yatırımcılar açısından ödünç vererek kar payı gelirin yanı sıra, ödünç komisyon geliri de kazanarak portföylerine ilave getiri elde etmelerini sağlarken, diğer taraftan da yatırımcıların özellikle açığa satış amaçlı oluşan pay senedi ve borsa yatırım fonu ödünçlü ihtiyaçlarını karşılayarak piyasalarda istikrarlı fiyat oluşumuna daha fazla katkıda bulunacaktır.

Sermaye piyasasının gelişimine ivme kazandıracak faaliyetlerden birisi de, ülkemizde ürün borsaları elektronik işlem platformunun kurulmasıdır. Bu işlem sistemi üzerinden, tarımsal ürünler elektronik depo makbuzu şeklinde uzaktan erişim yoluyla ulusal ve uluslararası düzeyde güvenli bir alım-satım platformunda işlem görebilecektir. Konuya ilişkin yasal altyapı hazır olmakla birlikte, başta lisanslı depoculuk olmak üzere, sistemin sağlıklı işleyişine imkan veren mekanizmaların işler hale getirilmesi gerekmektedir.

Ülkemiz sermaye piyasasının sağlıklı gelişimine destek verecek olgulardan birisi de türev piyasaların geliştirilmesidir. Mevcut durumda, VOB bünyesinde faaliyet

gösteren organize türev piyasasında sadece vadeli işlem sözleşmelerinin alım-satımı gerçekleştirilmekte olup, işlem hacmi ağırlıklı olarak endeks vadeli işlem sözleşmesi üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu piyasada, opsiyon işlemlerinin de yapılabilmesine imkan verilmesi, farklı vadeli işlem sözleşmelerinin işleme açılması suretiyle ürün çeşitliliğinin artırılması faydalı olacaktır.

8.2.2. Piyasalarda Derinlik ve Likiditenin Arttırılması

Sermaye piyasalarında derinlik ve likiditenin arttırılmasına yönelik olarak arz ve talep cephesinden birtakım önlemlerin alınması gerekmektedir. Bu önlemler arasında öncelikli olarak aşağıdaki hususlar sayılabilir:

i) Şirketlerin Halka Açılmaları ve Halka Açıklık Oranlarını Arttırmalarının Teşviki

Şirketler açısından halka açılmanın cazip hale getirilmesi gerekmektedir. İMKB'nin kuruluş yıllarında Kurumlar Vergisi Kanunu ile halka açık anonim şirketlerin kazançlarının halka açılma derecesine göre düşük vergilendirilmesi, ilgili dönemde halka açılmaları cazip hale getirmiş ve halka açık şirket sayısının artmasına önemli katkı sağlamıştır. Bu uygulama, belirlenecek yeni kriterler dahilinde yeniden devreye alınabilir. Bunun yanı sıra, halka açıklık oranının arttırılması yönünde alınacak tedbirler de piyasanın derinleşmesine yardımcı olacaktır.

Şirketlerin halka açılmasını teşvik amacıyla, tüm sermaye piyasası kurumlarının işbirliği ile şirketler nezdinden bir tanıtım, bilgilendirme ve pazarlama faaliyeti yürütülmelidir. Bu amaçla, SPK-İMKB-TSPAKB-TOBB arasında ortak bir protokol imzalanmak suretiyle ülke çapında geniş katılımlı bir faaliyet yürütülmesi ve bölgesel anlamda geniş bir kurumsal yatırımcı kitlesine ulaşılması gerekmektedir. Bu amaçla, İMKB öncülüğünde çalışmalar başlatılmış olup, 2008 yılında son şekli verilmesi ve imzalanması planlanan protokol ile eyleme geçilmesi hedeflenmektedir.

