T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
PARA VE BANKA PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

145252

145252

MENKUL KIYMETLER BORSALARINDA ULUSLARARASI PAZARLAR VE İŞLEYİŞİ (İMKB ÖRNEĞİ)

Beyza ARSLAN

Danışman
Yrd. Doç. Dr. İsmail MAZGİT

İzmir-2004

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum "Menkul Kıymetler Borsalarında Uluslararası Pazarlar ve İşleyişi (İMKB Örneği)" adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

10/08/2004

Beyza ARSLAN

TUTANAK

Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü' nün 18./08./2004 tarih ve 16 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 18 maddesine göre İktisat Anabilim Dalı Para ve Banka Programı Yüksek Lisans öğrencisi Beyza ARSLAN' ın Menkul Kıymetler Borsalarında Uluslararası Pazarlar ve İşleyişi (İMKB Örneği) konulu tezi incelenmiş ve aday 22./09./2004 tarihinde, saat 13:30 da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 80 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin başarılı olduğuna oy birliği ile karar verildi.

BAŞKAN
Prof. Dr. Berna TANER
B. Taner

ÜYE
Doç.Dr. Yaser Uysal
Yaser Uysal

ÜYE
Yrd. Doç. Dr. İsmail MAZGİT
İ. Mazgit

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ/PROJE VERİ FORMU

Tez/Proje No: Konu Kodu: Üniv. Kodu

- Not: Bu bölüm merkezimiz tarafından doldurulacaktır.

Tez/Proje Yazarının
Soyadı:ARSLAN Adı:Beyza

Tezin/Projenin Türkçe Adı: Menkul Kıymetler Borsalarında Uluslararası Pazarlar ve İşleyişi (İMKB Örneği)

Tezin/Projenin Yabancı Dildeki Adı: International Markets in Stock Exchanges and Their Working (ISE Case)

Tezin/Projenin Yapıldığı
Üniversitesi: Dokuz Eylül Enstitü:Sosyal Bilimler Yıl:2004

Diğer Kuruluşlar:

Tezin/Projenin Türü:

Yüksek Lisans: ☒ Dili:Türkçe

Doktora: ☐ Sayfa Sayısı:146

Tıpta Uzmanlık: ☐ Referans Sayısı: 64

Sanatta Yeterlilik: ☐

Tez/Proje Danışmanlarının

Ünvanı:Yrd.Doç.Dr. Adı.İsmail Soyadı MAZGİT

Ünvanı: Adı. Soyadı

Türkçe Anahtar Kelimeler:	İngilizce Anahtar Kelimeler:
1-Uluslararası Finansal Piyasalar	1-International Financial Markets
2-Sermaye Hareketleri	2-Capital Flows
3-Menkul Kıymetler Borsaları	3-Stock Exchanges
4-İMKB	4-ISE
5-Uluslararası Pazar	5-International Market

Tarih: 10.08.2004
İmza:

Tezimin Erişim Sayfasında Yayınlanmasını İstiyorum Evet ☐ Hayır ☒

ÖZET

1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte uluslararası finansal sistemin sert kurallardan kurtulmasından sonra gerek Avrupa piyasalarında, gerekse uluslararası piyasalarda yeni gelişmeler olmuştur.

Finansal sermayenin küreselleşmesi açısından bu dönemin önemli gelişmelerinden bir tanesi de Menkul Kıymetler Borsalarının uluslararasılaşmasıdır. Günümüzde dünyada başta New York, Nasdaq, Almanya, Euronext, Londra ve Tokyo borsaları olmak üzere birçok büyük borsa mevcuttur.

Finansal küreselleşme sonucunda artan rekabet ile birlikte uluslararası menkul kıymet ticareti son derece gelişmiş ve çok boyutlu hale gelmiştir. Bu çok boyutluluk içinde gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin yüksek getiri sağlayan borsaları da büyük bir gelişme içindedir.

Finansal piyasaların küreselleşmesinin Menkul Kıymetler Borsaları üzerindeki negatif etkilerini bertaraf etmek ve bu süreçten kârlı çıkabilmek için borsalar geleneksel yapılarında bazı değişiklikler yapmaktadırlar. Dolayısıyla, Türkiye'nin uluslararası sermaye hareketlerinden pay alması ve daha fazla yabancı sermaye çekebilmesi için, İMKB bünyesinde, bölgesel bir finans ve cazibe merkezi olması amacıyla Serbest Bölge statüsünde İMKB Uluslararası Pazar kurulmuştur. Ancak bu Pazar amaçlarına yeterli düzeyde ulaşamamıştır.

Bu çalışmada; Menkul Kıymetler Borsalarında uluslararası pazarlar örneklerle incelenmiş, İMKB'nin finansal küreselleşme açısından konumu açıklanmış ve sonuç kısmında finansal entegrasyona yönelik alınması gereken tedbirler belirtilmiştir.

ABSTRACT

With collapse of Bretton Woods system in 1973, after breaking free from rigid rules of international financial system, new developments occured in both European markets and international markets.

One of the most important developments of this term as a matter of globalization of financial capital is Stock Exchange's becoming international. There are many major stock exchange markets in the world, being first in importance New York, Nasdaq, Germany, Euronext, London and Tokyo Stock Exchange Markets.

With increasing competition as a result of financial globalization international stock exchange trade has developed extremely and become multidimensional. Within this context, high-yield stock exhange markets of developing countries right along with those of developed countries are in great progress.

Stock Exchange Markets have been making some amendments in their traditional structures in order to avoid negative effects of globalization of financial markets on stock exchange and to make profit of this process. Consequently, in order to take an interest in international capital movement and to attract foreign capital, Turkey has established Istanbul Stock Exchange International Market in position of Free Zone so as to be a regional finance centre and magnet. However, this market could not attain its objective satisfactorily.

International markets in stock exchange are examined in detail and position of Istanbul Stock Exchange as a matter of financial globalization is explained in this study. In conclusion, measures to be taken for financial integration are determined.

MENKUL KIYMETLER BORSALARINDA ULUSLARARASI PAZARLAR VE İŞLEYİŞİ (İMKB ÖRNEĞİ)

YEMİN METNİ II
TUTANAK III
Y.Ö.K. DÖKÜMANTOSYON MERKEZİ TEZ VERİ FORMU IV
ÖZET V
ABSTRACT VI
İÇİNDEKİLER VII
KISALTMALAR XI
ŞEKİL VE TABLO LİSTESİ XIII
GİRİŞ XIV

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARI VE MENKUL KIYMETLER BORSALARI

1.1. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ 1
1.1.1.Uluslararası Sermaye Hareketleri Tanımları 1
1.1.1.1.Resmi Sermaye Hareketleri 1
1.1.1.2.Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları 2
1.1.1.3.Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri 3
1.1.2.Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri 4
1.1.3.Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri 6
1.2. ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARI 11
1.2.1.Uluslararası Finans Piyasaları Tanımları 11
1.2.1.1.Uluslararası Para-Kredi Piyasaları 12
1.2.1.1.1.Euro-Para (Eurocurrency) Piyasası 12
1.2.1.1.2.Uluslararası Ticari Banka Kredileri 14
1.2.1.1.3.Kıyı Ötesi Bankacılığı 16

1.2.1.2.Uluslararası Sermaye Piyasaları 17
1.2.1.2.1.Uluslararası Tahvil Piyasası 17
1.2.1.2.2.Uluslararası Hisse Senedi Piyasası 22
1.2.1.2.3.Euro-Commercial Papers Piyasaları 24
1.2.2.Uluslararası Finans Piyasalarının Gelişimi ve Finansal Küreselleşme 25
1.2.2.1.Uluslararası Finans Piyasalarının Gelişimi 25
1.2.2.2.Finansal Küreselleşmenin Nedenleri 32
1.2.2.3.Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Etkileri 33
1.3. ULUSLARARASI MENKUL KIYMETLER BORSALARI 37
1.3.1.Genel Bilgiler 38
1.3.1.1.Tanım ve Tarihsel Gelişim 38
1.3.1.2.Menkul Kıymetler Borsalarının İşlevleri 41
1.3.1.3.Menkul Kıymetler Borsalarının Sosyal ve Ekonomik Etkileri 41
1.3.1.4.Menkul Kıymetler Borsalarının Türleri 43
1.3.2.Dünya Borsalarından Örnekler 46
1.3.2.1.New York Borsası (NYSE:New York Stock Exchange) 46
1.3.2.2.NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quotation) 48
1.3.2.3.Tokyo Menkul Kıymetler Borsası(TSE:Tokyo Stock Exchange)49
1.3.2.4.Londra Borsası 51
1.3.2.5.Euronext 53
1.3.2.6.Deutsche Bürse (Frankfurt Borsası) 53
1.3.3.Finansal Küreselleşmenin Menkul Kıymetler Borsaları Üzerindeki Etkileri 55

İKİNCİ BÖLÜM
İMKB ULUSLARARASI PAZAR

2.1. İMKB 62
2.1.1.Gelişim Süreci 62
2.1.2.İMKB'de Oluşturulan Piyasalar ve İşleyişi 65
2.1.2.1.Hisse Senedi Piyasası 65

2.1.2.1.1.Ulusal Pazar (Kot İçi) Pazar 68
2.1.2.1.2.İkinci Ulusal Pazar (Kot Dışı Pazar) 69
2.1.2.1.3.Yeni Ekonomi Pazarı 69
2.1.2.1.4.Gözaltı Pazarı 70
2.1.2.1.5.Toptan Satışlar Pazarı 71
2.1.2.1.6.Rüçhan Hakkı (Yeni Pay Alma Hakkı) Kupon Pazarı 71
2.1.2.1.7.Resmi Müzayedeler 72
2.1.2.1.8.Birincil Piyasa İşlem (Halka Arz Pazarı) 72
2.1.2.2.Tahvil ve Bono Piyasası 72
2.1.2.2.1.Kesin Alım-Satım Pazarı 74
2.1.2.2.2.Repo-Ters Repo Pazarı 75
2.1.2.2.3.Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı 75
2.2. İMKB ULUSLARARASI PAZAR 76
2.2.1.Amacı, Genel Prensipleri 76
2.2.2.Uluslararası Pazar'a Kabul Kriterleri 78
2.2.3.İMKB UP Alt Piyasaları 83
2.3. İMKB UP DEPO SERTİFİKALARI PİYASASI 84
2.3.1.İşlem Sistemi 85
2.3.2.Emir Türleri 85
2.3.3.Fiyat Limitleri 85
2.3.4.Takas ve Saklama 86
2.3.5.Teşekkül Eden Fiyatların İlanı 86
2.4. İMKB UP TAHVİL VE BONO PİYASASI 86
2.4.1.İşlem Sistemi 87
2.4.2.Emir Türleri 87
2.4.3.Takas ve Saklama 88
2.4.4.Teşekkül Eden Fiyatların İlanı 88
2.4.5.Borsa Payı 88

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB UP'IN FİNANSAL PİYASALAR İÇERİSİNDEKİ KONUMU VE DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. ULUSLARARASI ENTEGRASYON 90

3.1.1.Türkiye'nin Finansal Küreselleşme Açısından Konumu 90

3.1.2.Türkiye'nin Finansal Serbestleştirme Süreci 91

3.1.3.Hukuki Düzenlemeler 92

3.1.4.AB İle Entegrasyon 101

3.1.4.1.AB'de Menkul Kıymet Borsalarının Yapısı 103

3.1.4.2.AB Borsaları İle İMKB'nin Karşılaştırması 106

3.1.4.3.İMKB UP Eksiklikleri ve Olumlu Yönleri 107

3.2. İMKB UP'IN KONUMU 109

3.2.1.Genel Ekonomik Performans ve İMKB UP 109

3.2.2.Gelişen Ülke Piyasaları ve Türkiye 114

3.2.3.Türkiye'deki Yabancı Portföy Yatırımları 119

3.3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL ENTEGRASYONA YÖNELİK ALINMASI GEREKEN TEDBİRLER 121

SONUÇ 134

KAYNAKLAR 139

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AB	Avrupa Birliği
ADR	American Depository Receipts-Amerikan Emanet Makbuzu
a.g.e.	Adı Geçen Eser
a.g.m.	Adı Geçen Makale
APB	Avrupa Para Birliği
A.Ş.	Anonim Şirketi
BSMV	Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
DEM	Alman Markı
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DS	Depo Sertifikaları
EUR	Euro
FEAS	Federation of Euro-Asian Stock Exchanges
FIBV	Uluslararası Borsalar Federasyonu
FSA	Financial Services Authority
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
G.S.Y.O.	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
IFAC	Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu
IMF	International Monetary Fund-Uluslararası Para Fonu
ISMA	Uluslararası Sermaye Piyasaları Kurulu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JSDA	Japon Aracı Kuruluşlar Birliği
JPY	Japon Yeni
KAP	Kamuyu Aydınlatma Projesi
KDV	Katma Değer Vergisi
KOBİ	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
LİBOR	Londra Bankalararası Piyasa Faiz Oranı
md.	madde
NASDAQ	National Association of Securities Dealers' Automated Quotation

NASD	National Association of Securities Dealers'-Amerikan Menkul Kıymet Dealerleri Derneği
NYSE	New York Stock Exchange-New York Borsası
OECD	İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OTC	Over The Counter-Tezgah Üstü-Borsa Dışı
s.	Sayfa No
SEC	ABD Menkul Kıymetler Komisyonu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TMT	Teknoloji, Medya, Telekomünikasyon
TSE	Tokyo Stock Exchange-Tokyo Borsası
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
UDEMK	Uluslararası Depo Edilebilir Menkul Değerler
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
UP	Uluslararası Pazar
USD	ABD Doları
VaR	Value At Risk
WFE	World Federation of Exchanges-Uluslararası Borsalar Federasyonu
WTO	Dünya Ticaret Örgütü
yy	Yüzyıl
Y.E.P	Yeni Ekonomi Pazarı
y.a.g.e.	Yukarıda Adı Geçen Eser

ŞEKİL VE TABLO LİSTESİ

ŞEKİLLER **Sayfa No**

Şekil-1: Avrupa Birliği Üye Ülke Borsaları ve İMKB İşlem Hacmi ve Kapitalizasyon Karşılaştırması (2003) 107

TABLOLAR

Tablo-1:Dünya Borsalarından Örnekler 46
Tablo-2: Şirketleşme Çalışmaları Biten Borsalar 60
Tablo-3: WFE Üyesi Borsaların Kâr Motivasyonu 61
Tablo-4: İMKB Hisse Senetleri Piyasası İşlem Saatleri 67
Tablo-5: Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Saatleri 74
Tablo-6: Pazar'a Kabul ve Pazar'da Kalma Ücretleri 83
Tablo-7: Uluslararası Pazar İşlem Saatleri 84
Tablo-8: Temel Ekonomik Göstergeler 111
Tablo-9:Uluslararası Pazar Depo Sertifikaları Piyasası'nda Gerçekleşen İşlemler 111
Tablo-10:İMKB UP Depo Sertifikaları Kot Dışı Pazar'da İşlem Gören Menkul Kıymetler 112
Tablo-11: Tahvil İhraçları (28.01.2004) 112
Tablo-12: Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda Gerçekleşen İşlemler 113
Tablo-13: Kotta Olan Uluslararası Tahviller (Milyon) 113
Tablo-14: Borsaya Kote Şirket Sayıları 116
Tablo-15: Borsaların Ülke Ekonomilerindeki Yeri 117
Tablo-16: Hisse Senedi Devir Hızı 118
Tablo-17: Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları (Milyon Dolar) 120
Tablo-18:Yabancı Yatırımcılara Ait Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri (Milyon USD) 120

GİRİŞ

Özellikle son 20 yıllık dönemde finansal piyasalar ve dolayısıyla borsalar açısından çok önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu dönemde küreselleşme olgusu ve teknoloji alanında yaşanan gelişmeler finansal piyasalarda giderek artan bir entegrasyon sürecine yol açmıştır. 21. yüzyılda yaygınlaşması beklenen küreselleşme olgusu giderek dünyadaki sermaye piyasalarının birleşmesine neden olmaktadır. Finansın uluslararasılaşması ve bunun sonucunda sermayenin sınır ötesi hareketliliğiyle birlikte, uluslararası sistemde yer elen ülkeler arasındaki sermaye maliyetleri arasındaki farklar oldukça azalmıştır. Ulusal para ve sermaye piyasaları bu anlamda birbirine bağlanıp adeta global bir sermaye piyasası oluşturmuştur.

Gelişen teknoloji ile birlikte yatırımcıların borsalara erişimi hızlanmış, iletişim maliyetleri de bu sebeple düşmüştür. Şirketler ulusal sınırlar dışındaki borsalara kote olmaya başlamışlardır ve borsalar arasında korkunç bir rekabet ortamı mevcuttur.

Piyasaların globalleşmesi ile birlikte artan rekabet ortamı içerisindeki borsalar, geleneksel işleyiş modellerini yeniden değerlendirerek ve daha etkin yöntemler benimsemek suretiyle yükselen rekabete cevap vermeye çalışmaktadırlar. Gelecekte likiditesi ve büyüklüğü yeterli olmayan borsaların faaliyet göstermeleri zorlaşacaktır. Bu nedenle burada önemli olan sistemin bir parçası olmaktır.

Sermaye piyasaları yerel olmaktan uzaklaşıp küreselleşmeye başlayınca gelişmekte olan ülke borsalarının önemi artmıştır. Yatırımcılar gelirlerini arttırma olanaklarının ekonomik olarak gelişme sürecinde olan ülkelerde gelişmiş olan ülkelere göre daha fazla olduğunu kavramışlardır.

Gelişen piyasalara örnek olarak gösterilebilen İMKB de global piyasa etkinleşmesi sürecinde yerini almaktadır. İMKB'de gün geçtikçe yabancı yatırımcı sayısı artmaktadır. Türkiye küreselleşme akımına uygun olarak ekonomisini 1980'lerden itibaren dönüştürmeye başlamıştır. Özellikle, 11 Ağustos 1989'da çıkan

32 Sayılı Karar ile yabancı yatırımcıların üzerindeki kısıtlamalar kaldırılarak yabancı yatırımcılara Türk borsasına yatırım yapma ve Türk yatırımcılara da yabancı borsalara yatırım yapma hakkı verilmiştir. 1995 yılında ise İMKB'nin uluslararası bir nitelik kazanmasını sağlamak amacıyla İMKB bünyesinde Uluslararası Pazar kurulmuştur. Uluslararası Pazar, yerli ve yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar ile uluslararası piyasalardan kaynak arayışı içinde olan bölge ihraççıları için önemli imkanlar sunmaktadır.

Yurt dışında yerleşik kişilerin Türkiye'deki menkul kıymet yatırımlarında zaman içerisinde önemli artışlar kaydedilmiştir. Ancak bu artışlar dünyadaki toplam portföy yatırımları dikkate alındığında oldukça düşük seviyelerde kalmaktadır.