ii) Kurumsal Yatırımcı Eksikliğinin Giderilmesi

Farklı ülkelerdeki süreçler incelendiğinde, sermaye piyasasının gelişmesinde en önemli rolü oynayan piyasa katılımcılarının kurumsal yatırımcılar olduğu görülmektedir. Bu yatırımcı kesiminin payının arttırılması, piyasalardaki aşırı fiyat değişkenliğini azaltacak ve arz-talep dengesizliklerinden destek alan yönlendirilmiş işlemlerin zeminini zayıflatabilecektir. Bu kapsamda, ülkemizde 2003 yılında uygulamaya girmiş olan bireysel emeklilik fonlarının gelişiminin desteklenmesi önem taşımaktadır. Ayrıca SPK tarafından, kurumsal yatırımcıların, girişim sermayesi ve özel sermaye

şirketleri şeklinde yapılanmasına izin verecek esnek yasal düzenlemeler yapılması yoluyla teşvik edilmesi ve şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmalarının özendirilmesi de sermaye piyasasının derinleşmesine önemli katkıda bulunacaktır.

iii) KOBİ'lerin Sermaye Piyasasından Yararlanma Düzeyinin Arttırılması

KOBİ'lerin sermaye piyasalarından daha fazla yararlanması sağlanmalıdır. İMKB'de işlem gören şirketlerin piyasa değerleri incelendiğinde, işlem gören 319 şirketin %50'sinin (158 şirket) 100 milyon ABD dolarının altında bir piyasa değerine sahip olduğu görülmektedir (Tablo 23). Diğer bir ifade ile İMKB, büyük ölçekli şirketlerin yanında pek çok küçük ve orta ölçekli şirketin de sermaye piyasalarından yararlanmasını sağlamaktadır. Bu açıdan, daha fazla KOBİ'nin Türk Sermaye Piyasası'ndan yararlanmasının sağlanmasına yönelik adımlar atılmalı, gerekirse bu şirketlerce yatırımcılarına özel pazarlarda tahsisli satış yapabilmeye imkanı getirilmelidir. Bu konudaki çalışmalar, SPK-İMKB-TSPAKB koordinasyonunda devam etmekte olup, 2008 yılı içinde bir noktaya gelmesi beklenmektedir.

Tablo 23: İMKB Şirketlerinin Piyasa Değeri Yapısı (31.12.2007)

Piyasa Değeri	Şirket Sayısı	Toplam Piyasa Değeri (Milyon ABD Doları)	Toplam Piyasa Değeri İçindeki Payı (%)
1 Milyar \$ Üzeri	46	242.381	84,03
500 Milyon-1 Milyar \$	28	19.950	6,92
200-500 Milyon \$	50	15.349	5,32
100-200 Milyon \$	37	5.312	1,84
50-100 Milyon \$	43	3.137	1,09
25-50 Milyon \$	42	1.455	0,50
25 Milyon \$ Altı	73	860	0,30
Toplam	319	288.444	100,00

Kaynak: İMKB

8.2.3. Piyasalarda Şeffaflığın Arttırılması

Sermaye piyasasının gelişmesi için, başta yatırımcılar olmak üzere tüm paydaşların doğru, zamanında ve tatminkar bir içerikte bilgilendirilmesi ve şeffaflığın sağlanması gerekmektedir. Ancak bu yapıldığı takdirde piyasaların derinleşmesi, yatırımcı sayısının artması ve uluslararası yatırımların ülkemize çekilebilmesi mümkün olabilir. Bu açıdan, piyasaların işleyişini etkileyen bilginin, başta internet olmak üzere, diğer teknolojik imkanların da yaygın olarak kullanılması suretiyle en düşük maliyetle, en hızlı ve güvenli bir şekilde kullanıcılara ulaştırılmasını sağlayacak yatırımların yapılması ve mevcut yatırımların sürdürülmesi kaçınılmazdır.