Belirli bir büyüklüğe erişmesine rağmen etkin bir pazar olma özelliğine sahip olamayan İMKB'nin uluslararası yatırımcı açısından cazip bir pazar haline gelebilmesi ve AB'ye giriş söz konusu olduğundan, bu entegrasyon sürecine katılması son derece önemlidir. Finansal piyasalarda yaşanan bütün bu gelişmeler incelendikten sonra İMKB'nin içinde bulunduğu durum ve finansal entegrasyona yönelik alınması gereken tedbirler bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

Bu konu çerçevesinde yapılan çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, uluslararası sermaye hareketleri ve uluslararası finans piyasalarının genel tanım ve gelişim süreçlerine yer verilmiş, finansal küreselleşme olgusu açıklanmış, uluslararası menkul kıymetler borsalarından ve finansal küreselleşmenin menkul kıymetler borsaları üzerindeki etkilerinden bahsedilmiştir. Ayrıca dünya borsalarından örnekler verilerek işleyişleri anlatılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, İMKB'nin genel çerçevesi ve İMKB'de oluşturulan piyasalara değinilmiş daha sonra İMKB UP ayrıntılı olarak incelenmiştir. İMKB UP'ın amacı, alt piyasaları ve işleyişi anlatılmış, gerçekleşen işlemler ve işlem hacimleri tablolarla verilmiştir.

Üçüncü bölümde, Türkiye'nin finansal küreselleşme açısından konumu ele alınarak bu amaçla yapılan hukuki düzenlemelere yer verilmiştir. Ayrıca, Türkiye'nin nihai bir hedef olarak AB'ye entegre olmayı belirlemesi nedeniyle AB'de menkul kıymetler borsalarının yapısı ele alınarak İMKB ile karşılaştırılması yapılmıştır. İMKB UP'ın genel ekonomik performansına değinilerek Türkiye'nin gelişen ülke piyasaları arasındaki konumu grafiklerle açıklanmıştır. Son olarak Türkiye'nin finansal entegrasyona yönelik alması gereken tedbirler anlatılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARI VE MENKUL KIYMETLER BORSALARI

1.1.ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1.1.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri Tanımları

Uluslararası sermaye hareketleri, ulusal sınırı aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan fonları ifade eder.

Uluslararası sermaye hareketleri, üç ana başlık altında toplanabilir. Bunlar; hibe ve kredi şeklindeki Resmi Sermaye Hareketleri, Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları ile Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri'dir.[1]

Uluslararası sermaye hareketlerini vade bakımından sınıflandırırken uzun vadeli kaynaklar ve kısa vadeli kaynaklar olarak ikiye ayırabiliriz. Bu ayırımda kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımları "kısa vadeli yabancı kaynaklar", uzun vadeli yatırımlar ve dolaysız yabancı sermaye yatırımları "uzun vadeli kaynaklar" olarak değerlendirilebilir. Buradaki kısa vadeli yabancı kaynaklar "hot money-sıcak para"yı ifade etmektedir. Bu kategorideki fonlar, genellikle 1 yılın içinde nakde dönüşecek aktifler ile hisse senetleri gibi her an nakde dönüşebilecek menkul kıymetleri ifade etmektedir.[2]

1.1.1.1.Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi sermaye hareketleri; gelişmiş ekonomilerin, az gelişmiş ekonomilere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır. Yardımlar bağış şeklinde olursa

---

[1] KARLUK, Rıdvan; **Uluslararası Ekonomi**, 5. Baskı, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş. İstanbul-1998, s.519.

[2] ALP, Ali; **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İMKB, Ankara-2002, s.123.

uluslararası bir transfer söz konusu iken kredi şeklinde ise devletlerarası bir borçlanma söz konusudur.

Kredi ve bağış şeklindeki bu yardımların verilmesinde ekonomik, sosyal ve siyasi bir takım faktörler etkili olabilmektedir. Genellikle dış devletler, Dünya Bankası gibi mali kuruluşlar ya da Avrupa Yatırım Bankası gibi bölgesel kalkınma bankalarınca gerçekleştirilen bu yardımlardan faydalanan ülkeler bu yardımlarla döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir kalkınma hızına ulaşmaya çalışmaktadırlar. [3]

1.1.1.2.Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları

Dolaysız yabancı sermaye yatırımları, firmaların merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelere bir firmayı satın alma, yeni kurulacak bir firma için kuruluş sermayesi sağlama ya da mevcut bir firmanın sermayesini artırarak kendine bağlı duruma getirmesi yoluyla yaptıkları yatırımlardır. Dolaysız yatırımlar genellikle belli bir merkezden yönetilen ve dünyanın çeşitli ülkelerinde faaliyette bulunan çokuluslu şirketler tarafından yapılmaktadır.

Bir ülkeye dolaysız sermaye girişleri genellikle döviz transferi şeklinde olur. Dolaysız yabancı sermaye ülkeye üretimde kullanılacak makine, teçhizat, yedek parça ve diğer ilgili malzeme şeklinde teknolojik altyapıyı oluşturmak üzere girmektedir. Ayrıca yabancı sermaye ülkeye lisans, know-how, işletmecilik ve yönetim bilgisi gibi gayri maddi haklar ve hizmetler şeklinde de girebilir.[4]

Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını özel bir sermaye transferi olarak da değerlendirmek mümkündür. Ancak bazı özellikleri ile portföy yatırımlarından ayrılmaktadır. Tahvil ve hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları, mali nitelikli yatırımlar iken, bina, fabrika, arazi, tesis gibi fiziki değerlere karşılık gelen yatırımlar dolaysız yabancı sermaye yatırımlarıdır. Günümüzde çok uluslu şirketler tarafından

---

[3] SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslararası İktisat**, 13. Baskı, Kurtiş Matbaası, İstanbul-1999, s.696.
[4] İMKB, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, Araştırma Yayınları/No:3, 1994, s.7

gerçekleştirilen bu fiziki yatırımlar, aynı zamanda beraberinde teknik bilgi, know-how, patent, ticari marka, işletmecilik bilgisi ve denetim yetkisini de beraberinde getirmektedir. Bu yönleriyle de portföy yatırımlarından ayrılmaktadır.

1.1.1.3.Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri

Uluslararası özel sermaye hareketleri, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğerine hareketini ifade eder. Bu fonların sahiplerinden belirli bir gelir karşılığında talep edenlere aktarılması işlemine mali işlem denir. Bu mali işlem, bir ülke yerleşiklerinin diğer ülke yerleşiklerine fon sağlamaları şeklinde gerçekleşirse uluslararası mali işlem adını alır. Mali işlemlerin gerçekleştirildikleri piyasalar ise para piyasaları ve sermaye piyasalarıdır.

Para ve sermaye piyasalarında uluslararası mali işlem şeklinde gerçekleşen, uluslararası özel sermaye hareketleri "kısa"(1 yıldan az), "orta"(1-5 yıl) ve "uzun" (5 yıldan çok) vadeli olarak gerçekleşmektedir. Sermaye piyasası işlemleri tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satımıyla gerçekleşmekte ve portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır. [5]

Uluslararası özel sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle; sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır.

Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında portföy teorisi önemli bir yere sahiptir. Bu teoriye göre; yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek biçimde dağıtacaktır. Yatırımcı en yüksek geliri hedefler iken tüm fonlarını tek bir menkule yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirecek ve böylelikle yerli menkullerin yanında bir miktar da yabancı menkul alma yoluna gidebilecektir.

---

[5] KAR, Muhsin ve KARA, M.Akif; "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", **DTM Dergisi**, Temmuz-2003, s.1.

Menkullerin risk ve gelir seviyesindeki beklenti ve değişmeler ise uluslararası özel sermaye hareketlerini etkileyebilecektir.

Portföy yatırımları uluslararası ve piyasalararası yapılabilmektedir. Bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcı tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin yapılması uluslararası işlemlere örnektir. Aynı işlemin ülke sınırları dışında (off-shore) bir merkezden gerçekleşmesi piyasalararası işlemlere örnektir.[6]

Para piyasalarında gerçekleştirilen uluslararası mali işlemler ise; ticari bankalar tarafından dış ticaretin finansmanına yönelik kısa vadeli, likiditesi yüksek ve risk oranı düşük banka kredileri şeklindeki işlemlerdir. Zamanla bu bankalar çok uluslu şirketlere, yabancı hükümetlere ve diğer kuruluşlara da kredi sağlamaya başlamış bulunmaktadır.

Uluslararası özel sermaye akımlarının para ve sermaye piyasalarından ticari koşullara göre sağlanmaları en belirgin özellikleridir. Yardım niteliğinde olmamaları, onları resmi sermaye hareketlerinden, üretime yönelik yatırım niteliğinde olmamaları ise onları dolaysız yabancı sermaye yatırımlarından ayırır.[7]

1.1.2.Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Günümüzde dünya ekonomisinin en önemli olgularından biri olan faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriyi elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen türdeki sermaye hareketleri esas olarak 1970'li yıllarda Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasından sonra ortaya çıkmıştır. Bretton Woods sisteminin yıkılışı ile birlikte gelişmekte olan ülkeler, özellikle 1980'li yılların başından itibaren finansal serbestleşme yönünde adımlar atmışlar ve böylece uluslararası sermaye, ülkeler arasındaki getiri farklılıkları çerçevesinde hareket etmeye başlamıştır.

---

[6] İMKB, a.g.e., s.8-9.
[7] SEYİDOĞLU,a.g.e.,s.479.

Ancak, bu süreçte ortaya çıkan sermaye hareketlerinin niteliği önceki dönemlerden büyük ölçüde farklıdır. Daha önceki dönemlerde ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketleri, bu işlevinden uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı elde etmeyi amaçlayan, spekülatif nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür.

Sermaye hareketlerindeki artışın nedenlerine bakılırsa, bunlar arasında; öncelikle sermayenin ülkeler arasında kolayca dolaşımını sağlayan teknolojik gelişmeler, 1970'lerden sonra değişen genel iktisadi iklim, gelişmiş ülke ekonomilerindeki gelişmelerden kaynaklanan nedenler ve gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki gelişmelerden kaynaklanan nedenler bulunmaktadır.[8]

Bu etkenlerden birisi, gelişmiş ülkelerdeki faiz hareketleridir. 1990'lı yıllarda dünya faiz oranlarında belirgin bir düşüş eğilimi gözlenmiştir. Özellikle ABD'de dikkat çeken bu düşme eğilimi, 1992 yılında ABD faiz oranlarının 1960'lardan bu yana en düşük düzeye inmesine yol açmıştır. Aynı dönemde Latin Amerika ve Güneydoğu Asya'nın gelişmekte olan ekonomileri göreceli olarak daha yüksek faizli yatırım alternatifleri sununca, bu ülkelere önemli bir sermaye girişi başlamıştır. 1994 yılında ABD'de uygulanan sıkı para politikası faizi yukarı çekmiş olmasına rağmen gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları cazip düzeylerini sürdürmüştür.

Öte yandan, 1990'ların başında ABD ve Japon ekonomileri ile Avrupa'da gözlenen durgunluk eğilimi, gelişmiş ekonomilerdeki kazanç olanaklarını daha cazip hale getirmiştir. ABD Hazine Bonosu faizleri 1980'lerin sonundan itibaren keskin bir düşme eğilimi sergilemiş, 1992'den sonra yüzde ikili rakamlara kadar geriledikten sonra yeniden yükselmiştir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerde çok daha yüksek oranlı getirilerin oluşması, bu ekonomilere yoğun sermaye girişini özendirmiştir. Bu süreçte yüksek kazanç arayan gelişmiş ülke yatırımcılarının bu piyasalara yönelmesi ve doğrudan kâr amaçlı işlemlerin yanı sıra portföy çeşitlemesi yoluyla risk dağıtımı

---

[8] GÜVEN, Samih; "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Ağustos 2001.

güdüleri, uluslararası sermayeyi yeni gelişen piyasalara taşıyan önemli bir etken olmuştur.[9]

Sonuç olarak 1980'li yıllarda gerek gelişmekte olan ülkelerin kendi ulusal ekonomilerinde gerçekleştirdikleri gelişmelerin, gerekse dünya ekonomisindeki konjonktürün uluslararası sermaye akımlarının artan yoğunlukta gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olduğu söylenebilir.

1.1.3.Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri

Uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik etkilerini aşağıdaki başlıklar dahilinde ele alabiliriz;

Dış Ticaret: Gelişmekte olan ülkelerde, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte aşırı sermaye girişi sonucunda yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmakta, bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ucuzlayan ithalat nedeniyle ekonominin ithalata bağımlılığı artmaktadır. Hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkenin cari işlem açıklarının da artmasına yol açmakta, ancak sermaye girişi sürdükçe bir ödeme sorunu ortaya çıkmamaktadır. Esas olarak faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj öğesine dayanan sermaye girişi, faiz oranlarının devamlı olarak yüksek, döviz kurunun ise değerli olmasını gerektirmekte, bu ise ekonomilerin gerek iç, gerekse dış dengelerinin daha da bozulmasına neden olarak tam bir kısır döngünün yaşanmasına yol açmaktadır. Bu süreçte ortaya çıkan iktisadi büyüme dışa bağımlı ve yapay bir hale gelmekte, faiz ve döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla çöküntüye uğrayabilmektedir.[10] Öte yandan, yerli paranın değer kazanması ile reel gelirlerde artış olmakta, bu da tüketimin artmasına neden olabilmektedir. Ayrıca yatırım için önemli ölçüde ara malı ve hammadde ithalatı yapmakta olan ülkeler için ithalatın sorunsuz ve ucuza gerçekleştirildiği dönemlerde

---

[9] SELİMATA, Selim; "Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri", **Active-Finans Dergisi**, Sayı:32, Eylül-Ekim 2003, s.2.

[10] İNSEL, Aysu; SUNGUR, Nesrin; " **Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri:Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV**", http://www.tek.org.tr/tartisma/pdf/serhar0303.pdf, Erişim:12.01.2004, s.5.

yerli paranın değer kazanması yatırım harcamalarını arttırmaktadır. Dolayısıyla eğer yerli paranın değer kazanması ile yatırım ve tüketim harcamalarındaki artış, ihracattaki düşüşün üstünde olursa milli gelir artmaktadır. [11]

Enflasyon: Uluslararası sermaye hareketlerinin bir başka sonucu da, bir yandan döviz kurundaki değerlenmeyi engelleyebilme, diğer taraftan istikrarsız sermaye akımlarına karşı bir önlem alabilme kaygılarıyla gelişmekte olan ülkelerin giderek daha fazla rezerv biriktirmeye yönelmesi, sermaye girişinin daha küçük bir oranının cari açığı finanse etmekte kullanılmasıdır. Rezerv artışının parasal tabanda genişlemeye yol açması sonucunda ortaya çıkan enflasyonist etkinin engellenebilmesi için merkez bankalarının sterilizasyona gitmeleri gerekmekte, bu ise bir yandan kamunun faiz yükünün artmasına neden olurken diğer taraftan bu yoldan kamunun elinde biriken fonların faiz ödemeleri ve diğer kamu harcamaları yoluyla ekonomiye pompalanması sonucu enflasyonist etkilerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. [12]

Büyüme: Uluslararası sermaye hareketleri ekonomik gelişmenin önemli bir aracı durumundadır ve gelişen ülkelerin ekonomik büyümelerinde önemli bir finansman desteği yaratmaktadır. Ekonomik gelişmede özellikle hisse senedi ihracı daha önemli bir finansman kaynağı haline gelmektedir. Sermaye ithalatçısı ülke bakımından hisse senedi portföy yatırımları uzun vadeli ve ucuz bir finansman imkanı olarak değerlendirilmektedir. Yabancı sermaye hem başlangıçta getirdiği sermaye hem de yatırımdan elde ettiği karları yeniden yatırıma dönüştürerek, gittiği ülkenin sermaye birikimini arttırabilir. Getirilen dövizin, uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı arttırıcı etkiler sağlaması, sermaye ithalatçısı ülkenin ödemeler dengesini düzeltici yönde etkide bulunur. Yabancı sermaye, yerli ekonomiye dinamizm kazandırır ve iç rekabeti artırır. İçerideki sanayinin tekelci bir yapıya sahip olması durumunda yeni firmaların piyasaya girmesi, tekelci yapıyı kırarak, fiyatların düşmesini sağlayabilir. Yarattığı istihdam olanakları ile işsizlik sorununun çözümüne katkıda bulunabilir.

---

[11] GÜVEN, Samih, a.g.m.
[12] İNSEL, Aysu; SUNGUR, Nesrin; a.g.m.,s.5.

Yabancı sermayenin herhangi bir nedenle ülkeden ayrılması, girişinin azalması ya da durması, sermaye ithalatçısı ülkede sermaye stokunun azalmasına yol açarken, ödemeler dengesini olumsuz etkiler. Yabancı sermayenin yerel ekonomi üzerinde yarattığı dinamizm ve rekabetçi ortamın avantajlarından yararlanılamaz. İstihdamı olumsuz etkiler. Ayrıca ani ve büyük hacimli sermaye çıkışı kısa vadede yurt içi faiz oranları, döviz kuru ve uluslararası rezervlerin istikrarını bozar. Sermaye çıkışı nedeniyle sistemde oluşan likidite kıtlığı faiz oranlarının artmasına yol açar. Değişken döviz kuru sisteminde milli paranın değer kaybetmesine; belirli bir döviz kurunun korunmaya çalışılması halinde ise yurtdışına kaynak transfer edilmesi nedeniyle yurtiçi yatırımların finansmanı için gerekli olan kaynaklarda net bir azalmaya yol açabilir. Yurtdışında tutulan servetler nedeniyle bazı gelirler vergilendirilemez, kamu gelirlerinde azalma olur ve yurtdışından borçlanma gereksinimi artar. [13]

Makro Ekonomi: Uluslararası sermaye akımlarından yararlanmak amacıyla ekonominin dışa açılması ve mali piyasalarda serbestleştirme ülke ekonomisinde makro-ekonomik istikrarsızlığın varolması durumunda istikrarsızlığı artırıcı ve derinleştirici bir rol oynamaktadır. Serbestleştirme özellikle kapalı bir ekonomiden açık ekonomiye geçişte ekonomi üzerindeki kontrolü zorlaştırmakta ve dış ekonomik etkenlere duyarlılık belirleyici hale gelmektedir.

Makro-ekonomik dengesizlikler içindeki bir ekonomide yabancı sermaye girişini özendirici uygulamalar, eğer ülkede bütçe açıkları kronik bir soruna dönüşmüşse, bütçe açıklarının devamına neden olabilmektedir. Ekonomide artan sermaye girişi hükümetlere daha kolay borçlanma olanağı sağlamakta, bu durum bütçe açığının katlanarak devam etmesini ve içerde enflasyonda artışı birlikte getirmektedir.[14]

---

[13] Ege Bölgesi Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu;**Globalleşme Sürecinde Türkiye'de Finans Piyasalarının Gelişimi**, 26-28 Kasım 1998, Çakırağa Tatil Köyü, Seferihisar-İzmir, s.209.

[14] İMKB, a.g.e., s.28-29.