Diğer taraftan, şirketlerin uzun dönemli performanslarını doğrudan etkileyen kurumsal yönetim ilkelerinin ülkemiz sermaye piyasasında faaliyet gösteren şirketlerde uygulanmasını teşvik etmek ve bu ilkelerin hayata geçirilmesini sağlamak kritik önem taşımaktadır. SPK tarafından, Temmuz 2003’de Kurumsal Yönetim İlkelerinin yayımlanması ve İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nin oluşturulması bu yönde atılmış önemli adımlardır. Uluslararası gelişmelere ve düzenlemelere paralel olarak, bu ilkelerin yaygın olarak yerleşmesini sağlayacak ek önlemlerin alınması faydalı olacaktır. Bu kapsamda, bireysel yatırımcıların piyasaya katılmalarını sağlamak açısından güvenliğin artırılması konusunda ilerleme sağlanması gerekmektedir. Son yıllarda, özellikle bankaların ve iştiraklerinin TMSF’ye devri sonucunda karşılaşılan türden yatırımcı mağduriyetlerinin engellenmesi için tedbirler alınmalıdır.

8.2.4. Uluslararası İşbirliği İmkanlarının Geliştirilmesi

Sermaye piyasanın gelişmesinde, uluslararası işbirliği imkanlarının değerlendirilmesi ve uluslararası ilke ve standartlara uyum büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, AB mevzuat ve uygulamalarına, uluslararası kuruluşların standartlarına uyum kapsamında yapılan çalışmaların yanı sıra, diğer düzenleyici kurumlar ve uluslararası kuruluşlarla iletişimin artırılması yönündeki çalışmaların sürdürülmesi gerekmektedir.

AB yardımlarından yararlanmak üzere, 2004 yılı Türkiye-AB Katılım Öncesi Mali Yardımları Programlaması çerçevesinde hazırlanan “Sermaye Piyasası Kuruluna AB Sermaye Piyasası Standartlarına Uyumda Yardım” başlıklı “Eşleştirme (Twinning) Projesi” ve aday ülkelere AB mevzuatına uyum sağlanması ve gerekli idari alt yapının kurulması için teknik yardım sağlayan Teknik Yardım Bilgi Paylaşımı Ofisinden çeşitli konularda (menkul kıymetlerin saklanması, emeklilik fonları, içeriden öğrenenlerin ticareti, yatırımcıları koruma fonu vb.) teknik yardım sağlanması, mevzuatı iyileştirme yönünde gerçekleştirilen işbirliklerine önemli örnekler oluşturmaktadır.

Globalleşme ve bilgi teknolojilerindeki gelişmeler neticesinde sınır ötesi menkul kıymet işlemleri önemli ölçüde artış göstermiş, sınır ötesi suçların tespiti ve cezalandırılması, sermaye piyasalarında müşterilerin korunması ile piyasaların etkin ve şeffaf bir şekilde faaliyet göstermesini temin etmek için düzenleyici kuruluşlar arasındaki işbirliğinin artırılmasına olan ihtiyaç artmıştır. Bu kapsamda SPK, IOSCO üyeleri arasında işbirliği ve bilgi paylaşımını öngören ve konuyla ilgili usul ve esasları düzenleyen IOSCO Çok Taraflı Mutabakatını (*Multilateral Memorandum of Understanding*) 2002 yılında imzalamıştır.

Bölgesel ve global boyuttaki birleşmeler dikkate alındığında, bu konuda borsalar başta olmak üzere ülkemiz sermaye piyasası kurumlarının ivedi olarak birtakım önlemler alması gerekmektedir. Mevcut gelişmeler ışığında bir değerlendir-

me yapıldığında, stratejik açıdan ülkemiz sermaye piyasasını bekleyen en önemli tehditlerden birisi, bölgemizde faaliyet gösteren ve başkanlığını İMKB'nin yaptığı Avrasya Borsalar Federasyonu (FEAS) içinde yer alan borsaların birer birer satın alınmaya başlanması veya bu yönde teklif almalarıdır. Bu hususta en agresif stratejiyi ise, OMX, Yunanistan Borsası ve Dubai Borsası takip etmektedir¹¹. Bu kurumlar, ilgili ülkelerin sermaye piyasası otoriteleri ile de sıkı bir işbirliği içine girme ve ortak anlaşmalar imzalama çalışmaları içindedirler. Bu açıdan, ülkemizin bu gelişmelerin dışında yer almaması ve proaktif önlemler alarak hareket etmesi gerekmektedir.