Sermaye hareketlerine karşı ileri sürülen en önemli tezlerden biri bu süreçte ortaya çıkan, sıcak para olarak da adlandırılan kısa vadeli ve spekülatif nitelikli sermaye akımlarının kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının temel koşulu olan istikrar ortamına bir katkıda bulunmadığı, tersine istikrarsızlığı besleyerek bu ülkelerde finansal kriz potansiyelinin önemli bir kaynağını oluşturduğudur. Sözkonusu istikrarsızlıkların odak noktası kısa dönemli sermaye bolluğunun neden olduğu ulusal paranın aşırı değerlenmesi olgusudur. Bir yandan dış ticarete açık üretken sektörlerin gerilemesine, bir yandan da aşırı rezerv birikimine ve ulusal tasarruf hacminin daralmasına yol açan bu süreç, ulusal kaynakların verimli dağıtılmasını engelleyerek istikrarsız ve çarpık bir büyüme trendine yol açmaktadır. Reel üretim sektörlerinde yaratılan bu çarpıklaşmaya ek olarak, merkez bankalarının para otoritesi işlevi giderek kısıtlanmakta, ulusal ekonomilerin para piyasaları da dışsal öğelerin spekülatif dalgalanmaları altında kontrolden çıkmaktadır. Bu süreç altında ulusal borsalar giderek kısa vadeli sermaye akımlarının denetimi altına girmekte ve bu akımların yönüne bağlı olarak yapay bir şişme veya daralma göstermektedir. Böylece ulusal ekonomilerin reel üretim sektörleri ve finans kesimi birbirinden giderek uzaklaşmakta ve aynı zamanda spekülatif kazançları besleyerek gelir dağılımında bozulmaya yol açmaktadır.[15]

Sermaye Piyasası: Yabancı sermaye girişi, bir ülkenin sermaye piyasalarını canlandırıcı bir rol oynamaktadır. Ekonomik büyüme için global sermayeden daha fazla yararlanma ihtiyacı, ekonomide özelleştirme gibi araçlarla yapısal reformlara gidilmesine neden olmaktadır. Uluslararası sermaye ise yapısal reformların gerçekleştirilmesinde en büyük katkıyı sağlayan güçlerden biridir. Gelişen ülkelerin gerçekleştirdiği özelleştirmelerde hisse senedi arzının üçte biri uluslararası yatırımcılar tarafından karşılanmıştır Özelleştirmelerin sermaye piyasalarındaki canlandırıcı etkisinin yanısıra uluslararası yatırımcıların portföy yatırımları ile yerel piyasalarda yaptıkları alımlar, hisse senedi fiyatlarını artırmakta, yerel piyasalardaki ilginin de bu piyasalarda yoğunlaşmasına neden olmaktadır.

[15] İNSEL, Aysu; SUNGUR, Nesrin; a.g.m., s.6.

Uluslararası portföy yatırımları giderek önem kazanmaktadır. Bunun başlıca nedeni, yabancı yatırımcıların dünya menkul kıymet borsalarında giderek artan bir sayıda marjinal alıcı olmaları ve marjinal alıcılar olarak fiyatları kontrol etme imkanına sahip olmalarıdır. Uluslararası yatırımcılar nakit aktarımında ne kadar aktif olurlarsa dünya piyasalarındaki hisse senedi fiyatları da o kadar yükselmektedir. Bu durum yabancı portföy yatırımcılarının menkul kıymet satışı yapmaları yada piyasadan çekilmeleri durumunda fiyatlarda önemli ölçüde düşüş riskini de beraberinde getirmektedir.[16] Nitekim fiyatlardaki bu düşüş diğer bazı makro gelişmelerle de birleşince, bu ülkelerin bazılarında finansal krizler ortaya çıkmaktadır. Olumsuz gelişmelerden etkilenerek sermayenin aniden kaçışı ile başlayan bu krizler, ulusal paranın değer kaybetmesi, bilançoların kötüleşmesi, güvensizliğin yaygınlaşması ve üretimin finanse edilememesi olgularıyla sonuçlanır ve geçmişte görüldüğü gibi diğer ülkelere de yayılabilir.

Bankacılık Sistemi: Sermaye girişlerinin bankacılık sistemine iki önemli etkisi bulunmaktadır: Yüksek getirili yurt içi bonoların satılıp döviz kazançlarının satın alınması şeklindeki sterilizasyon politikası dolayısıyla mali açığın artması, kredi genişlemesi, varlık ve yükümlülükler arasında meydana gelen uyumsuzluk ve aktif kalitesinin bozulması nedeniyle kırılganlığın artması. Bankalar piyasaya aktif olarak katılmakta ve piyasayı belirlemektedir (market maker). Döviz işlemlerinin büyük bir bölümü de bankalar tarafından yapılmaktadır. Artan sermaye hareketlerinin bankacılık sistemi açısından önemli olmasının nedeni;

-Sistemin dolaylı yada doğrudan olsun daima sermaye hareketleri için aracılık görevi görmesi,
-Hem aracılık rolü oynaması hem de sterilizasyon ve kur değişmelerini düzenleyen politikalar dolayısıyla sistemin birçok finansal risk ile karşı karşıya kalmasıdır.

Gerek doğrudan gerekse dolaylı bütün sermaye hareketleri bankaların aracılık işlemleri ya da kendi işlemleri yoluyla bilançolarını etkilemektedir. Net sermaye girişleri, cari açığı geçtiğinde bunu ister yerli para cinsinden ister yabancı para

[16] İMKB, a.g.e., s.29-30.

cinsinden olsun yurtiçi banka likiditesinin genişlemesi izlemektedir. Artan banka likiditesinin kredi değerliliği olan borçlulara yöneltilmesi hem bankaların kârlılığını arttırmakta, hem de sistematik piyasa riskini azaltmaktadır. [17]

Görüldüğü üzere, uluslararası sermaye hareketlerinin yöneldikleri ülke ekonomisine olumlu katkılarının yanı sıra olumsuz etkileri de vardır. Ülkeler sermaye hareketlerinin olumlu yönünden yararlanmak isterken olumsuzluklarını da uygun ekonomi politikalarıyla en aza indirme çabası içinde olmak durumundadır. Yabancı sermaye çeşitlerinin etkilerinin de farklı olduğu düşünülürse ekonomi politikalarının bunların her birinden maksimum şekilde yararlanabilme düşüncesi üzerine oturtulması gerekmektedir. Bu bağlamda en az risk içeriyor olması ve yöneldiği ülke ekonomisine pozitif katkılarından dolayı, doğrudan yabancı sermaye yatırımları en çok istenilen yabancı yatırım özelliğini taşımaktadır. Diğer taraftan gerek portföy yatırımlarından ve gerekse kısa vadeli sermaye hareketlerinden optimum bir şekilde yararlanabilmek için gelişmiş bir sermaye piyasasının yanı sıra bütçe açıklarından uzak bir mali sistem, kontrol altına alınmış bir enflasyon ve iyi işleyen bir finansal sektörün gerekliliği şarttır.[18] Bu gerekliliklerin sağlanmaması durumunda ülkelerin finansal krizlerle sarsıldıkları 1990'lı yıllardan bu yana bir çok kez görülmüştür.

1.2.ULUSLARARASI FİNANS PİYASALARI

1.2.1.Uluslararası Finans Piyasaların Tanımları

Dünyada birçok finansal piyasa yabancı yatırımcılar için cazip konumdadır ve yaygın olarak bu piyasalarda işlem yapılmaktadır. Bu piyasalarda kolaylıkla hem yerli, hem yabancı olmak üzere fon arz ve talep edenler karşılaşır. Uluslararası piyasaların temel özelliği sermaye girişinde kısıtlamanın minimum olması ve politik dengesizliğin yani bir anlamda ülke riskinin çok az seviyede olmasıdır.

---

[17] GÜVEN, Samih, a.g.m., s.2-3.
[18] KAR, Muhsin ve KARA, M.Akif; a.g.m.

Uluslararası finans piyasaları; uluslararası para-kredi piyasaları ve uluslararası sermaye piyasaları olmak üzere iki başlık altında incelenebilir.

1.2.1.1.Uluslararası Para-Kredi Piyasaları

Uluslararası Para-Kredi Piyasaları; Euro-para (Eurocurrency) Piyasası, Uluslararası Ticari Banka Kredileri ve Kıyı Ötesi Bankacılığı'ndan oluşmaktadır.

1.2.1.1.1.Euro-Para (Eurocurrency) Piyasası

Eurocurrency piyasalarının öncüsü 1950'lerin sonunda oluşan eurodolar piyasasıdır. Eurodolar ABD dışında (özellikle Avrupa'da) bulunan dolarları ifade etmektedir. Avrupa dışındaki dolarlar ise genellikle bulunduğu bölgeye göre adlandırılmaktadır."Asiandollar", "Riodollar" ve "Petrodollar" gibi. Başlangıçta, sadece Avrupa'daki dolarlar için kullanılan bu terim daha sonraları ABD dışındaki tüm dolarları kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Euro-para işlemlerinin ortalama %80'ine yakın bir kısmı eurodolarla yapıldığından, eurodolar piyasasını incelemek euro-para piyasalarını incelemek anlamına gelecektir.[19]

Eurodolar ile eurocurrency piyasaları, ülkeler arasındaki mali fonların değişimine aracılık etme fonksiyonları son yıllarda giderek artan uluslararası para piyasalarıdır. Eurocurrency, yasal para statüsüne sahip olduğu ülke dışında elde tutulan ve kullanılan paradır. Eurodolar piyasasının amacı; bir finansman aracı olarak işleyerek, alıcı ve satıcıları bir araya getirmektir.[20]

Bu piyasa fonların en avantajlı yerlere transferini sağlayan, düzenlemelerden uzak bir piyasadır. Son derece geniş bir coğrafi alana sahip bu piyasa, uluslararası kredi, mevduat, arbitraj ve spekülasyon gibi konularda ulusal para ve sermaye piyasalarıyla, döviz piyasalarıyla, hatta altın piyasasıyla rekabet etme gücüne sahiptir. Bu nedenle piyasa, farklı bir yapıya sahiptir.

---

[19] PARASIZ, İlker; **Para Banka ve Finansal Piyasalar**,7. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa-2000, s.586.
[20] KARLUK, Rıdvan; a.g.e., s.521-522.

Eurodolar piyasası bankalararası bir piyasadır. Bu piyasada bankalar yanında finansman şirketleri ve döviz ticaretiyle uğraşanlar, uzmanlaşmış diğer kurumlar faaliyette bulunmaktadır. Fonları kredi olarak sunanlar; ticari bankalar, merkez bankaları, uluslararası finansal kurumlar, finansal olmayan kurumlar ve bireysel yatırımcılardır. Bunları kullananlar ise, ticari bankalar, kıymetli evrak komisyoncuları veya satıcıları, resmi kurumlar, ulusal ve uluslararası firmalar, ithalatçılar ve ihracatçılardır. Eurocurrency piyasalarının en belirgin özelliği, son derece geniş anlamda ele alınabilecek etkinliğidir. Bu, hem istenilen anda istenilen miktarda fon sağlanabilmesinden hem de LİBOR (Londra Bankalararası Piyasa Faiz Oranı) kullanılarak marjinal fiyatlama tekniğinden doğmaktadır. Ürün farklılaştırması ve haberleşme imkanı sağlaması, piyasaların etkinliğini arttırmaktadır.

Eurobanklar, kısa vadeli mevduatlar kabul ettikleri ve bazen de uzun vadeli krediler sağladıkları için aktif ve pasiflerinin vadeleri birbirine uymaz. Bu uyumsuzluk, faiz oranlarının yükselmesi durumunda performanslarını olumsuz yönde etkileyebilir. Bu riskten kaçınmak için euro-kredi sözleşmeleri değişken faizli temele göre yapılmaktadır ve kredi faizinin belirlenmesinde LİBOR esas alınmaktadır. [21]

Piyasalara makro açıdan bakıldığında, bazılarının farklı yapıda olduğu gözden kaçmayacaktır. Piyasaların bir kısmı mevduat toplama, bir kısmı kredi verme, bir kısmı da aracılık işlemlerinin daha yoğun olduğu piyasalardır.

Eurocurrency piyasalarının para yaratma mekanizmasında, uluslararası faaliyet gösteren bankalar önemli bir role sahiptir. Bir banka mevduatının eurocurrency olabilmesi için iki şart gereklidir: İlki, eurocurrency'yi kabul edecek tarafın banka olması gerekir. Bu nedenle, eurocurrency bir bankacılık olayıdır. İkincisi, mevduatı kabul eden bankanın, ilgili paranın kullanıldığı ülke dışında bulunması gerekir. Eurodollar mevduatı yaratmanın klasik yolu, ABD'deki bir bankadan, örneğin Londra'daki bir bankaya fon transfer etmektedir. Bununla

[21] MADURA, Jeff; **İnternational Financial Management**, Third Edition, West Publishing Compant, 1992, s.79-80.

beraber, eurodollar yaratmanın başka yolları da vardır. Örneğin, yabancı banka şubeleri bizzat aktif rol oynayarak eurodollar elde edebilir. Bu aşamadan sonra, İngiliz bankası kredilerini arttırabilmek için ihtiyaç duyduğu parasal tabana kavuşmuş olmaktadır. Sağlanan krediler, bir başka bankaya mevduat olarak yatırılırsa benzer kredi yaratma sürecini ikinci banka gerçekleştirecektir. Bankacılık sisteminde rezervler, karşılık oranı düzeyine düşene kadar kredilendirme süreci devam edecektir.

Bu piyasalarda yapılan işlemler iki genel kategoride toplanabilir: Toptan (wholesale) ve perakende (retail) bankacılık işlemleri. İlki, banka olmayan büyük firmalarla ticari bankalar arasındaki plasmanlarla ilgilidir ve piyasada uygulanan faiz oranlarını belirleyecek güçtedir. Bu nedenle rekabetçi unsurları daha fazla içermektedir. İkincisi ise, daha küçük firmalar ve gelişmekte olan ülkelerle bankalar arasındaki plasmanlarla ilgilidir.

Bu piyasaların en önemli fonksiyonları döviz hedging'i ve ulusal ve uluslararası finansal aracılık konusunda ortaya çıkmaktadır.[22]

1.2.1.1.2.Uluslararası Ticari Banka Kredileri

Geleneksel olarak uluslararası banka kredileri dış ticaretin finansmanına yöneliktir. Bunlar daha çok kısa süreli, likiditesi yüksek ve risk oranı düşük olan kredilerdir. Bankalar, ya ana merkezlerinden ya da sınır ötesinde sahip oldukları şubelerinden uluslararası ödünç verme işlemlerini yürütürler.

1960'larda ve 1970'lerde, çok uluslu işletmelerin uluslararası faaliyetlerinde büyük bir yayılma olmuştur. Bu süreç içerisinde adı geçen kuruluşlar, deniz aşırı faaliyetlerini finanse etmek için yine ticari bankalara yönelmişlerdir. Özellikle Amerikan şirketlerinde yaşanan bu genişlemeye paralel olarak, Amerikan bankaları da müşterileri olan şirketlerin peşinden giderek Avrupa'da ve dünyanın öteki yörelerinde kendilerine bağlı şubeler açmışlardır. Aynı dönemlerde birçok az

[22] TSPAKB; **Ulusal ve Uluslararası Piyasalar**, Nisan 2004, s.173-174, http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/uluslararasi_piyasalar_ileri.pdf, Erişim: 26.04.2004.

gelişmiş ülke de dış kaynak ihtiyacını karşılamak amacıyla ticari bankalara yönelmiştir. Özellikle patlak veren dünya petrol buhranı sırasında, artan petrol faturasını karşılamak üzere çok sayıda petrol ithalatçısı ülke, ticari banka kredilerine başvurmak zorunda kalmıştır.

Bu arada kredi faaliyetleri iki ayrı doğrultuda gelişmiştir. Birisi, kredilerin ana ülke parası cinsinden sağlanması idi: Söz gelimi, bir Amerikan bankasının, bir Alman şirketine dolar kredisi açması gibi. Diğerinde ise kredi üçüncü bir ülke parası ile verilmekteydi. Buna da, bir Londra bankasının diyelim ki Alman firmasına dolar kredisi açması örnek verilebilir. Bu tip kredilere Eurodolar kredisi denmiştir.

Uluslararası banka kredilerinin en büyük bölümü uluslararası interbank kredileridir. Bunlar iki ayrı ülkede faaliyet gösteren ve aralarında anlaşma veya başka bir ilişki bulunan bankaların, birbirlerine açtıkları kısa veya çok kısa süreli kredilerdir. Daha çok, aynı bankanın ana merkezi ile yabancı ülkelerdeki şubeleri veya bağlı kuruluşları arasında gerçekleştirilir. Ayrıca muhabirlik ilişkisi içinde olan bankalar da, karşılıklı olarak bu tür krediler kullandırabilirler. İnterbank kredileri, bankalara likidite pozisyonlarını koruma, kısa süreli borç ve alacaklarını vade yönünden denkleştirme gibi kolaylıklar da sağlar.

Banka kredileri bazen orta ve uzun vadeli de olabilir. Bu tür krediler ilke olarak mali konsorsiyumlar tarafından sağlanır. Mali konsorsiyumlar, borçlanacak olan hükümetin veya özel şirketin çıkarttığı borçlanma tahvillerinin satışını sağlamaya yönelik olarak oluşturulan birliklerdir.

Ticari banka kredilerinde süre çok önemli bir etkendir. Likidite pozisyonunu korumak için bankalar uzun dönemli kredileri tercih etmezler. Riskin yüksekliği açısından da, uluslararası alanda ödünç fon talep eden özel işletmeleri fazla tercih etmezler. Çünkü, deniz-aşırı firmaların güvenilirliği hakkında bilgi edinme, çeşitli ülkelerde standart ve normların farklılığı ve yasal anlaşmazlıkların çözümü önemli güçlükler doğurabilmektedir. O bakımdan, ticari bankaların uluslararası kredi

faaliyetleri, daha çok yabancı ülke hükümetleri ile kamu kuruluşlarına ve çok uluslu şirketlere yönelik kalmaktadır.[23]

1.2.1.1.3. Kıyı Ötesi Bankacılığı

Belli bir dönem, özel ticari bankaların kredi işlemlerinin önemli bir bolümü kıyı ötesi bankacılığı (offshore banking) merkezlerinden yapılmıştır. Kıyı ötesi bankacılığı, ana ülkede bankacılığı düzenleyen yasaların koyduğu kısıtlamalardan kurtulmak amacıyla, büyük bankaların yurt dışında kurdukları şube veya ofislerden gerçekleştirdikleri mevduat ve kredi faaliyetleridir. Amerikan bankaları kıyı ötesi bankacılığı için özellikle Karaib Adaları ile Yakın Doğu ve Güneydoğu Asya'daki merkezleri tercih etmişlerdir.

Bu tür bankacılığın özelliği şube veya ofisin kurulu bulunduğu ülkenin ulusal parası dışındaki paralarla mevduat kabul edilmesi veya kredi açılmasıdır. İşlemlerde en çok kullanılan para bankanın ana ülke parasıdır. Ayrıca bu bankalarda yerel ülkede yerleşik kişilerin işlem yapmasına izin verilmez. Belirli merkezde kurulan ve sınır ötesi bankacılığı yapan kuruluşlar, ancak bu ülkelerin dışındaki fon sahiplerinden borçlanabilir ve yine yerel ülkede yerleşik olmayan kişi ve kuruluşlara kredi açabilirler. İşlemler Europaralardan birisiyle yapılır. [24]

Kıyı ötesi bankacılığı yörelerinin dış tasarrufçulara çekici gelen diğer özellikleri de, buralarda banka işlemlerinde kesin gizlilik ilkesinin geçerli olması, gerekli teknik işlemleri gerçekleştirecek tecrübeli ve bilgili elemanların bulunması, katılımcılara, piyasa bilgileriyle ilgili hızlı ve etkin bir haberleşme ve destek hizmeti sunulması, gereksiz kısıtlamalara yer vermeden yatırımcıları koruyucu kurallara sahip olmasıdır. [25]

---

[23] SEYİDOĞLU,Halil,a.g.e.,s.488-489.
[24] SEYİDOĞLU,Halil, y.a.g.e.,s.490.
[25] EITEMAN, David; STONEHILL, Arthur; **Multinational Business Finance**, Fifth Edition, Addison -Westley Publishing Company, July-1989, s.252-253.