8.2.5. Bilişim Teknolojisinden Daha Etkin Yararlanılması

Bilişim teknolojilerinden daha etkin olarak yararlanılması, verilmekte olan hizmetin kalitesini arttıracak gibi süresini de kısaltacaktır. Diğer taraftan, verinin bilgiye dönüşüm hızıyla doğru orantılı olarak analiz yapmak ve karar vermek daha çabuk ve verimli bir şekilde gerçekleştirilebilecektir. Bu çerçevede, gerçekleştirilen ve gerçekleştirilme çalışmaları devam eden faaliyetler aşağıda ifade edilmiştir:

- Sektörde, piyasaların fonksiyonel etkinliğini arttırmaya, zaman ve maliyet tasarrufu sağlamaya yönelik olarak ortak bir teknoloji merkezi kurulması planlanmaktadır. Bu yapılabildiği takdirde, mevcut durumda farklı işlem platformlarında, farklı işlem kuralları ve teminat-takas esasları ile işlem gören sermaye piyasası araçları, türev araçlar ve kıymetli madenlerin ortak bir alım-satım platformunda işlem görmesi sağlanarak piyasa katılımcılarının tek bir erişim noktası üzerinden tüm araçlara ulaşabilmeleri sağlanacaktır.
- SPK, İMKB ve TÜBİTAK-BİLTEN işbirliğiyle yürütülen "Kamuyu Aydınlatma Platformu"nda (KAP) son aşamaya gelinmiştir. Elektronik imzanın ilk kez kullanıldığı projenin kapsamına, İMKB'de işlem gören anonim ortaklıklar ve aracı kuruluşlara ait mali tablo ve özel durum açıklamalarının güvenli bir şekilde internet üzerinden toplanması ve anında kamuoyu ile paylaşılması girmektedir. Böylece zaman kazanılmakta, sistemdeki insan hataları en aza indirilmekte ve piyasa katılımcılarının eş zamanlı bilgilendirilmesi yapılabilmektedir.
- Gözetim faaliyetlerinde etkinliğin artırılması, teknolojik altyapının ve yazılımların geliştirilerek; bilgilerin mümkün olan en kısa sürede işlenip, piyasalarda gerçekleşen işlemlerin eşzamanlı olarak izlenmesi, olağandışı durumların daha etkin ve çabuk tespit edilmesi, detaylı ve koordineli bir biçimde incelenmesi

¹¹ OMX'in teknoloji merkezli gelişme ve yayılma politikası (çevre ülkelerdeki borsalara işlem sistemi pazarlaması, Ermenistan Borsası'nı satın alması, Hırvatistan sermaye piyasasının gelişimi konusunda işbirliği anlaşması imzalaması), Yunanistan'da Hellenic Exchanges S.A.'nin "Xnet sistemi" üzerinden 6 FEAS üyesini tek bir platforma bağlama girişimi bunlar arasında sayılabilir.

ve raporlanması amacına yönelik olarak, SPK ve İMKB tarafından eşgüdümlü ve ortak olarak yürütülen gözetim sistemi projesine ilişkin çalışmalar devam etmektedir. Bu kapsamda, tüm piyasaları kapsayacak bir merkezi teminatlandırma ve risk yönetim sisteminin de oluşturulması planlanmaktadır.