1.2.1.2.Uluslararası Sermaye Piyasaları

Uluslararası Sermaye Piyasaları; Uluslararası Tahvil Piyasası, Uluslararası Hisse Senedi Piyasası ve Euro-Commercial Papers Piyasaları'ndan oluşmaktadır.

1.2.1.2.1. Uluslararası Tahvil Piyasası

Uluslararası tahvil piyasası euro-tahvil ve yabancı tahvillerden oluşmaktadır. Bu iki piyasa arasında bir etkileşim olmakla birlikte euro-tahvil piyasası, yabancı tahvil piyasasına göre çok daha gelişmiştir.

Uluslararası piyasalardan tahvil yoluyla borçlanmanın tarihçesi asırlar öncesine gider. XVII. asırda Hollanda'da ve XVIII. asırda İngiltere'de uluslararası dolaysız krediler ve tahviller için oldukça gelişmiş piyasalar vardı ve yapılan işlemlerin çoğu da borsaya kayıtlı olarak gerçekleştiriliyordu, bu dönemlerde borç tahvili yoluyla sağlanan fonlar genellikle savaşların finansmanında kullanılıyor, bazen de Osmanlı İmparatorluğu'nda olduğu gibi Saray'ın harcamalarını finanse ediyordu. XX. asrın başından beri de bu piyasalar savaşlar, depresyonlar ve yoğun mali kısıtlamalarla karşı karşıya kalmıştı.

Uluslararası tahvil piyasaları son yirmi yıldır yaşanan mali liberalleşmeden yararlanarak hızla gelişmiştir. Bu çerçevede hükümetler sermaye ihracına yönelik kısıtlamaları gevşetirken, yabancıların faiz gelirleri üzerindeki vergi stopajını da azaltmışlardır. Son yıllarda hükümetlerin uyguladıkları bütçe açıkları ve buna bağlı açık finansman politikaları da önemli hacimlerdeki hükümet tahvillerinin yabancılara satışına yol açarak bu piyasalardaki gelişme eğilimini hızlandırmıştır. Geçen yirmi yılda, iletişim teknolojisi alanında yaşanan baş döndürücü ilerlemeler de kuşkusuz piyasanın gelişmesindeki en önemli etkenler arasındadır. Eurotahvil piyasalarının asıl gelişmesi ise 1982'de dış borç krizinin sendikalı eurokredileri (euroloan) durdurmasından sonra olmuştur.[26]

---

[26] SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslararası Finans**, 3. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul-2001, s.290.

• **Eurotahvil (Eurobond);** Eurotahvil, üzerinde yazılı milli paranın ait olduğu ülke dışında satışa sunulmak üzere ihraç edilen tahvillerdir. Tahvil ihracıyla fon sağlamak, kısa vadeli bir mali işlem olmadığından, eurotahvil piyasaları orta ve uzun vadeli yatırım fonu kaynağıdır. Eurotahvil, ihraç edildiği anda uluslararası bir konsorsiyum ile (syndicate) birden fazla ülkede eşanlı olarak banka ve/veya yatırım bankaları tarafından satışa sunulur. Genellikle bankalar konsorsiyumu kanalıyla çıkarılır. Süreleri 10 yıldan uzundur. Uzun vadeli olduğu için yatırımların finansmanında kullanılır ve sermaye piyasasının bir borçlanma aracıdır. [27] İhraca konu tahvil her zaman "hamiline" yazılı olduğu için nihai yatırımcının tespiti mümkün olamamaktadır. Eurotahviller stopaj vergisinden muaftırlar. Söz konusu tahviller ya Londra Borsası'na ya da Lüksemburg Borsası'na kote edilirler ancak, işlemlerin büyük çoğunluğu OTC (Over the counter-Tezgah üstü-Borsa dışı) piyasalarda gerçekleştirilir.

Tahvilin bir borsaya kote edilmesinin en önemli nedeni, bazı güçlü ihraççıların tahsisli satış yapmayı tercih ettikleri kurumsal yatırımcıların kendi iç mevzuatı veya ülke mevzuatı gereği her hangi bir borsada kote olmayan bir menkul kıymeti portföyüne alamamalarıdır.

Eurotahvil piyasası ihracın yapıldığı döviz cinsine göre de alt bölümlere ayrılmaktadır. (Euro-dolar, Euro-yen....)

Bir İsveç şirketinin uluslararası yatırımcılara satmak amacıyla bir İngiliz bankası liderliğinde oluşturulan konsorsiyum aracılığı ile Avustralya doları cinsinden ihraç edilen ve Lüksembourg Borsasına kote edilen bir tahvil ihracı tipik bir Eurotahvil olup, Euro ihraç olarak kaydedilir.

Eurotahviller, 1963 yılında Avrupa'da fon ihtiyacı içinde bulunan Amerikan şirketlerinin dolara bağlı olarak çıkarttıkları tahvilleri başta İngiltere ve Almanya olmak üzere Avrupa piyasalarında satmaya başlamasıyla ortaya çıkmışlardır. Londra, Eurotahvil ihraçlarının merkezi konumundadır. ABD $'ı da ihraçlar içinde en çok

[27] KARLUK, Rıdvan; a.g.e., s.526.

tercih edilen para birimidir. Ancak, son yıllarda her ikisinin de ağırlıkları göreceli olarak azalmaya başlamıştır.

• **Yabancı tahvil (Foreign Bond)**; Belirli bir yabancı piyasada satılmak üzere, o ülkenin parası ile çıkartılan uzun vadeli borç araçlarıdır. Örneğin bir Türk anonim şirketinin söz gelişi, Japon yeni üzerinden çıkartıp Japonya'da satışa sunduğu tahviller yabancı tahvil durumundadır. Dolayısıyla yabancı tahviller ilgili ülkenin yasalarına uygun olarak çıkartılır. Bugün çok uluslu şirketler, ulusal hükümetler ve kamu iktisadi teşebbüsleri uzun vadeli kredi sağlamakta bu kaynaktan yaygın biçimde yararlanmaktadırlar.[28]

Yakın zamanlarda yabancı tahviller daha çok İsviçre frankı ile Japon yeni üzerinden çıkartılmış ve bu ülkelerde pazarlanmıştır. Bunun nedeni söz konusu ülkelerde faiz oranlarının düşüklüğü ve ilgili ülke hükümetlerinin ekonomideki aşırı likiditenin çekilebilmesi için yabancı tahvil satışlarını özendirmeleridir.

Kamuoyunda yabancı tahvillere verilen bazı takma adlar vardır. Örneğin Amerikan piyasasında satılanlara "yankee tahvilleri", Japonya'da satılanlara "samurai tahvilleri" ve İngiltere'dekilere de "bulldog" adı verilir.

Yabancı bir piyasada tahvil çıkartarak fon sağlamak, her şeyden önce bir güven işidir. 1960'lara kadar bu kaynak, yalnızca hükümet kuruluşlarına açıktı. O tarihlerde ise ilk kez Amerikan çok uluslu şirketleri bu piyasaya girmeye başladılar. Daha sonra da bunu diğerleri izledi.

Yabancı piyasalarda tahvil ihraç edilmesi, genellikle ilgili yabancı ülkedeki banka ve mali kurumlardan oluşan bir *bankalar konsörsiyumu*'nun yüklenim hizmeti (*underwriting*) sağlaması ile gerçekleşir. Bankalar konsorsiyumuna kredi sendikasyonu da denir.

---

[28] DOĞUKANLI, Hatice; **Uluslararası Finans**, Birinci Baskı,Nobel Kitabevi, Adana-2001, s.242.

Her ne kadar yukarıda verilmiş olan bir takım ayırıcı özellikler mevcutsa da, son yıllarda yabancı tahvil ihracı ile Eurotahvil ihracını birbirinden ayırt etmek oldukça güç hale gelmiştir.

Eurotahvilin en önemli ayırt edici özelliği yüklenici konsorsiyumu oluşturan kuruluşların hangi ülkeden olduğudur. Ancak sadece bir yüklenicinin taraf olduğu ihraçlar (bought deal) oldukça çok uygulanır hale gelmiştir. Diğer yandan ihraççının ve tek bir yüklenicinin kendi ulusal piyasaları dışında bir piyasada yaptıkları ihraç euro-tahvil ihracı sayılmamaktadır. Euro tahvilin bir diğer özelliği ise, tahvil sahiplerine yapılacak ödemelerde kullanılacak para biriminin ait olduğu ülkenin kanunlarına tabi olmamasıdır. Uygulamada ise sadece ABD ve Kanada, kendi piyasaları dışında ABD doları ve Kanada doları bazlı ihraçlara kısıtlama getirmemektedir. Tahvil ihracında para birimi kullanılan bir çok ülke otoriteleri, bu Eurotahvil arzlarını çok yakından takip etmektedirler. Bu ülkelerin, bu tür arzları düzenleme yetkileri yabancı para ve/veya sermaye kısıtlamalarını uygulamaya koyabilmelerinden kaynaklanmaktadır.

Bazı tahvil ihraçları yukarıdaki kategorilerden her hangi birine uymadığı zaman farklı isimle anılabilmektedir. Bunlara bir örnek yabancı bir ihraççının başka bir ülkede ve ihraç edilen ülkenin para biriminin dışında bir para biriminden ihraç ettiği tahvillerdir; (örneğin; Japonya piyasasında Japon olmayan bir ihraççının yen dışında bir para biriminden tahvil ihracı yapması) Japonya'da bu tip tahviller halka arz şeklinde yapılıyor ise "Shougun", kurumsal yatırımcılara tahsisli olarak satılıyorsa "Geisha" adını almaktadır.

Gerçek anlamda ilk "**global tahvil- global bond**" ihracı 1989 Eylül ayında gerçekleştirilmiştir. Dünya Bankası'nın gerçekleştirdiği bu ihracı gerçek anlamda global tahvil ihracı yapan; eşanlı olarak hem Amerikan Yankee tahvil piyasasında hem de Euro-tahvil piyasasında satışının gerçekleştirilmesidir. Söz konusu tahvil 10 yıl vadeli 1.5 milyar ABD doları tutarında bir ihraç olmuştur.

Bir çok ulusal piyasanın uluslararası piyasalara dönüşmüş olması ve çeşitli kısıtlamalarda bir takım muafiyetlere gidilmesi yabancı tahvil ile Eurotahvil ihraçlarının birbirinden ayrılmasını daha da güçleştirmiştir. 1985 yılından itibaren Alman piyasasında Alman olmayan bir kuruluşun da tahvil ihracında aracılık (lead manager/book runner) yapmasına izin verilmesinden sonra Alman markı cinsinden ihraçlarda bu ayrımı yapmak olanaksız hale geldiğinden her iki tür ihraç verileri ayrım yapılmadan toplanarak verilmektedir. Aynı durum Hollanda yabancı ve Euro tahvil ihraçlarında da yaşanmaktadır.

Buna ilave olarak farklı vergi uygulamaları da durumu daha karmaşık hale getirmektedir. Birçok ülkede temettü ve kupon gelirleri yatırımcıya ödenmeden önce (kaynağında) stopaj vergisi kesilmektedir. Ancak yabancı yatırımcılar için bu vergi oranı "0"dır. Eurotahviller ise ortaya çıkışından bu yana stopaj vergisinden muaf tutulmuşlardır. Bu nedenle bazı ülkeler iki tip tahvil ihracını birleştirerek istatistiklerini tutma yönüne gitmektedirler.[29]

Uluslararası tahvil piyasalarında klâsik sabit faizlilerden, sıfır kuponlulara, hisse senedine dönüştürülebilenlere, varantlara kadar, değişen çok değişik araçlar vardır. Sürekli yeni ürünler ortaya çıktığı için bunların sayı ve türleri adeta sınırsızdır.

Ayrıca farklı mali araçlarla ilgili işlem ve kotasyon uygulamaları da ülkeden ülkeye değişmektedir. Avrupa'da işlemler ve kotasyonlar borsa brokerleri kanalıyla (Almanya, Hollanda ve İngiltere'de sınırlı bir tezgâhüstü piyasa-OTC bulunsa da) yürütülür. ABD'de çoğu yurtiçi tahvil ticareti OTC'de gerçekleşir. Japonya'da ise tahvil alış verişi hem OTC'de, hem de borsalarda yapılır.

Fiyat ve getiri kotasyonları da piyasadan piyasaya değişmektedir. Çoğu tahvil fiyatları, tahvilin son kupon tarihinden beri tahakkuk eden faizin katılmamış olduğu nominal değerinin bir yüzdesi olarak kote edilir. Yatırımcı tahvil fiyatı ile birlikte tahakkuk faizini de öder. Bu şekilde tahvilin yalın olarak fiyatlandırılması, farklı

[29] TSPAKB; a.g.e., s.178-179.

tahviller arasında karşılaştırmayı kolaylaştırır. Ama tüm tahviller bu yönteme göre kote edilmemektedir. Örneğin, dönüştürülebilir tahviller, indekse dayalı tahviller ve değişken faizli tahviller kuponları ekli biçimde kote edilmektedir. Tahakkuk eden faiz hesaplamasında da farklı yaklaşımlar vardır: Kanada, Japonya ve İngiltere'de hesaplama 365 günlük yıl üzerinden ve gün olarak yapılır., ABD, İsviçre ve Almanya'da ise 360 gün-yıl üzerinden 30 günlük ay esası uygulanır, vs. bu gibi farklılıklar ihracın fiyatı, portfolyo getirisi, vb. üzerinde önemli farklılıklar yaratabilir. [30]

1.2.1.2.2.Uluslararası Hisse Senedi Piyasası

Uluslararasılaşmanın en hızlı yaşandığı piyasalar hisse senetleri piyasaları olmuştur. Hisse senedi piyasalarındaki bu gelişmenin arkasında yatan temel neden, özellikle kurumsal yatırımcılar başta olmak üzere, yatırımcıların getiri düzeylerinde fazla fedakarlık yapmadan portföy çeşitlendirmesine giderek risklerini azaltma isteğidir. Bu yaklaşım genellikle gelişmiş piyasalar için söz konusu olup, özellikle 1980'li yıllardan sonra işlem hacmi sürekli artan gelişmekte olan piyasalara yatırımın arkasında yatan temel neden ise (portföy çeşitlenmesine giderek riski azaltmanın yanında), umut verici gelişim trendini yakalamak ve yüksek getiri oranları elde etmektir. [31]

Dünyada menkul kıymet borsalarının hemen hemen tümü, yerel piyasada aranan borsaya kayıt koşullarına uymak kaydıyla, yabancı hisse senetlerinin satışına olanak verirler.

Hisse senetlerini yabancı borsalara çifte veya karşılıklı kayıt ettirmenin nedeni aşağıdaki etkenlerden birisi veya bir kaçı dolayısıyla firmanın sermaye maliyetini düşürme isteğinden kaynaklanmış olabilir:

---

[30] SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslararası Finans**,a.g.e., s.301.
[31] ALP, Ali; a.g.e., s.108.

- Mevcut hisselerin, yabancı yatırımcıların borsasında ve o ülke parası ile işlem görmesini sağlayarak likiditenin arttırılmak istenmesi,
- Dışa kapalı, likiditesi düşük yurtiçi sermaye piyasasında, gerçek dışı fiyat oluşumunu engelleyerek hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sağlamak,
- Yabancı piyasada yeni hisse senedi çıkışını destekleyecek likit bir ikincil piyasa yaratmak,
- Yabancı ülkedeki yerel firmaların satın alınmasında hisse senetlerinin kullanılması düşünüldüğünde bunlar için ikincil piyasa oluşturmak,
- Müşteriler, ara malı sağlayıcıları, kredi verenler ve ev sahibi ülke hükümetlerine yönelik olarak firmanın imajını geliştirme ve siyasal açıdan kabul edilebilirliğini arttırmak,
- Yabancı ülkede yerleşik şubede çalışan yerel yönetici ve işçilere ödeme için kullanılacak hisse senetlerine bir ikincil piyasa oluşturmak.

Uluslararası piyasalarda hisse senedi satışı iki şekilde olur: Belli bir yabancı ülkenin ulusal parası ile çıkartılıp o ülkede pazarlanan (yabancı) hisse senetleri ve euro-hisse senedi ihracı. Euro-hisse senetleri, bir konsorsiyumun taahhüdü altında ve konsorsiyum tarafından aynı anda dünyanın birçok sermaye piyasasında satışa sunulan menkullerdir. [32]

Uygulamada çifte kayıt, genellikle uluslararası depo edilebilir menkul değerler (UDEMK) yoluyla gerçekleştirilmektedir. UDEMK, bankalar tarafından ilgili yabancı hisse senedini temsil etmek üzere çıkarılan, devredilebilir belgelerdir. Söz konusu varlıklar, ABD'de ADR(American Depository Receipts:Amerikan Emanet Makbuzu) olarak adlandırılır. ADR'ler bir Amerikan bankasının yabancı hisse senetlerini temsil etmek üzere çıkarttığı varlıklardır; hisse senetlerinin aslı yabancı ülkedeki bir bankada muhafaza edilir ve daima temsil ettikleri hisse senedi ile değiştirilebilirler. ADR'ler ABD'de herhangi bir hisse senedi gibi satılır, kaydedilir ve devredilirler.

[32] SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslararası Finans**, a.g.e, s.332.

Hangi borsaya çifte kayıt yaptırılacağı, yurt dışına kayıt yaptırmanın nedenleriyle ilgilidir. Eğer amaç, yeni hisse ihracını desteklemek veya bir swap piyasası oluşturmaksa, doğal olarak amaç piyasa aynı zamanda kayıt olunan piyasa olacaktır. Eğer ticari ve siyasi imaj yaratmak veya yerel yönetici ve işçilerin hisse elde etmelerini sağlamak amacı güdülüyorsa, o takdirde, firmanın faaliyetlerini yoğunlaştırdığı piyasalarda kayıt yaptırılacaktır. Mevcut hisselerin likiditesini artırma veya hisse senetleri için daha yüksek fiyat sağlama arzusuyla hareket edildiği durumlarda yönelim büyük borsalara doğrudur. Bu konuda akla gelen piyasalar ise Londra, New York (NYSE ve Nasdaq), Tokyo, Frankfurt ve Paris'tir.

Londra Borsası, kayıtlı yabancı firma sayısı ve onların işlem hacmi bakımından ilk sırada gelir. New York Borsası ise işlem hacmi açısından ikinci gelmekle birlikte, bu piyasaya kayıtlı yabancı firma sayısı Londra, Frankfurt, hatta Nasdaq'ın çok altındadır. Bunun nedeni büyük ölçüde Amerikan Menkul Değerler ve Borsa Komisyonu (U.S. Securities and Exchange Commission)'nun New York Borsasında yabancı şirket kayıtlarıyla ilgili rapor verme konusunda koymuş olduğu sıkı kurallardır.