- Sermaye piyasalarında "Olağanüstü Durum Merkezi" (ODM) olgusu, kullanım-daki verinin mali piyasalara ait olması nedeni ile büyük önem taşımaktadır. Piyasalardaki hız ve süreklilik ihtiyacı nedeni ile verinin kaybı kabul edilemez bir durumdur. ODM ile deprem, sel vb. her türlü afet durumunda verinin güvenliği, devamlılığı, güvenilirliği ve sistemin sürekliliği sağlanmış olacaktır. Önümüzdeki dönemde, varlık ve risk değerlendirmeleri ile olağanüstü durum ve beklenmedik durum politikaları oluşturulması ve bu kapsamda sistem kurulumu çalışmalarının tamamlanması planlanmaktadır.
- Hisse Senetleri Piyasası ile Tahvil ve Bono Piyasası kullanıcılarının İMKB'de yer alan sistemler üzerinde herhangi bir sorun oluşması durumunda Takasbank'daki sistemler üzerinden seans başı itibarı ile alım satım faaliyetlerini sürdürebilmesi konusunda çalışmalar devam etmekte olup, buna ilişkin olarak bir "Afet Telafi Merkezi"nin oluşturulması hedeflenmektedir.
- Anti-virüs katmanlarının geliştirilmesi ve güncelliğinin devamlılığı, kurumsal güvenlik yönetimi, bilgi güvenliği denetimi konularında izleme, güncelleme, prosedür ve kapsam genişletme çalışmaları devam etmekte olup, *Bilgi İşlem Güvenliği ve Tehdit Tespit Sistemleri* mekanizmalarının oluşturulması çalışmaları yapılmaktadır.
- Piyasa derinlik ve likiditesinin artırılması amacıyla, aracı kuruluşların üye ofislerinden sisteme emir girmelerine olanak sağlayan uzaktan erişim projesi hayata geçirilmiştir. Derinlik bilgileri tüm veri yayın kuruluşlarına gerçek zamanlı olarak verilmektedir. Üyelerin Türk Telekom TNet şebekesi üzerinden gerçekleştirilen uzaktan erişim bağlantıları Turpak şebekesi üzerinden yedeklenmiştir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Her ülke için olduğu gibi Türkiye için de ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği, finansal büyüme ve istikrarın devamlılığını gerektirmektedir. Bu ise, finansal sistemin kurumsal yapısının yeterince güçlü ve dinamik, sermaye piyasalarının ise yeterince derin ve likit olması ile mümkün olabilmektedir. Bu sağlanamadığı takdirde ise, uluslararası dalgalanmalar sonucu ortaya çıkan krizler karşısında sıkıntılar yaşanabilmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, Türkiye’de finansal sistemin bankacılık ağırlıklı işlemesinden kaynaklanan kırılabilirlik ve riskler ancak sermaye piyasasının gelişmesi ile azaltılabilir.

Sermaye piyasaları açısından çok uzun bir geçmişi olmamakla birlikte, Türkiye’nin gelmiş olduğu aşama önümüzdeki yıllar için ümit verici bir noktada bulunmaktadır. Nitekim, 2007 yılı Kasım ayında yayınlanan “Türkiye: Finansal Sistemin İstikrarının Değerlendirilmesi” başlıklı IMF Raporu’nda da belirtildiği üzere, Türk Sermaye Piyasası’nın hukuki altyapısı ve denetim-gözetim sistemi tatminkar bir yapıda olup, modern bir takas ve saklama sistemine sahiptir. Aynı zamanda sektör, son 20 yıl içinde Türkiye ekonomisine sağladığı 37 milyar dolar fon girişi ve reel sektör şirketleri başta olmak üzere her sektörden değişik büyüklükteyi işletmelerin gelişimine verdiği finansman desteği ile de ekonomik büyümeye önemli katkılar sağlamaktadır.

Bununla birlikte, son dönemde sermaye piyasası kurumları, başta İMKB olmak üzere modernizasyonda sürekliliğin sağlanması ve uluslararası rekabet gücünün devamı açısından bazı sorunlar yaşamaktadırlar. Uluslararası gelişmeler incelendiğinde, sermaye piyasasını oluşturan borsalar açısından artık ölçek ekonomisi ve büyüğe olan güvenin ilgi ve önem kazanacağı ve bunlara bağlı olarak oluşturulan *Mega Borsalar* yanında küçük ölçekli yerel borsaların bağlantısız olarak varlıklarını sürdürüp sürdüremeyeceklerinin belirleneceği bir döneme girilmektedir. Bu açıdan, ülkemizde faaliyet gösteren borsalar için de, bölge borsalarıyla işlevsel işbirlikleri yoluyla nihai müşteri durumundaki ihraççı ve yatırımcılara daha çeşitli araç ve hizmetler sunulması “*Bölgesel Menkul Kıymet Süpermarketi*” oluşturulması daha da önem kazanmış bulunmaktadır.

Bu perspektiften bakıldığında, Türk Sermaye Piyasası’nda faaliyet gösteren borsaların yerel boyutta kalması, bölgesinde kendisinden hızlı gelişecek rakipleri karşısında avantajlarını kaybetmesine sebep olabilecektir. Kısa vadede olumlu konjonktürün ve likidite bolluğunun etkisi sonucunda, İMKB ve diğer daha küçük borsalara yönelen rekabet baskısının etkilerinin sınırlı kalmasına karşın, uzun dönemde büyük borsaların birleşmesinin yaratacağı baskının büyük ve açık uyarı

işaretleri belirince -örneğin likidite azalmaya başlayınca- her şey için çok geç olabilecektir.

Bu noktada, kurumların yeniden yapılandırılması kadar bireysel ve kurumsal yatırımcılara sunulan finansal araç ve hizmet çeşitliliğinin de artırılması önem kazanmaktadır. Bu kapsamda, özel sektör tahvillerinin ihracını cazip kılacak yasal ve vergisel düzenlemelerin yapılması, hisse senedi opsiyonları ve varantlar gibi türev piyasa araçlarının işleme açılması, bölge ve Körfez ülkelerinde işlem göreceği yeni endeks fonların oluşturulması, gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerin işlem göreceği pazarların açılması yönünde çalışmalar yapılması yerinde olacaktır. Ayrıca, halihazırda Takasbank bünyesinde faaliyet gösteren Ödünç Pay Senedi Piyasasının geliştirilmesi, piyasalararası merkezi teminatlandırma ve entegre risk yönetim sisteminin oluşturulması, KOBİ niteliğindeki şirketler için tahsisli satış işlemlerinin yapılabilmesine imkan veren pazarların kurulması, ürün borsalarında işlem göreceği depo sertifikaları için elektronik işlem platformunun yapılandırılması, Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından devlet iç borçlanma senetlerinde de kaydi sisteme geçilmesi gibi uygulamalar piyasaların canlandırılması ve likidite artışına destek verilmesi için gerekli görülmektedir.

Türk Sermaye Piyasası'nın özerk yapısının temini, hızlı karar alınması, yatırımların zamanında gerçekleştirilmesi ve uluslararası rekabet gücünün korunması açısından büyük önem taşımaktadır. Bu açıdan; SPK, İMKB, VOB, İAB, Takasbank, TSPAKB ve MKK üst yönetimi arasında bir "Türk Sermaye Piyasası Danışma Kurulu" oluşturulması, önemli projelerin hayata geçirilmesi, ulusal ve uluslararası boyutta ortaya çıkan sorunların çözümü, sermaye piyasasının tarafların ortak menfaatlerini göz önüne alan bir yapı içinde geliştirilmesi ve sinerji yaratılması açısından yerinde olacaktır.