Mevcut hisseleri yabancı borsalara çifte kayıt ettirme yanında şirket, yeni hisse senedi çıkartarak veya mevcut hisse senetleri yabancılara satarak da sermaye fonu toplayabilir.[33]

1.2.1.2.3. Euro-Commercial Papers Piyasaları

1970'lerin başlarında, euro kısa vadeli senetlerle (eurocurrency papers) ilgili yeni bir piyasa Londra'da doğmuştur. Yatırım bankaları tarafından plase edilen, firmalar tarafından çıkartılan emre yazılı bu senetlerin ikincil piyasasını, finansal kuruluşlar oluşturmaktadır.[34]

Kısa vadeli senet piyasası, aynı özellikteki banka kredilerine alternatif olarak geliştirilmiş olan ve genellikle büyük kuruluşlara satılan para piyasası araçlarının

[33] SEYİDOĞLU, Halil, **Uluslararası Finans**, a.g.e., s.321-324.
[34] PARASIZ, İlker; a.g.e., s.597.

kullanıldığı piyasadır. Garantisiz senet niteliğinde olması nedeniyle, bu tür araçlar genellikle kredi değerliliği yüksek mali ve mali olmayan kuruluşlar tarafından ihraç edilmektedir. Bu piyasada kullanılan senetler, hamiline yazılıdır ve genellikle en fazla 270 gün vadelidir. Bununla beraber, bu piyasadaki işlemlerin önemli bir kısmı 20-45 günlük bir vadeyi içermektedir.

Bu piyasa, başarılı sonuç elde etmiş ulusal piyasalardaki benzerlerinin bir gölgesi durumundadır. Başlangıçta, ABD'de uygulanan ve ABD doğrudan yabancı yatırımlarına getirilen kısıtlamaların sonucu doğan bu piyasa, daha sonraları bazı ABD firmaları tarafından yurt dışından fon sağlama aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Bu senetlerin temel mantığı, bankanın spread'ini azaltmak ve fon sunan ile arz edenin tasarruflardan daha etkin bir şekilde yararlanmalarını sağlamaktır. Bu sorunlar europiyasalarda söz konusu olmadığından, bu yolla sağlanan fon miktarı son yıllara kadar sınırlı kalmıştır. Vade ve borç yönetiminde esneklik sağlaması ve maliyetinin düşük olması, bu piyasanın gelişme potansiyelini arttırmaktadır.[35]

1.2.2.Uluslararası Finans Piyasalarının Gelişimi ve Finansal Küreselleşme

1.2.2.1.Uluslararası Finans Piyasalarının Gelişimi

Uluslararası finansal piyasalardaki gelişmeler, 19. yüzyılın sonları ve 20. yüzyılın başlarında hareketlenmekle beraber, gelişmenin hacmi, hızı ve niteliği son yarım yüzyılda öncesiyle karşılaştırılamayacak düzeye ulaşmıştır. Uluslararası finansmanda önemli gelişmeler esas itibariyle 1950'li yıllarla birlikte başlamış olup finansal işlemlerin hacmi zaman içinde çok önemli artışlar göstermiştir. Günümüzde finansal piyasalar, küresel olarak birbirine bağlanmış ve günde 24 saat işlem yapmaktadır. Küresel düzeyde, milyarlarca dolar değerindeki işlemler, elektronik devreler vasıtasıyla saniyelerle gerçekleştirilmektedir. Birleşmiş Milletler, İnsani

[35] TSPAKB; a.g.e., s.185-186.

Gelişme Raporuna göre ise, dünya finansal piyasalarında her gün 1,5 trilyon dolardan fazla para el değiştirmektedir.

1960'lı yılların başlarına kadar, ulusal finansal piyasalar, sermaye ve döviz kontrolleri sayesinde, uluslararası rekabetten önemli ölçüde arındırılmıştır. Sermaye ve döviz kontrolleri ile güdülen amaçlar da, esas itibariyle, kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurları üzerinde yapabileceği istikrarsızlıkları önlemekti. Bretton Woods sisteminin uygulamada olduğu dönemde, uluslararası sermaye hareketlerinde kamusal işlemlerin ağırlığı mevcuttu. Bu dönemdeki işlemler, sermaye piyasalarında değil, bankalar ve ülkeler arasında ikili kredi anlaşmaları şeklinde gerçekleşmekteydi. Kamusal işlemlerin yanında sınırlı da olsa gerçekleşen özel sektör işlemleri de yine bankalar kanalıyla yapılmaktaydı. Söz konusu dönemde sermaye piyasalarının uluslararasılaşamamasının altındaki en önemli neden, bu piyasalarda yerel kurumlara ve özellikle kamusal finansmana tanınmış olan ve uluslararası rekabeti bozan ayrıcalıklardı.

Bazı finansman uzmanlarına göre uluslararası finans piyasaları gerçekte Amerika'nın kısıtlayıcı kanunlarıyla 1963'te doğmuştur. Bu tarihe kadar emisyonlar New York'ta yapılanmakta ve senetler İskandinav Avrupa'sında ve İsviçre'de dağıtılmaktaydı. ABD'de senet emisyonunu pahalılaştıran faiz oranlarını eşitleme vergisiyle işlemler Avrupa'ya doğru yer değiştirmiş ve birçok Avrupa piyasasına ve özellikle Londra'ya yayılmıştır. [36]

Bretton Woods sisteminin işleyişi boyunca, genel olarak finansal piyasaların ve özellikle de sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması ve bu piyasalarda bilginin üretimi ve kullanımının etkin olmaması, diğer bir deyişle, işlemlerin serbest piyasa mekanizması çerçevesinde gerçekleşmesinden ziyade çoğunlukla kontrollü kamusal işlemler olarak yapılıyor olması, döviz ve uluslararası ödemelerde krizlerin ortaya çıkmasını sınırlandırmıştır. Bununla beraber. Bretton Woods'un ülkeler arasındaki ödemeler sistemine bir düzen getirmiş olması, uluslararasındaki ticaretin

[36] BAŞOĞLU,Ufuk; ÖLMEZOĞULLARI, Nalan; PARASIZ, İlker; **Dünya Ekonomisi Küreselleşme, Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi**, 1. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa-1999, s.25.

artmasına ve finansın uluslararasılaşmasına zemin hazırlamıştır. Söz konusu zemin hazırlanmış olmakla beraber, 1970'li yılların başlarına kadar ülkeler arasındaki sermaye hareketleriyle ilgili kontrollerin hâlâ mevcut olması, ulusal bazda faiz oranları üzerinde kontrollerin bulunması ve mali kurumlarla ilgili sınırlamaların olması, finansın uluslararasılaşmasının ivmesini sınırlı tutmuştur.

1960'lı yıllarda direkt yatırımlar ve portföy yatırımları şeklindeki uluslararası sermaye hareketlerinde önemli düzeyde artışlar olmuştur. Söz konusu sermaye hareketlerinin büyük bir kısmı, ABD'li şirketlerin daha cazip iş olanakları yakalamak amacıyla Avrupa piyasalarına yönelmelerinin sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Ayrıca, ABD'li mali kurumların Avrupa piyasalarından sağlayıp özellikle uluslararası (çokuluslu) şirketlere aktardıkları krediler, yine bu sermaye hareketlerinde önemli rol oynamıştır.

1960'lı yılların ikinci yarısı, özellikle ABD mali kurumlarının, daha serbest düzenlemelere sahip olan Avrupa piyasalarına (özellikle Londra) yönelmelerine ve fon arz ve talebi işlemlerini bu piyasalarda gerçekleştirmelerine sahne olmuştur. Mali kurumların, düzenlemelerin daha serbest olduğu merkezlere yönelmeleri, başta ABD olmak üzere diğer ülkeleri gerekli önlemleri almak konusunda harekete geçirmiştir. 1960'lı yılların sonuna yaklaşırken, ABD'nin ekonomik göstergelerinin bozulmaya başlaması, doların aşırı değerlenmesi, finansal piyasalarda dolara karşı spekülatif işlemleri gündeme getirmiştir. Spekülatif işlemlerden Alman Markı da payını almıştır Ülkeye giren sıcak para miktarının artması, Bundesbank'ın mark üzerindeki kontrolünü zora sokmuş ve sonuçta bu durum markın kısmi olarak da olsa dalgalanmaya bırakılmasına neden olmuştur.[37]

Böylece, getirmiş olduğu döviz kuru ve parasal rejim ile ülkeler arasındaki ticaret ve finansal işlemlere bir zemin hazırlamış olan Bretton Woods sistemi, gerek ticaret gerekse uluslararası finansmanda meydana gelen gelişmeler ve ABD'nin ekonomik temellerinden kaynaklanan nedenlerle, dünya ekonomisinin gelinen noktadaki işleyişi için yetersiz kalmış ve 1973 yılında sistemin terk edilmesiyle son

[37] ALP, Ali; a.g.e., s.46-48.

bulmuştur. Bretton Woods'un çökmesi ve uluslararası finansal sistemin sert kurallardan kurtulmasından sonra gerek Avrupa piyasalarında ve gerekse uluslararası piyasalarda yeni gelişmeler olmuştur.[38]

Finansal sermayenin globalleşmesi açısından bu dönemin önemli gelişmelerinden bir tanesi de petrol fiyatlarının 1973 ve 1979-1980 yıllarında iki aşamalı olarak ardı ardına patlamasıdır. Bu olayın önemli sonuçları; tüm mal ve hizmetlerde maliyet patlaması yaratması, petrol ihracatçısı ülkelerin elinde çok büyük miktarlarda ABD doları birikmesi, bu dolarların paranın dolaşımında, dolayısıyla mal ve hizmetlerin dolaşımında büyük bir dengesizliğe yol açması ve petrol tüketicisi ülkelerde çok büyük sermaye açığı meydana gelmesidir.

Bu gelişmeler petrol ihracatçısı olan ülkelerde, petrol ithalatçısı sanayileşmiş ülkelerde ve petrol ithalatçısı sanayileşmemiş olan ülkelerde farklı sonuçlara yol açmıştır. Petrol ihracatçısı ülkelerde, petrol fiyatlarındaki bu sıçramalar nedeniyle çok büyük miktarda atıl fon birikirken; petrol ithalatçısı ülkelerde büyük miktarda kaynak ihtiyacı ortaya çıkardı. Petrol ithalatçısı sanayileşmiş ülkeler petrol fiyatlarında, dolayısıyla üretim maliyetlerinde ortaya çıkan artışı, ihraç ettikleri sanayi ürünlerinin fiyatlarına yansıtarak kaynak açığını kapatmaya çalıştılar. Petrol ithal eden sanayileşmemiş ülkeler ise hem artan petrol maliyetlerini, hem de gelişmiş ülkelerden ithal ettikleri sanayi ürünlerinin artan maliyetlerini karşılayacak fon ihtiyacı içindeydiler. Bu fon açığı, petrol ithalatçısı sanayileşmemiş ülkelerin kısmen ithalatlarını kısmak zorunda kalmalarına yol açıyor; bu da, sanayileşmiş ülkelerin ihracatlarını azalttığından, petrol ithal eden sanayileşmiş ülkeleri de olumsuz etkiliyordu. Öte yandan, sanayileşme düzeyi çok zayıf olan petrol ihracatçısı ülkelerin ellerinde biriken bu fonların tamamını yurt içinde kullanmaları imkansızdı ve bu ülkeler söz konusu fonları büyük ölçüde ABD'deki ve Avrupa'daki finans piyasalarında plase ederek faiz geliri elde etmeye yöneldiler. Bu durumda petrol ithalatçısı ülkelerin kaynak açığını kapatacak fonlar ABD ve Avrupa bankalarında toplanmış oldu. Petrol ihraç eden ülkeler petro-dolarları ABD ve Avrupa bankalarına yatıracak, bu bankalar da söz konusu kaynaklarla, gelişmekte olan ülkelere borç

[38] AKDİŞ, Muhammet; **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, 1. Basım, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.,2000, s.20.

verecek ve bu borçlarla söz konusu ülkeler hem petrol ithalatlarını hem de sanayi ürünü ithalatlarını karşılayacaklardı.

Ancak söz konusu dönemde finansal sermaye hareketleri, bir çok engel tarafından sınırlandırılmıştı. Nitekim, yurt dışına sermaye çıkışını kısıtlamak için ABD, İngiltere gibi ülkeler bile sınırlama getirmişti. Almanya 1982 yılına kadar DM'ın istikrarsızlığını önlemek için kısa vadeli sermaye hareketlerini kısıtlamaya tabi tutmuştu. Bu koşullarda, sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldırmanın dışında başka seçenek yoktu. Böylece, 1980'li yılların başında İngiltere'de Thacher, ABD'de Reagan tarafından uygulanan ve IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar tarafından diğer ülkelere de önerilen liberal politikalar uygulanmaya konmuştur. [39]

Ayrıca bu dönemde, riski azaltmak veya pozitif reel getiri elde etmek isteyen tasarruf sahiplerinin alternatif finansal enstrümanlar araması, gelişen teknolojinin de yardımıyla, birbirleriyle rekabet eden finansal kurumların ve piyasaların bu talebi karşılayacak yeni finansal araçları geliştirmelerine yol açmıştır. Öte yandan, yeni finansal araçların gelişimini yeni risk yönetimi işlemleri ile yeni finansal piyasaların (swap, opsiyon, forward ve future piyasaları) ortaya çıkışı takip etmiştir.

Finansal riski azaltma yönündeki çabalar ve finansal yenilikler sermaye hareketlerinde ve döviz kontrolleri üzerinde kamu müdahalesinin azalması veya tamamen kaldırılması ile neticelenmiştir.

1980'li yıllardan itibaren finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler geleneksel bankaların finansal işlemlerdeki rollerinde de önemli değişmeler meydana getirmiştir. Tasarruf sahibinden fon toplayıp bu fonları ihtiyaç sahiplerine aktarmada aracılık görevi gören geleneksel bankaların önemi azalmıştır. Geleneksel bankaların yerine ücret karşılığında komisyonculuk yapan bankalar yaygınlaşmaya başlamış ve bu bankalar yeni riskler alarak finansal hizmetlerini çeşitlendirmeye başlamışlardır.

[39] MAZGİT, İsmail; Yayınlanmamış Ders Notu.

Bankacılık sektöründeki ikinci önemli gelişme banka dışı finansal kurumların finansal hizmetler sunmada bankalarla aktif bir şekilde rekabet edebilecek bir seviyeye gelmeleridir. Ortak fonlar (mutual funds), yatırım bankaları, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi bankalara alternatif oluşturan finansal kurumların etkinliklerini artırmalarıyla birlikte uluslararası finansal hizmetler endüstrisi banka ve banka dışı finansal kurumlar açısından ayrımın ortadan kalktığı entegre bir yapı arz etmektedir. Öte yandan, global finansal şirketler bankaların geleneksel işlevi olan kredi faaliyetleriyle uğraşmaya başlamışlar ve özellikle uluslararası piyasalarda sendikasyon kredilerinde "lider banka" olarak ülkeler veya firmalara kredi bulmada aracılık etmeye başlamışlardır.[40]

Öte yandan, teknolojik gelişmeler, sınır ötesi para-sermaye ve belge transferindeki maliyetleri büyük ölçüde düşürmüştür. Elektronik ve düzenli posta işlemleriyle, telefon, bilgisayar ve faks makinelerinde meydana gelen önemli teknolojik ilerlemeler uluslararası finansal işlemlerin maliyetini azaltmış ve bu işlemlerin gerçekleşme süresini kısaltmıştır. Teknolojik ilerleme sonucunda uluslararası finansal aracılar ve müşterileri arasında etkin ve hızlı bir haberleşme olanağının ortaya çıkması, maliyet ve zaman avantajı gibi unsurlarla birlikte, global ölçekte mal ve hizmet ticaretine kıyasla para-sermaye ticaretini daha kârlı bir hale getirmiştir.

Uluslararası finans piyasalarında maliyetlerin düşmesi, daha etkin ve hızlı haberleşme olanaklarının ortaya çıkması ile birlikte dünya çapında yeni kâr fırsatları gündeme gelmiştir. Bu fırsatlardan yararlanmak isteyen ülkeler bir yandan mevzuatlarını yeni koşullara uygun bir hale getirirlerken (re-regulation) diğer yandan finans sistemlerinde serbestleştirmeye (deregulation) gitmişlerdir. Finansal serbestleştirme kapsamında, uluslararası para-sermaye giriş çıkışlarının hukuki olarak serbest bırakılması, faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki kamu denetiminin gevşetilmesi, kredi sözleşmeleri üzerindeki engellerin kaldırılması, finansal işlemler üzerindeki yükümlülüklerin azaltılması gibi uygulamalar yer almaktadır. Bu

[40] Ege Bölgesi Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu; a.g.e., s.201-205.

uygulamalar sonucunda finans piyasalarında teknolojinin getirdiği düşük maliyet avantajı daha da artmıştır.

Finans piyasalarında teknik kapasitenin artması, teknolojik gelişmeler sonucunda global finansal işlemlerin ortaya çıkması ve ulusal piyasaların global finans piyasaları ile entegre olmaları; finansal kurum ve faaliyetlerle finansal piyasalar arasındaki ayrımın bulanıklaşması; global bankaların ve uluslararası finansal kümelenmelerin ortaya çıkmaları ve bunların çok sayıdaki piyasa ve ülkede finansal ürün ve hizmet üretmeleri finans piyasalarının yanısıra finansal risklerin de globalleşmesine neden olmuştur.

Makroekonomik gelişmelerde etkinliği artmaya devam eden global finansal hizmetler endüstrisi son yirmi yılda önemli bir transformasyon sürecinden geçmektedir. Yeni dönemde finansal piyasalardaki gelişmelerin itici gücü deregülasyondan daha çok teknolojik gelişmeler ve finans piyasalarının ve finansal işlemlerin uluslararasılaşmasıdır. Örneğin sanayileşmiş ülkelerde yerleşik firmaların uluslararası hisse senedi ihraçları 1990'lı yıllar boyunca altı kat artmıştır. Aynı eğilim uluslararası borç senetleri ihracında da devam etmektedir. 1998 yılının ilk yarısında uluslararası tahvil stoku miktarı 3.7 trilyon $ ile 1985'deki seviyesinden altı kat daha fazladır. Bu sürece gelişmiş ülkelerin yanısıra özellikle gelişmekte olan ülkeler de katılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler de finansal piyasalarında liberalizasyon ve deregülasyon sürecine yönelmiştir. Özellikle 1990'lı yılların ilk yarısında hız kazanan finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu dünya üretim ve ticaretinin çok üzerinde para hareketlerine neden olmuş, bu dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları adeta katlanarak büyümüştür. [41]

Bu sürecin sonunda ülkeler bazında ayrı ayrı pazarlar yerine, ulusal kimliklerin yitirildiği dünya ölçeğinde "tek bir finansal pazar" oluşmakta ve uluslararası finansal piyasalar bugün gelmiş olduğu bütünleşme neticesinde, global tek bir finans pazarına dönüşmektedir.