Öte yandan, sermaye piyasalarını geliştirmek sadece teknik çalışmalarla başarılacak bir hedef olarak görülmemeli, aynı zamanda sermaye piyasasının halk ve piyasa aktörleri arasında hak ettiği itibara ulaşabilmesi amacıyla mümkün olan tüm platformlarda bir tanıtım ve imaj yenileme çalışması da yapılmalıdır. Bu çerçevede, yatırımcı bilgilendirme toplantıları düzenlenmeli ve görsel medyada sermaye piyasaları ile ilgili programlar yapılması için girişimlerde bulunulmalıdır. Yatırımcılar açısından düşünüldüğünde tüm bu faaliyetler, piyasalara olan güveni ve yatırımcı ilgisini arttıracaktır.

Sonuç olarak, küreselleşme sürecinde uluslararası alanda etkin bir şekilde rekabet edebilmek ve ülkemiz ekonomisinin gelişmişlik düzeyini arzu edilen noktaya çıkarabilmek için sermaye piyasaları konusunda kamu ve özel sektörde yer alan

tüm ilgili birimler tarafından gerekli tedbirlerin alınması gerekmektedir. Bu ise, sermaye piyasasının kurumsal kalitesinin artırılması, piyasaların küresel rekabet şartlarında çalışmasının sağlanması, yasal düzenlemelerin hızla gerçekleştirilmesi ile mümkün olabilecektir. Globalleşen ve her geçen gün daha entegre hale gelen uluslararası sermaye piyasaları karşısında Türk Sermaye Piyasası'nın hedefi, güçlü bir kurumsal organizasyon yapısı içinde, piyasaların daha derin ve likit hale geldiği, yatırımcı sayısı ve kompozisyonu ile finansal araç çeşidinin arttığı bir noktaya ulaşarak, AB üyeliği öncesinde gelişmiş ülke sermaye piyasaları içindeki yerini almak ve üyelik sürecinde öncü sektör konumuna gelmektir.

KAYNAKÇA

- "AB Düzenlemelerine Uyum Düzeyimiz Nedir?", Sermaye Piyasası Kurulu, Kurum içi Bilgi Notu.
- "Alternatif Yatırım Araçları", Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB Yayını, Sayı 66, Şubat 2008, ss. 7-17.
- "Annual Turkish M&A Review 2007: Exciting Times for Turkish M&A", Deloitte Türkiye, Ocak 2008.
- Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments Amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC.
- Dokuzuncu Kalkınma Planı, "Finansal Hizmetler" Özel İhtisas Komisyonu, DPT, Ankara, Aralık 2005.
- European Fund and Assets Management Association, *International Statistics*, September 2007, www.efama.org
- Focus, World Federation of Exchanges, No. 179, January 2008, www.world-exchanges.org
- İstanbul Altın Borsası Aylık ve Yıllık İstatistikleri, www.iab.gov.tr
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Aylık Bültenleri, www.imkb.gov.tr
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yıllık Raporları, www.imkb.gov.tr
- Koç, İlhami, "Yatırım Hizmetlerinin Geliştirilmesi", Türk Sermaye Piyasası ve Yatırım Hizmetlerinin Geleceği Konferansı, İstanbul, 15 Şubat 2008.
- "Özel Sektör Borçlanma Araçları Raporu: Mevcut Durum ve Öneriler", TSPAKB, Haziran 2005.
- "Sermaye Piyasasında Ödünç İşlemlerin Avantajları ve Takasbank Ödünç Pay Senedi Piyasasının Geliştirilmesi", TSPAKB Panel Sunumları, Mayıs 2006.
- "Sermaye Piyasalarında Gelişmeler Raporu: 2007/II", Sermaye Piyasası Kurulu, 2007.
- Sermaye Piyasası Kurulu 2006 Yılı Faaliyet Raporu, www.spk.gov.tr
- Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bültenleri, www.spk.gov.tr
- "Turkey: Financial System Stability Assessment", IMF Report, November 2007.
- "Türkiye Sermaye Piyasası 2006", Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Mayıs 2007.
- Wright, D., "Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)" European Commission Internal Market and Services DG., 2007.
- "Yabancı Yatırımcılar", Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB Yayını, Sayı 66, Şubat 2008, ss. 18-26.