[41] İNSEL, Aysu; SUNGUR, Nesrin; a.g.e., s.3.

Uluslararası finansal piyasalardaki bu gelişmeler neticesinde sermaye arz ve talebi ulusal düzeyde değil, dünya ölçeğinde belirlenmektedir. Piyasalar herhangi bir ulusal gücün denetiminde olamayacak kadar genişlemektedir. Bu nedenle tek tek ulusal hükümetlerin finansal sistemin güvenilirliğini ve istikrarını sağlamada etkinliği zayıflamakta, uluslararası düzeyde ortak düzenlemelerin tesisi ve ortak denetim-gözetim işlemleri genişlemektedir.[42]

Finansal piyasaların küreselleşmesiyle sermaye, herhangi bir coğrafi sınır içerisinde kalmayıp; daha düşük risk ve daha yüksek kazanç sağlamak düşüncesiyle herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmadan sınır-ötesi alanlara kolayca yayılmaktadır.[43]

1.2.2.2.Finansal Küreselleşmenin Nedenleri

Yukarıdaki açıklamalar ışığında; finansal piyasaların, küreselleşmenin en yaygın ve en yoğun olarak yaşandığı alan olduğu söylenebilir. Hızla birbirlerine entegre olan finans piyasaları, uluslararası sermaye hareketlerinin kaynağının, kanallarının ve hacminin değişmesine neden olmuştur. Finansal küreselleşmenin nedenleri aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Lider konumdaki ülkelerde finans piyasalarının her türlü düzenlemelerden arındırılması ve gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal faaliyetleri kendi ülkelerine çekmek için uygulamaya koydukları deregulasyon politikaları,

- 1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte gelişen serbest değişken kur sistemi,

- Finansal piyasaların uluslararası rekabete açılması,

---

[42] UZUNOĞLU, Sadi; ALKİN, Kerem; GÜRLESEL, Can Fuat; CİVELEK, Uğur; **Bölgesel Finans ve Hizmet Merkezi=İstanbul,** İstanbul Ticaret Odası, Yayın no:2000-34, s.27-28.
[43] AKTAN,Coşkun Can;.ŞEN,H;**Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye,** Ankara: TOSYÖV Yayınları, 1999.

- Finansal araçların çeşitliliğindeki hızlı artış, (Özellikle dalgalı oranları içeren bonolar, futures ve opsiyonlar ödünç alanlarla ödünç verenler için faiz oranlarındaki dalgalanmanın getirdiği riskten korunma olanağı sağlamakta, dolayısıyla büyük ve riskli yatırımların yapılmasını olanaklı kılmaktadır.)

- Yeni oyuncuların özellikle kurumsal yatırımcıların finans piyasalarındaki artan rolü; Günümüzde hanehalklarının tasarruflarının büyük bir kısmı bu finansal kurumlara (sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, emekli sandıkları ... gibi) yönelmekte, bu kurumsal yatırımcılar ulusal ve uluslararası finans piyasalarında büyük etki yaratabilmektedirler,[44]

- Uluslararası kurumların desteği, (OECD, WTO, Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kurumların uluslararası entegrasyonun artması için verdikleri aktif destek.)

- Bilgisayar ve telekomünikasyondaki teknolojik devrimler ile finansal piyasalarda bilginin hem yoğunlaşmış, hem de çok ucuz hale getirilmiş olması,

- 1980'li yıllarda ABD ödemeler bilançosu açıkları, doların değer kaybı ve Japonya finans piyasalarında süregelen hızlı gelişmeler.

1.2.2.3.Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Etkileri

Finansal piyasaların küreselleşmesi ve liberalleşmesi, tüm dünyada hem ekonomilerde, hem de mali sistemlerde fırsatların yanısıra bazı riskleri de beraberinde getirmektedir.

Küreselleşme akımı gelişmiş ülkelerin ekonomilerini olumlu yönde etkilerken, finansal piyasaları giderek birleştirmektedir. Küreselleşme ile birlikte finansal piyasalar arası ilişkiler ve karşılıklı işlem hacimleri artmış, pazarlar beraber

---

[44] PARASIZ, İlker; YILDIRIM,Kemal; **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş**, 1. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994, s.305.

hareket etmeye başlamıştır. Bunun sonucu olarak da pazarlar arası reel faiz oranı farklılığı azalmış, uluslararası pazarlar birbirleriyle entegre olarak küresel tek bir pazar haline gelmeye başlamıştır. Küreselleşme akımı gelişmekte olan ülkelerde ise bir taraftan önemli fırsatlar yaratırken diğer taraftan ekonomilerini olumsuz yönde etkileyerek ülkelerin geleceğine yönelik bir tehdit haline gelmiştir. Global ekonomiye hızlı bir şekilde adapte olan ülkeler küreselleşmenin yararlarından istifade ederken, uyum gösteremeyen ülkelerde önemli sorunlar ortaya çıkmaktadır.[45]

Finansal küreselleşmenin yararları;

- Küreselleşmenin getirdiği fırsatların başında, yararlanmasını bilenler için bir hızlı büyüme ve kalkınma fırsatı gelmektedir. Eskiden beri sermaye birikiminin yetersizliği, kalifiye eleman yokluğu, teknoloji ve know-how eksikliği gibi kalkınmanın önünde birer engel durumundaki faktörlerle, küreselleşmenin getirdiği olanaklar sayesinde daha kolay başedilebilir. Bugün uluslararası sermaye din, dil, kültür ve coğrafya ayrımı yapmadan maliyet avantajı ve kâr fırsatı gördüğü her yere kolayca gidebilmektedir. Çokuluslu şirketler gittikleri ülkeye teknoloji transferi yapmakta, istihdam imkanı sağlamaktadırlar. Ülkeler arasındaki eğitim ve kültürel işbirliği anlaşmaları ve internet üzerinde uzaktan eğitim olanakları sayesinde her düzeyde nitelikli eleman yetiştirmek artık daha kolaydır. Ekonomik ve siyasal istikrarını koruyan, yabancı sermayenin gereksinim duyduğu hukuksal güvenceyi sağlayan her ülke dışarıdan doğrudan yabancı yatırım çekme ve daha hızlı bir büyüme trendine girme olanağına sahiptir.

- Küreselleşmenin yararlarından birisi, uluslararası aktif sermaye akımlarının, dünya mali kaynaklarının daha etkin paylaşılmasını sağlamasıdır.

- Küreselleşme tüm dünyada rekabeti artırmıştır. Bunun ardında yatan unsurlar şunlardır:

---

[45] KARAN, Mehmet Baha; KARACABEY, Ali Argun; **Türkiye'de Sermaye Piyasası'nın Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği**, SPK Yayınları, Yayın No:140, 2003,s.187.

(a) Dünya finans piyasalarının entegrasyonu ve hızlı teknolojik değişim, düşük işlem ve bilgi maliyetleri yoluyla verimlilik artışına ve büyümeye yol açmıştır. Böylece düşük maliyetler, piyasaların artan etkinliği, yüksek verimlilik, düşük gümrük duvarları ve yeni yatırım olanakları rekabeti arttırmıştır. Coğrafi uzaklık, mal ve hizmetlerin sağlanmasını sınırlayan bir faktör olmaktan çıkmıştır. Sonuç olarak, rekabet hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerde neredeyse aynı düzeye ulaşmıştır.

(b) İkincisi, banka-dışı finans kuruluşlarının mali aracılık sürecindeki önemi artmıştır. Bu kuruluşların başlıca örnekleri menkul kıymet firmaları, sigorta şirketleri ve karşılıklı fonlardır.

Bu nedenle, küreselleşme sürecinin, uluslararası rekabet düzeyinde, ekonomik büyümede, gelir seviyesinde, ürün kalitesinde ve dolayısıyla yaşam standardı düzeyinde artışlara neden olacağı söylenebilir.

- Küreselleşme ile birlikte; istikrar, risk-alma, bankacılık sisteminin denetimi ve düzenlenmesi, piyasa disiplini, mevduata devlet garantisi ve bilinçli zararları önleme gibi bazı kavramları yeniden tanımlanmıştır. Karmaşık ve dinamik mali işlemlerin ortaya çıkmasına neden olan yeni finansal araçların ve piyasaların gelişmesine paralel olarak, risk ölçüm ve risk yönetim teknikleri de büyük ölçüde değişmiştir. Finans kuruluşları, "VaR," "Stress and Back Testing," ve "Senaryo analizi" gibi iç derecelendirme ve diğer risk ölçüm sistem ve modellerini giderek daha çok kullanmaya başlamışlardır.

- Bankacılık ve bankacılık işlemleri daha kompleks hale gelmiştir. Bilanço-dışı işlemler ve türev piyasaların gelişmesi, bankaların bilanço yapısı ile karşı karşıya bulundukları risklerin düzeyi ve çeşitliliği üzerinde büyük bir etki yapmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak, türev araçların bankaların risk profili içindeki önemi artmıştır.

Finansal küreselleşmeden kaynaklanan riskler;

- Küreselleşmenin getirdiği risklerin başında istikrarsızlığın kolay yayılma riskinin yeraldığı söylenebilir. Ülkeler arasındaki siyasi ve iktisadi sınırların kaybolmaya yüz tutması ülkeleri ve ekonomileri birbirine daha bağımlı hale getirmiş, bu da bir ülkede veya bir bölgede ortaya çıkan bir krizin etkisinin öteki ülkeler ve bölgelere yayılma riskini artırmıştır. Nitekim 1990'daki Körfez krizi, 1997'deki Güneydoğu Asya krizi, 1998'deki Rusya krizi sadece patlak verdikleri ülke veya ülkeleri değil, gerek o ülkelerin içinde yer aldıkları bölgeyi, gerekse daha hafif ölçülerde de olsa bütün dünyayı olumsuz etkilemiştir.

- Küreselleşme süreci sirayet etme riskine ek olarak sosyal, ekonomik, mali, kültürel ve hatta politik riskleri de her zaman beraberinde taşımaktadır.

Bunun bir kaç nedeni vardır. Dış şoklar ve diğer beklenmeyen gelişmeler ülkelerin kontrolü dışındadır. Gerçekte bu nedenlerin çoğu;

- uygulanan zayıf makroekonomik ve mali politikalardan,
- ekonomi politikalarındaki tutarsızlıklardan,
- ulusal ekonomilerin dış şoklar karşısında artan hassasiyetlerinden,
- artan uluslararası sermaye hareketlerinden,
- ekonomilerin reel sektörlerini etkileyen bütünleşmiş mali piyasalar nedeniyle döviz kurlarındaki istikrarsızlığın artmasından kaynaklanmaktadır.

- Günümüzde bir ülkede alınan pozisyonlar bir başka ülkede "hedge" edilmektedir. Ülkelerin risklerden bu şekilde korunması "proxy hedging", şokları ve krizleri ulusal sınırların ötesine yaymaktadır. Bunun sonucu olarak, krizde olan bir ülke ile doğrudan ilişkisi bulunmayan herhangi bir ülke bile kendini ciddi sorunların içinde bulabilmektedir. [46]

- Küreselleşme, suç alanını da etkilemiş ve organize suçluluk artan ölçüde küresel bir boyut kazanmıştır. Toplumlarda yüksek kazanç sağlayan uyuşturucu,

[46] ERÇEL,Gazi; **Küreselleşme ve Uluslararası Finansal Gelişmeler**, 17. Asya Bankalar Birliği Genel Kurulu, 22 Eylül 2000, İstanbul.

silah kaçakçılığı, terör, çocuk ve kadın ticareti, adam kaçırma gibi örgütlü işlenen suçlar sonucu elde edilen her türlü maddi menfaat ve değerlere karapara adı verilmekte, yasadışı ve kayıt dışı oluşan bu para uluslararası finansal sistemde dönen önemli bir büyüklüğü temsil etmektedir. Kanunların suç saydığı fiillerin işlenmesinden elde edilen para veya para yerine geçen evrak ve senetlerin, mal veya gelirlerin, bir para biriminden diğerine çevrilmesi de dahil olmak üzere, çeşitli mali işlemlerle birinden diğerine dönüştürülmesinden ekonomik çıkar elde edilmesi amacını güden bu para, aklanabilmek için finansal sistem içinde kendine yer edinmeye çalışmaktadır. Küreselleşme, bir yandan piyasaların işlem hacmini ve araç çeşitliliğini arttırarak, diğer taraftan da mal ticaretini arttırabilmek için gümrüklerdeki bürokrasiyi basitleştirmeye dönük uygulamalar yaparak uyuşturucu ve silah kaçakçılığı gibi karaparanın elde edildiği suçların işlenmesini kolaylaştırmaktadır.[47]

- Finansal küreselleşme ile birlikte ortaya çıkan bir diğer husus, finansal liberalleşme ajanları, yani kurumların çok değişik faaliyetlere yönelmeleridir. Uluslararası faaliyet ortamında artık finansal kurumların çalışmalarını izlemek mümkün olamamakta, bu da bir dizi sorun oluşturmaktadır. Ayrıca çeşitli uygulamalarla kurumların saydamlığı da kaybolduğu için bunları denetlemek de son derece güç olmaktadır.[48]

1.3.ULUSLARARASI MENKUL KIYMETLER BORSALARI

Finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte Menkul Kıymetler Borsalarında önemli değişimler yaşanmaktadır. Bu bağlamda; Menkul Kıymetler Borsaları hakkında genel bilgiler, dünya borsalarından örnekler ve finansal küreselleşmenin Menkul Kıymet Borsaları üzerindeki etkileri ele alınarak incelenecektir.

---

[47] AKDİŞ, Muhammet; **Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler**, http://makdis.pamukkale.edu.tr, Erişim:12.12.2004

[48] AKDİŞ, Muhammet; **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, a.g.e., s.54.

1.3.1.Genel Bilgiler

1.3.1.1.Tanım ve Tarihsel Gelişim

Menkul Kıymetler Borsaları; kamu ve özel sektöre ait hisse senedi, tahvil, hazine bonosu, vs. gibi menkul kıymetlerin alınıp satıldığı, sermaye arz ve talebinin karşılaştığı fiziksel bir ortamdır.

Menkul Kıymetler Borsaları Sermaye Piyasasının bir bölümüdür ve kapsam olarak ondan daha dardır. Sermaye piyasası; birincil piyasa ve ikinci piyasa diye iki bölümden oluşur. Birincil piyasada ihraç edilen menkul kıymetler karşılığında uzun vadeli fonlar sanayi kuruluşlarına aktarılır. İkincil piyasada ise; daha önceden ihraç edilmiş menkuller el değiştirir. İkincil piyasa menkul kıymetlerin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratır ve gelişmesini sağlar. İkincil Piyasanın en iyi örgütlenmiş biçimi menkul kıymetler borsalarıdır.[49] İkincil piyasada el değiştiren menkul kıymetler, ait oldukları anonim şirketlerden soyut olarak, bir sermaye transferine yol açtığı düşünülmeksizin bir mal gibi alınıp satılır. Bu alım satımlardan menkul kıymeti ihraç etmiş olan anonim şirketlere doğrudan taze para akımı gerçekleşmez. Bu alım satımlar artık spekülatif amaçla, menkul kıymetlerin fiyat farklarından yararlanmak üzere, bireyler veya kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlemlerden oluşmaktadır. Bununla birlikte menkul kıymetler borsalarında birincil piyasa işlemi de zaman zaman yapılmaktadır. Menkul Kıymetler Borsalarının en önemli özelliği, borç verenlerle borç alanların tekliflerini doğrudan doğruya karşı karşıya getirmesidir. Menkul Kıymetler Borsalarında şeffaf bir ortamda ve standart yöntemlerle fon akışı sağlandığından yatırımcılar çok kolay ve ucuz bir şekilde risk alabilmektedirler. Yatırımcıların kolaylıkla risk alabilmeleri ekonomilerin gelişmesi için en temel koşuldur. [50]

---

[49] SEYİDOĞLU, Halil; **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, 2.Baskı, Kurtiş Matbaası, İstanbul-1999, s.395-396.

[50] KARAN, Mehmet Baha,; **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Birinci Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara-2001, s.33.

Standart nitelik taşıyan bazı mal ve hizmetlerin alım ve satımının belli bir düzen ve disiplin içinde gerçekleştirildiği organize pazar anlamını içeren borsaların kuruluşu çok eski yıllara uzanmaktadır.

Roma Devleti döneminde her şehrin tüccarları tarafından kurulan "Loggia" Loca (Oda)lar zamanla örgütlenerek borsaların çekirdeğini oluşturmuştur. İlk borsa kıymetli maden alım ve satımı işlevine yönelik olarak kurulmuştur. Pusulanın icadıyla birlikte dünya ticaretine denizaşırı ülkelerin de katılımıyla oluşan genişleme ve büyüme, ticaret merkezlerini gündeme getirmiştir. Bu merkezlerdeki ticari faaliyetler aracıların rolünü arttırmıştır. O yıllarda Hollanda, bugün ise Belçika sınırları içinde yer alan Anvers kentinde yaşayan Yahudiler para işlemleri ile uğraşmayı meslek haline getirmişlerdi. Borsa sözcüğünün bu kentte yaşayan "Van Der Burse" ailesinin adından geldiği sanılmaktadır.

Menkul Kıymet alım-satımları anılan yıllarda muhtelif şehirlerin ana arterlerindeki yol kavşakları, kahveler ve bazı sokakların başlarında yapılmış, bu durum bazı işlemlerde hileli satışlar nedeniyle halkın tepkisini çekmiştir. Kamu otoriteleri tarafından faaliyetlerin durdurulması veya yasaklamalar sadece buluşma yerlerinin değişmesine yol açmıştır. Ekonominin gereği ve ticaretin artması işlemleri yoğunlaştırmıştır.

Avrupa'da ilk resmi borsa faaliyeti 1478 yılında Anvers şehrinde gerçekleşmiş, daha sonra Armsterdam Borsası bunun yerini almıştır. 16. yy'da Paris, 17. yy'da Berlin ve Basel, 18. yy'da Viyana, New York, 19. yy'da ise Brüksel, Roma, Milano, Madrid, İstanbul ve Tokyo Borsaları kurulmuştur.

1760 yılında kaba davranışları nedeniyle Kraliyet Borsası'ndan kovulan 150 komisyoncu, Jonathan's Coffee House'da hisse senedi alıp satmak için bir araya geldikleri bir klüp kurmuşlardır. 1773 yılında yapılan oylama sonucu klüpün üyeleri bu yerin ismini Stock Exchange olarak değiştirmişlerdir. Bu, komisyoncuların bir

araya gelerek hisse senedi pazarında işlem yapmaya ilişkin kuralları belirlemek için oluşturdukları ilk organizasyondu. [51]

Anonim şirketlerin kuruluşu ve gelişimi ile birlikte 19. yüzyıl, borsa işlemleri için altın dönem olmuştur. Kuruluşlarından itibaren ekonomide önemli işlevler üstlenen anonim şirketler, kaynaklarını değerli kâğıt çıkartarak halkın tasarruf birikimlerinden yarar sağlama yolunu seçerek borsanın gelişmesine yol açmışlardır.

1929 yılında yaşanan dünya ekonomik krizi borsalar üzerinde de olumsuz etkilerini derhal göstermiştir. 1000'den fazla banka ile çok sayıda anonim şirketin iflas etmesi borsalara olan güvenin sarsılmasını gündeme getirmiştir. Yönetenler borsaların ekonomik işlevini yeniden kazanması için yoğun çaba sarf etmişlerdir. Yapılan yasal düzenlemeler ve teşviklerle borsalar, ekonomik etkinliklerini 1960'lı yıllardan sonra kazanmaya başlamışlardır.[52]

Günümüzde dünyada başta New York, Londra, Tokyo borsaları olmak üzere bir çok büyük borsa mevcuttur. Bunlar içinde hem en büyük hem en ünlülerinden birisi New York'un iş merkezi olan Wall Street üzerinde bulunan New York Menkul Kıymetler Borsası'dır.

Günümüzde uluslararası menkul kıymet ticareti son derece gelişmiş ve çok boyutlu hale gelmiştir. Bu çok boyutluluk içinde gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin yüksek getiri sağlayan "emergency market" adı verilen borsaları büyük bir gelişme içindedir.[53] Bu gelişmelerin arkasında dünya pazarlarının globalleşmesi, iletişim olanaklarının artması, bilgisayar teknolojisinin gelişmesi, ve bir çok ülkede finansal kurumların pazara girmelerinin kolaylaştırılması ve doğrudan finanslama olanaklarının artması vardır. Bu faktörler sermaye pazarlarının performansını arttırarak geniş halk yığınlarını menkul kıymetler borsalarında yatırım

---

[51] AYYILDIZ, Musa; **Menkul Kıymet Borsalarının Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşmeleri ve Türkiye İçin Öneriler**, Sermaye Piyasası Kurulu Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi Yeterlik Etüdü, Ankara-2000, s.7.

[52] İzmir Ticaret Odası; **Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsaları (Ege Bölgesinin Potansiyeli)**, Yayın No:22, İzmir 1995, s.1-2.

[53] PARASIZ, İlker; YILDIRIM, Kemal; a.g.e., s.251.

yapmaya yöneltmiştir. 1969-1990 döneminde hisse senedi piyasası 300 milyar dolardan 5.5 trilyon dolara ulaşmış, New York Borsası'nın işlem hacmi 1974'e göre 7 kat, Tokyo Borsası'nın işlem hacmi 1982 yılına oranla 12 kat, Frankfurt 14, Londra ise 32 kat artmıştır. [54]

1.3.1.2.Menkul Kıymetler Borsalarının İşlevleri

Menkul Kıymetler Borsalarının işlevleri 8 madde halinde özetlenebilir: [55]

- Alım-satım kurallarını koymak ve bunları değiştirmek,
- Karşı tarafın ödememe riskine karşı koruma,
- İfa (settlement) sürecini sağlamak,
- Kalabalıkları cezbetmek,
- Objektif bir raporlama mekanizmasını desteklemek,
- Pazarı geliştirmek,
- Üyelerinin pazarı geliştirme ve desteklemeleri için müşevvikler yaratmak,
- Yeni teknolojiyi adapte etmek.

1.3.1.3. Menkul Kıymetler Borsalarının Sosyal ve Ekonomik Etkileri

Menkul Kıymetler Borsalarının sosyal ve ekonomik etkileri aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

- Menkul kıymetler borsaları, menkul kıymetler için devamlı bir pazar oluştururlar. Belirli bir finansal varlık sık sık el değiştirebiliyorsa, istem ve sunu fiyatları arasında çok küçük bir marj oluşuyorsa, alım ve satım işlemleri hızla sonuçlanıyorsa ve işlemler arasında çok düşük fiyat farklılıkları ortaya çıkıyorsa, bu finansal varlık için devamlı bir pazar var demektir. Böyle bir finansal varlığın sermaye pazarında sağlam bir istemi olacaktır. Bu istemin varlığı ve devamlılığı ise finansal varlığı sağlam bir yatırım aracı haline getirir. Böylelikle, Menkul kıymetler

[54] KARAN, Mehmet Baha; a.g.e., s.33.
[55] KARACAN,Ali İhsan; **Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinde Yeniden Yapılandırılmaları**, TSPAKB, İstanbul, 10 Nisan 2003, s.23.

borsaları, devamlı pazar oluşturarak yatırımcılara, finansal varlık sunan firmalara ve genel olarak sermaye pazarına önemli bir hizmette bulunurlar. [56]

- Menkul Kıymet Borsaları, menkul kıymetlerin anında paraya dönüşmesi yani, likit hale gelmesinde aracılık rolünü üstlenmektedir. Bu özelliği, pazarda işlem yapan bütün katılımcılara yarar sağlar. Şöyle ki, Menkul Kıymet Borsaları fon ihtiyacı olanları finanse eder, fon fazlası olanların bu fonlarını etkin ve hızlı bir şekilde değerlendirerek yatırıma dönüştürülmesine olanak sağlarken, tasarrufların hareket kazanmasına neden olur.

- Çıkardıkları menkul kıymetleri menkul kıymet borsalarına kote ettiren şirketler, ulusal ve uluslararası düzeyde tanınma imkanı elde ederler. Şirketlerin kendi alanında başarılı olması halinde, pazarın bu ortamından yararlanarak çıkarttıkları menkul kıymetleri kolaylıkla pazarlama imkanı elde ederler. Şirketlerin hisse senetlerini alan yatırımcılar da sınai mülkiyetin tabana yayılmasını sağlarken, sermaye artımı nedeniyle ortak sayısının artmasını ve mülkiyetin tabana yayılmasını hızlandırırlar.

- Menkul Kıymet Borsalarında yüzlerce hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetler işlem görmekte ve bunlara ait fiyat oluşumları hemen yayınlanmaktadır. Borsada menkul kıymetleri bulunan şirketler, ulusal ve uluslararası düzeyde katılımcılar tarafından sürekli sınav ve değerlendirmeye tabi tutulur. Bu sıkı takip nedeniyle mikro bazda ülkenin barometresi görevini görürler. Bir şirketin menkul kıymetlerinin borsada değer kazanması veya kaybetmesi, şirket performans ve güvenilirliğinin en iyi göstergesidir. Ayrıca şirketler arasında karşılaştırma olanağı sağlar. Hisse senetlerinin ortalama performansını gösteren endeks ise, ülkenin genel ekonomik durumu hakkında bilgi verir. Bu endeks sayesinde geleceğe yönelik tahminler yapılabilir.

- Menkul kıymet borsalarında fon temin edenlerle fon talebinde bulunan bütün alıcı ve satıcıların aynı mekan içinde karşılaşması, menkul kıymetlerin tek bir alış ve

[56] SARIKAMIŞ, Cevat; **Sermaye Pazarları**, Fatih Matbaası, İstanbul-1980, s.96.

satış fiyatının oluşmasını sağlar. Dolayısıyla menkul kıymet borsaları tam rekabetin geçerli olduğu, tek fiyatın oluşmasını sağlayan pazarlardır.

- Bir şirketin menkul kıymetlerinin borsaya kote edilmiş olması, her ne kadar o şirketin geleceği hakkında bir garanti vermiyorsa da, şirketlerin kote dahilinde tutuldukları süre içerisinde belli standartlara ulaştıklarını ve denetime tabi tutulduklarını göstermektedir. Menkul kıymet borsaları yapılan düzenlemeler ile pazarda oluşabilecek aşırı oynamalar ve suni hareketleri engellemeye çalışır. Bu faaliyetleri ile menkul kıymet borsaları alım satım yapanlar için uygun ortam yaratabileceğinin garantisini vererek, güvence görevini yerine getirir.

- Menkul kıymet borsaları sanayiciler ile küçük tasarruf sahipleri arasında köprü görevini üstlenir. Uzun vadeli yatırımın sistemli hale geldiği pazarlarda menkul kıymet borsaları, şirket sahipleri ile küçük tasarruf sahipleri (halk) arasında bağ kurarak olabilecek sınıf çatışmalarını en aza indirger ve toplumsal uzlaşmayı sağlama görevini yerine getirir.

- İstenen düzeyde örgütlenmiş, alt yapısı tamamlanmış, görevlerini bütünüyle yerine getirebilen menkul kıymet borsalarının bulunduğu ülkelerde, şirketler halka açılmak suretiyle, düşük ve/veya sıfır maliyetle fon ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Düşük maliyetle temin edilen fonlar ile üretim maliyeti düşer. Üretilen mal ve /veya hizmetlerin fiyatı düşerken, şirketler daha fazla rekabet edebilir duruma gelir. Böylece, bu olumlu gelişmeler, şirketlerin büyümesini ve yaygınlaşmasını sağlar. [57]

1.3.1.4.Menkul Kıymetler Borsalarının Türleri

Genel olarak borsalar Gelişmiş Borsalar ve Gelişmekte Olan Borsalar (Emerging Stock Markets) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Dünya bankası tanımına göre kişi başına GSMH'sı 9656 Dolar'dan fazla olan sanayileşmiş ülkelerde faaliyet gösteren ülkelerdeki borsalara Gelişmiş Borsalar, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet

[57] KONDAK, Nuray; **Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş**, Kardeşler Matbaası, İstanbul-1999, s.50-52.

gösteren borsalara ise Gelişmekte Olan Borsalar denilmektedir.[58] Daha ayrıntılı olarak ise Menkul Kıymetler Borsalarını işlem hacimleri ve gelişmişlik derecelerine göre beş sınıfta incelemek mümkündür.

Süper Borsalar: Çok büyük iş hacmine sahip olan borsalar bu grupta yer almaktadırlar. Dünya borsaları içinde işlem hacminin yüzde altmışı bu borsalarda gerçekleşmektedir. New York, Tokyo ve Londra borsaları bu kategoriye girmektedir. Çalışma sistemleri ileri derecede kompüterize edilmiştir.

Büyük Borsalar: Amerikan Borsası, Şikago Borsası, Pasifik Borsası, Hong Kong Borsası, Paris Borsası, Milano Borsası, Frankfurt Borsası ve Amsterdam Borsası işlem hacimleri ve çalışma esasları açısından büyük borsalar sınıfında yer almaktadır.

Orta Büyüklükte Borsalar: Amerika'da Boston, Cincinati ve Philadelphia borsaları da işlem hacmine göre yapılan değerlendirmeler sonucu bu sınıfa girmektedir. Avrupa'da ise Frankfurt dışındaki Alman borsaları; Dusseldorf, Berlin, Hamburg ve Münih, İspanya'da Madrid ve Barselona, Belçika'da Brüksel, Portekiz'de Lizbon, Hollanda'da Kopenhag, İsviçre'de Stokholm Borsaları bu tür borsalardandır.

Küçük Borsalar: Dünyanın muhtelif ülkelerindeki küçük borsalara; İstanbul, Atina, Tel Aviv, Amman, Viyana, Helsinki, Oslo, Tayland v.s. gibi borsalar girmektedir.

Bölgesel Borsalar: Dünyanın çeşitli yerlerinde mahalli şirketlerin hisse senetlerinin işlemlerinin yapıldığı bölgesel borsalar bulunmaktadır. İngiltere ve Fransa'da borsaya giren yeni şirketler önce bulundukları yerlerdeki bölge borsalarında işlem görmektedirler. Bir anlamda şube niteliğinde hizmet veren bölgesel borsalar, içinde yaşadığımız elektronik çağın modern araçlarının devreye girmesi sonucu önemini kaybetmeye başlamışlardır. [59]

---

[58] KARAN, Mehmet Baha; a.g.e., s.34-35.
[59] İzmir Ticaret Odası; **Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsaları (Ege Bölgesinin Potansiyeli)**, a.g.e., s.3.

Menkul Kıymetler Borsaları kuruluşlarındaki yasal özellikleri açısından ise başlıca dört ana gruba ayrılmaktadır.[60]

Devlet Borsaları: Genellikle bir kanunla kurulmakta ve borsanın yönetimi resmi aracıların oluşturduğu kurallara bırakılmaktadır. Kıta Avrupa'sındaki menkul kıymetler borsaları bu tipin örnekleri olarak gösterilir.

Özel Borsalar: Menkul kıymetler borsalarının üyeleri tarafından kurulan, şekli ile bir anonim şirket statüsünde olup, kâr amacı olmayan ve esas itibariyle bir mesleki kuruluş niteliğinde bulunan borsalardır. Bütün Anglo-Sakson ülkelerindeki menkul kıymetler borsaları bu türün örnekleri sayılabilir. Ancak hükümetler sonradan çıkardıkları kanun veya kararname gibi yasal belgelerle borsalara bir resmiyet kazandırırlar.

Karma Nitelikli Borsalar: Bu tür borsalar, kısmen devlet borsası gibi resmi, kısmen de özel borsalar gibi yarı resmi bir nitelik taşırlar. Örneğin İtalya'daki menkul kıymetler borsası bir kanunla kurulmuş olmasına rağmen, idari açıdan ticaret odasına bağlanmak suretiyle mesleki bir kuruluş hüviyetini almıştır.

Tezgah Üstü Borsalar: Menkul değerlerin alım satımı ile ilgili bütün işlemler sadece devlet, özel veya karma nitelikli menkul kıymet borsalarında gerçekleşmez. Bu nedenle, tezgah üstü menkul kıymet borsaları (Over-the-Counter Markets) doğmuş ve halen işlemlerine devam etmektedir. Tezgah üstü menkul kıymetler borsaları, ilk üç sınıfa dahil menkul kıymetler borsaları dışında, işlemlerin gayri resmi ve çok esnek koşullar altında gerçekleştiği borsalardır. Örneğin, gelişmiş finansal pazarlara sahip ABD'de tezgah üstü menkul kıymetler borsaları çok yaygın olup, işlem hacmi çok büyük rakamlara ulaşmıştır.

[60] PARASIZ, İlker; a.g.e., s.99-100.

1.3.2.Dünya Borsalarından Örnekler

Aşağıdaki tabloda verilmiş olan NYSE, Nasdaq, Almanya, Euronext, Londra ve Tokyo Borsaları dünyanın en büyük ve önemli borsaları arasındadır.

Tablo 1: Dünya Borsalarından Örnekler

Mayıs 2004 itibariyle	İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı	Hisse Senetlerinin Toplam Piyasa Değeri (Milyon$)	2004 Yılı Kümülatif İşlem Hacmi (Milyon $)	
			Hisse Senetleri	Tahviller
NYSE	2.283	11.264.618,1	4.937.771,7	559,5
Nasdaq	RMD	RMD	RMD	RMD
Almanya	847	1.020.973,3	715.913,6	179.598,5
Euronext	RMD	2.014.551,2	1.094.360,6	11.380,5
Londra	2.711	2.474.396,6	2.216.380,1	1.137.655
Tokyo	2.251	3.220.377,0	1.445.441,7	3.622,2

RMD: Rakam Mevcut Değil
Kaynak: İMKB Aylık Bülten, Mayıs 2004.

1.3.2.1. New York Borsası (NYSE:New York Stock Exchange)

NYSE, dünyadaki en büyük borsadır. 1792'de kurulmuş, 1863'de bugünkü binasına taşınarak NYSE adını almıştır.

Düzenli bir örgütü ve çok sayıda çalışanı bulunan NYSE'in kuruluş amacı simsar niteliği bulunan üyelerine bürolar bulup çalışma kolaylığı sağlamaktır.

New York Borsası'nda devamlı piyasa 1871 yılında oluşturulmuş ve 1903'de Wall-Street'deki şimdiki merkezine taşınmıştır. 1920 yılında da Hisse Senedi Takas Şirketi (Stock Clearing Corporation) kurulmuştur. [61]

Otonom bir kuruluş niteliğinde olan NYSE, borsa üyeleri tarafından seçilen ve 27 üyeden oluşan Yönetim Kurulu tarafından yönetilmektedir. Borsa yönetim kurulu bir taraftan üye firmaları temsil ederken, diğer taraftan da kamuyu temsil etmekte ve borsa ile ilgili disiplin uygulamalarına, yeni şirketlerin borsaya kotasyonuna ve borsanın sağlıklı bir şekilde çalışmasına yönelik kararlar almaktadır.

[61] TANER, Berna; POLAT, Lale; **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, İzmir-1992, s.91.

Alınan kararlar kesin olup itiraz edilemez. Ayrıca borsanın alt birimlerini gözetim altında tutmak amacıyla alt komisyonlar kurulur. Yönetim Komitesi, Üye Kabul Komitesi, Hakem Komitesi gibi. Hakem Komitesi üyeler arasında çıkan anlaşmazlıkların çözümüne yardımcı olurken, yeni müracaatlar üye kabul komitesinde incelenir. Belirlenen düzenlemeler dışında yapılan bütün işlemler hileli işlem sayılıp, bu işlemleri gerçekleştiren borsa üyesinin üyeliği derhal düşürülür.

New York Borsasının ana işlem yeri bir futbol sahası kadar büyük olup, onun çevresinde aracı kurumların büroları, haberleşme araç ve merkezleri ile diğer salonları bulunmaktadır. Borsada 2300'ü aşan sayıda şirket işlem görmektedir. ABD'de pazarının %85'i NYSE'de işlem görmektedir.

NYSE menkul kıymetlerini borsaya kote ettirmek isteyen anonim ortaklıkların, Borsa Yönetim Kurulunca belirlenen koşulları yerine getirmesinin yanısıra, ortaklıklarla ilgili bilgilerin yayınlanmasını da istemektedir.

Kota için aranan genel kriterler şunlardır:[62]

* Ortaklığın aktif varlığının ve kazanç gücünün bulunması,
* Faaliyet alanının ulusal çıkarlara uygun olması,
* Kuruluşun sektör içindeki payı, konumu ve istikrarı,
* Ortaklığın Borsanın saptayacağı biçimde bağımsız muhasebecilerce denetlenmiş bilanço ve gelir tablolarının periyodik olarak yayınlanması,
* Her pay sahibine kurum yönetiminde makul derecede söz hakkı tanınması,
* Geçen yıl vergiden önceki karın en az 2,5 milyon dolar olması,
* Önceki iki yılda vergiden önceki karın en az 2 milyon dolar olması,
* Net fiziksel varlıkların en az 16 milyon dolar olması,
* Hisse senetlerinin toplam Pazar değerinin en az 16 milyon dolar olması,
* Halkın elinde en az 1 milyon adet hisse senedinin olması,
* 100 veya daha fazla hisse senedi olan kişi veya kurumların sayısının 200'den fazla olması.

---

[62] KARAN, Mehmet Baha; a.g.e., s.36.

Bu koşullara uymayan şirketler borsa kotundan çıkarılmaktadır.

NYSE'nin gerçek kişilerden oluşan 1375 üyesi bulunmaktadır. Üyeler, yatırım bankalarını ve tüzel kişiler olan diğer kuruluşları borsada temsil edebilir. Borsa üyeliğinin diğer bir ismi de "sandalye" olarak adlandırılır. Borsa sandalyesinin bir fiyatı vardır. Üyelikten ayrılanlar bu sandalyeyi satarlar.

Menkul Kıymetler Borsasında işlem görecek hisse senetleri ilk aşamada borsa dışı işlemler piyasasında işleme tabi olmaktadır. Bu aşamadan sonra NYSE'e veya diğer Amerikan borsalarına girmektedirler. [63]

1.3.2.2. NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quotation)

ABD'de NYSE'nin en önemli rakibi tezgah üstü bir menkul kıymet borsası olan NASDAQ'dır. İşlem hacmi son yıllarda NYSE'ye yetişmiştir.

Aracı kurum ve dealerlerin bilgisayar ve telefon sistemleri üzerine organize olarak kurdukları bir pazar olan ve tezgahüstü borsaların en önemlisi olan NASDAQ, Amerikan Menkul Kıymet Dealerleri Derneği (National Association of Security Dealers (NASD)) tarafından kurulmuştur. Genellikle teknoloji firmalarının işlem gördüğü bu borsanın en önemli şirketleri arasında Microsoft, Intel, Apple, Computer, Sun Microsystems gibi kuruluşlar vardır. 5000'den fazla firma bu pazarda işlem görmektedir. Sisteme alıcı ve satıcı olarak giren aracı kurumların verdikleri fiyatlar, bilgisayar sistemi tarafından eşleştirilmektedir.

NASDAQ Borsasının kotasyon kriterleri şunlardır:[64]

* Vergiden önceki karın en az 750.000 dolar olması,
* Özsermayesinin en az 2 milyon dolar olması,

---

[63] İzmir Ticaret Odası, **Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsaları (Ege Bölgesinin Potansiyeli)**, a.g.e., s.4.
[64] KARAN, Mehmet Baha; a.g.e., s.36

* Hisse senetlerinin toplam Pazar değerinin en az 3 milyon dolar olması,
* Halka açık hisse sayısının en az 500.000 adet olması,
* Hisse senedi fiyatının en az 5 dolar olması,
* Toplam varlıklarının en az 4 milyon dolar olması.

Görüldüğü gibi OTC olarak çalışan NASDAQ'daki kotasyon koşulları, NYSE'den daha rahattır.

1.3.2.3.Tokyo Menkul Kıymetler Borsası (TSE:Tokyo Stock Exchange)

Japon firmalarının dünya ticaretindeki etkinlikleri, Tokyo Borsasının dünya mali piyasaları içinde ön plana çıkmasına neden olmuştur. Halkın tasarruf eğiliminin fazla olmasıyla birlikte finansal kuruluşların da son derece modern yapıya sahip bulunması, Japonya'da borsaların gelişmesinde diğer etkenler olarak tespit edilmektedir. Japonya'daki Menkul Kıymetler Borsaları içinde birinci sırada bulunan Tokyo Borsasında, ülkedeki işlemlerin yüzde 80'inden fazlası gerçekleşmektedir.

1870'lerde başlayan tahvil-bono işlemlerini organize bir piyasada yürütmek için 1878 yılında Tokyo Borsası A.Ş. bir kamu şirketi olarak kurulmuştur. 1943 yılında Japonya'daki 11 yerel borsanın birleşmesiyle Japonya Borsası A.Ş. adında yarı-kamu nitelikli bir şirket olarak yeniden yapılanmıştır.

İkinci Dünya Savaşı süresince kapalı kalan borsa, 1949 yılında 8 ayrı yerel borsanın üye sahipli yapılar olarak kurulmasıyla yeniden faaliyete geçmiştir. Bu borsalardan bir kısmı daha sonra Tokyo Borsası ile birleşmiştir. Şu an Japonya'da faaliyet gösteren 5 menkul kıymet borsası vardır.

2001 yılında Menkul Kıymetler Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle menkul kıymet borsalarının şirket halinde yapılanması serbest bırakılmış, Tokyo Borsası da Genel Kurul'unda 115 üyesinden 98'inin onayı ile şirketleşme kararı almıştır. Kasım 2001'de şirket haline gelen Tokyo Borsası, 2005 yılında halka açılıp kendinde kote olmayı planlamaktadır.

Şirketleşme aşamasında nominal değeri 5.000 Yen olan 2.300.000 adet hisse senedi ihraç edilerek Tokyo Borsası'nın ödenmiş sermayesi 11,5 milyar Yen (~87 milyon $) olarak belirlenmiştir. Hisse senetleri o zamanki 115 üyenin her birine 20.000 adet olmak üzere tanesi 10.000 Yen (~75 $) karşılığı satılmıştır. Üye başına yaklaşık 1,5 milyon $ ödenmiştir. Tokyo Borsası'nın üyelere satış bedeli ise 173,5 milyon $ olarak oluşmuştur.

Hisse devirleri Yönetim Kurulu'nun onayına tabidir. Şirket halka açılacağı zaman hisse senedi devirleri için esas sözleşme değişikliği yapması gerekmektedir.

Tokyo Borsası A.Ş.'nin 11 kişilik bir Yönetim Kurulu bulunmaktadır. Genel Müdür aynı zamanda Yönetim Kurulu Başkanıdır. Yönetim Kurulu Genel Kurul'da ortaklar tarafından seçilmektedir. Yönetim Kurulu'nun 5 üyesi İcracı Üye statüsündedir. Borsanın günlük işleri ile ilgilidirler. Kalan 6 üyenin 3'ü aracı kurumlardan, 2'si halka açık şirketlerden, 1'i ise akademisyenlerden seçilmektedir.

Tokyo Borsası'nın birincil ve ikincil piyasalarda düzenleme ve denetleme yetkileri kendisinde kalmıştır.[65]

Tokyo Borsası, Uzakdoğu'nun en büyük hisse senetleri piyasasıdır. Bu borsada Saitori adı verilen kişiler emirlerin gerçekleşmesi için çaba gösterirler. Bu özellikleri NYSE'nin uzmanlarına benzemekle beraber, saitorilerin borsanın günlük öngörülen fiyat değişimleri üzerinde aşırı fiyat değişimi yapmasını engellemek amacı ile belirli görevleri de vardır. Ayrıca bu kişilerin kendi nam ve hesaplarına işlem yapmamaları onları ABD borsalarındaki uzman ve dealerlerden ayırmaktadır.

Tokyo Borsası'nda pazara likidite sağlayacak bir tür dealerlik sistemi yoktur. Pazara likidite yalnız yatırımcıların alım ve satımlarından sağlanmaktadır. Ancak emirlerin uyumsuzluğu nedeniyle aşırı fiyat değişimlerinin olması halinde saitoriler araya girerek işlemleri durdurur ve yatırımların pazarın daha zayıf olduğu yerlerine yönelmesi için çaba sarf ederler.

---

[65] TSPAKB, İMKB Özelleşmesi Çalışma Grubu; **İMKB Özelleşmesi Hakkında Rapor**,Haziran 2003, s.26-27, http://www.tspakb.org.tr/docs/imkb_ozellesme_raporu.pdf, Erişim:12.02.2004

Tokyo Borsasında hisse senetleri, özel sektör tahvilleri, kamu tahvilleri ve kamu menkul kıymetleri kote ettirilmektedir. Belli standartlar dahilinde yapılan kotasyon işlemlerinde; şirketin ödenmiş sermayesi, hisse senedinin nominal değeri, vergi öncesi son üç yıla ait gelirler ile en son yıla ve son iki yıla ait hisse başına gelirleri kapsayan asgari kantitatif şartlar aranmaktadır.

Şirketlerin son mali yıl taahhütlerini nakit olarak ödemiş olmaları zorunlu olup kotasyon sonrası her hisse başına 5 Yen kâr dağıtması gerekmektedir.[66]

1.3.2.4.Londra Borsası

Londra Borsası dünyanın iki önemli borsası olan NYSE ile Tokyo Borsası arasında yer almakta ve Avrupa'nın en önemli menkul kıymet piyasası olma özelliğine sahip olmaktadır. Coğrafi yeri itibariyle Londra Borsası işlem günü, sabah saatlerinde Tokyo Borsası, öğleden sonra ise NYSE'nin işlem saatleri ile kesişir.

Londra Borsasının işlemlere başlama tarihi kesin olarak bilinmemekle birlikte 1770 yılında bir kahvehanenin üzerine borsa anlamına gelen "The Stock Exchange" yazılı tabela asıldığı ve içeri girişin de ücretli olduğu belirlenmiştir. 1801 yılında temeli atılan Londra Borsası 1802 yılında tamamlanmış ve 1875 yılında da yasal prosedürü bitmiştir.

Londra Borsası bir anonim şirket olarak kurulmuş bağımsız bir organizasyondur. Londra Borsası'nın özellikle büyük yatırımcılara cazip gelen en önemli özelliği, işlemler tamamlanmadan işlemlerle ilgili kayıtların yayımlanmamasıdır. Böylece bir yatırımcı işlemini tamamlamadan diğer borsa üyelerinin veya yatırımcılarının bu işlemi izlemesi yada araya girmesi mümkün olmamaktadır. Bu özellik çok büyük tutarlarda işlem yapan yatırımcılara kolaylık sağlamaktadır. [67]

---

[66] İzmir Ticaret Odası, **Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsaları (Ege Bölgesinin Potansiyeli)**, a.g.e., s.5.
[67] KARAN, Mehmet Baha; a.g.e., s.39.

1986 yılı Londra Borsası için dönüm noktası olmuştur. Anılan yılda borsa sistemine getirilen ve "Big-Bang" olarak isimlendirilen uygulama ile Londra Borsasının yapısı ve sistemi değiştirilerek, dünya borsa sistemleri arasında kendine önemli bir avantaj sağlamıştır. Bu sistem ile Borsa'da işlem yapabilme hakkı, yerli aracı kurumların yanısıra tamamen yabancı aracı kurumlara da tanınmış ve komisyon oranları ayrımı kaldırılmıştır.

1986 yılında tamamı üyeler tarafından sahip olunan kâr amacı gütmeyen bir şirket iken 2000 yılında Genel Kurul kararı ile kâr amacı güden bir şirket haline gelmiştir. Ortaklık yapısı değişmemiş, ancak pay sahipliği %4,9 ile sınırlandırılmıştır. 2001 yılında halka açılan ve kendine kote olan Londra Borsası'nda halka arz öncesinde ortaklık sınırlamaları kaldırılmıştır. 12 kişiden oluşan Yönetim Kurulu ortaklar tarafından seçilmektedir. Kâr amaçlı şirket haline gelirken birincil piyasa ile ilgili düzenleme yetkilerini Finansal Hizmetler Otoritesi'ne devretmiştir. İkincil piyasa ile ilgili düzenleme yetkileri kendisinde kalmıştır.[68]

Londra Borsasında yerli, yabancı ve Euro hisse senetleri, özel sektör tahvilleri, kamu menkul kıymetleri ve diğer menkul kıymetler kote edilmek suretiyle işlem görmektedir.

Bu yatırım araçlarında Tokyo Borsasında olduğu gibi asgari kantitatif şartlar aranmaktadır.[69]

İşleyiş itibari ile NASDAQ Borsası'na benzeyen Londra Borsası'nda aracı kurumlar alım ve satım fiyatlarını borsanın bilgisayar sistemine girerler. Bilgisayar sistemi en yüksek alış fiyatları ile en düşük satış fiyatlarını eşleştirerek fiyatların oluşmasını sağlar.

---

[68] TSPAKB Aylık Bülteni, Sayı 6, Şubat 2003, s.12.
[69] İzmir Ticaret Odası, **Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsaları (Ege Bölgesinin Potansiyeli)**, a.g.e., s.6.

1.3.2.5.Euronext

22 Eylül 2000 tarihinde Paris, Amsterdam ve Brüksel borsaları, Amsterdam'da birleşerek "Euronext" adı altında dünyanın beşinci büyük borsasını oluşturmuşlardır. Euronext 2.420 milyar Amerikan doları tutarında sermayeye ve 1.300'den fazla kayıtlı şirkete sahiptir. Euronext'in başkanlığını, Paris borsa başkanı yürütmektedir. Yapılan işbölümüne göre, Paris en fazla kazandıran kuruluşlardan, Amsterdam yan kuruluşlardan ve Brüksel de küçük ve orta boyutlu şirketlerden sorumludur.

Euronext'in kurulmasındaki en önemli neden, katılımcı borsaların güç birliğine giderek özellikle Frankfurt Borsası karşısındaki rekabet güçlerini artırmaktır.

Euronext, Hollanda hukukuna tabidir. Bu borsanın, on iki kişiden oluşan denetim kurulu başkanlığına Hollandalı bir yetkili, üç kişilik yönetim kurulu başkanlığına da Paris Borsası Başkanı getirilmiştir.

Euronext'in toplam piyasa değeri yaklaşık 2.4 trilyon Euro'dur.

1.3.2.6.Deutsche Bürse (Frankfurt Borsası)

1180 yılında Frankfurt'ta ilk para basıldıktan sonra, Frankfurt Borsası 1585 yılında döviz işlemlerinin başlaması ile üyeler tarafından kurulmuştur. Frankfurt Borsası kuruluş yıllarında dünyanın en önemli borsası haline gelmiş, Londra, New York ve Tokyo borsalarının önüne geçmiştir. Ancak I. ve II. Dünya Savaşları ve sonuçları Frankfurt Menkul Kıymetler Borsasına ağır darbe indirmiş, anılan dönemlerde Almanya'nın uluslararası ilişkilerindeki bozulmalar nedeniyle zaman zaman faaliyetine ara vermiştir.

1808 yılında, gene borsa üyeleri tarafından kurulmuş olan Ticaret Odası çatısı altına alınmış ve kamu kurumu haline getirilmiştir. 1993 yılında ise kamu kurumu halinde iken Deutsche Börse AG'ye devredilmiştir. Deutsche Börse AG, Frankfurt

Borsası'nın düzgün ve güvenli işlemesini sağlayacak bir garantör görevi görmektedir.

Deutsche Börse AG 1990 yılında, bankalar, aracı kurumlar, yerel borsalar, yabancı bankalar ve diğer finans kurumlarından oluşan 328 kurum ortaklığında kurulmuştur. Para, menkul kıymet, türev piyasaları işletmekte, takas hizmeti vermekte, veri satışı ve dağıtımı yapmakta, elektronik işlem altyapıları kurup geliştirmekte ve bilgi teknolojileri konusunda hizmetler vermektedir. Bu işlemleri ayrı şirketler veya bölümler vasıtası ile yaptığından bir holding şirketi gibi çalışmaktadır.

Deutsche Börse AG, 2001 yılında ortaklarının kararı ile halka açılmış ve kendi bünyesindeki Frankfurt Hisse Senedi Borsasına kote olmuştur. 25 Haziran 2001'de 33,5 €'dan halka arz edilen hisseler (şirket değeri 3,44 milyar €) 25 Haziran 2003 günü 45,8 €'dan (şirket değeri 4,7 milyar €) kapanmıştır. Halka arzdan sonraki 2 yıllık bir dönemde, Deutsche Börse'nin getirisi %37 iken, aynı dönemde DAX Endeksi %52 değer kaybetmiştir.

Deutsche Börse AG'nin ve Frankfurt Menkul Kıymetler Borsası'nın yönetimi ayrıdır. Deutsche Börse AG'nin Yönetim Kurulu 21 kişiden oluşmakta, 14 üye ortaklar tarafından, 7 üye borsa çalışanları tarafından seçilmektedir.

Frankfurt Borsasının en üst karar organı Borsa Konseyi'dir. Borsa Konseyi en fazla 24 kişiden oluşabilmektedir. Bunlardan 11 üye kredi veren kurumlardan, 1 üye bağımsız yatırım şirketlerinden, 2 üye borsaya kote sigorta şirketlerinden, 1 üye 2.000'den az personele sahip borsaya kote şirketlerden, 3 üye diğer kote şirketlerden, 2 üye aracı kurumlardan, 2 üye diğer finansal hizmet veren kurumlardan, 2 üye yatırımcılardan seçilmektedir.

Konsey borsanın işleyişi, hizmet fiyatlandırması ve ikincil piyasa konusunda düzenlemeler yapmakta, borsa yönetimini belirlemektedir.

Konseyin haricinde kurulmuş olan Piyasa Gözetim Komitesi, Alman Federal Menkul Kıymet Denetim Kurulu, Eyalet Borsa Denetim Kurulu ve Frankfurt Borsası iç denetim ve gözetim bölümlerinin temsilcilerinden oluşmaktadır. Komite, borsanın düzenlemelerinin uygulanmasını, borsa işlemlerini, insider trading benzeri piyasa bozucu hareketleri ve kamuyu aydınlatma ilkelerine uyumunu denetlemektedir.

Frankfurt Borsası'nda diğer süper Borsalarda olduğu gibi yerli ve yabancı hisse senetleri, yerli yabancı Euro olmak üzere özel sektör tahvilleri, Devlet Tahvilleri belirlenen asgari kantitatif şartlar çerçevesinde kote edilmektedir.[70]

1.3.3.Finansal Küreselleşmenin Menkul Kıymetler Borsaları Üzerindeki Etkileri

Küreselleşme süreci ile birlikte farklı ülke piyasaları arasında gerçekleşen işlemlerin hızla artması birçok yeniliği de beraberinde getirmiştir. Hisse senetlerinin birden fazla piyasaya kote olabilmesi ve işlem görebilmesi bu yeniliklerden en önemlisidir. Global menkul kıymet işlemleri arasında bir şirketin kendi ülkesinde ihraç ettiği menkul kıymetlerin yabancı bir yatırımcı tarafından satın alınmasının ötesinde son yıllarda bir şirketin yabancı bir ülkede ihraç ettiği menkul kıymetlerin üçüncü bir ülke yatırımcısı tarafından satın alınması eğilimi gözlenmekte ve buna bağlı olarak işlem ve kayda alma konusunda borsalar arasındaki rekabet artmaktadır. Bir borsa sınır ötesine ulaşarak yabancı bir borsadan, farklı işlem ücretleri ve ürünler sunarak, işlem hacmi ve likidite çekebilmektedir. Bu durum, aracılık komisyonunu sabitleştirmeye yatkın "kulüp" esaslı tekelin dağılmasına yol açmaktadır.

Finansın küreselleşmesinin sonucunda, sermayenin dünya üzerinde sürekli hareket etmesi nedeniyle menkul kıymetler borsaları daha dalgalı hale gelmiştir. Bu durum borsalar ve ilgili takas kurumlarında risk yönetiminin önemini arttırmıştır. [71]

Dünya ekonomisinin günümüzde ulaştığı noktada, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine ve sosyo-politik, sosyo-ekonomik özelliklerine bağlı olarak fon fazlası

[70] TSPAKB Aylık Bülteni; a.g.e., s.11-12.
[71] AYYILDIZ, Musa; a.g.e., s.8.

verenler ile fon açığı bulunanlar arasındaki kaynak transferi büyük önem taşımaktadır.

Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde çok çeşitli enstrümanların bulunması, alternatif piyasa mekanizmalarının ve finansman metotlarının cazipliği; gelişmekte olan ülkelerdeki gerek kamu gerekse özel kuruluşların bu ülkelerin kaynaklarına başvurması yolunu ön plana çıkarmıştır.

Diğer yandan, sermaye piyasaları gelişmiş ve ekonomik açıdan ileri düzeylere ulaşmış ülkelerdeki fon sahiplerinin, sermaye piyasası gelişmekte olan ülkelerdeki menkul kıymetlerin ve diğer araçların yüksek risk-getiri olanaklarından yararlanmak ve global portföy yatırımları sayesinde riski dağıtmak istemeleri önemli bir kaynağın gelişmekte olan sermaye piyasalarına yönelmesini sağlamıştır.[72] Özellikle 1990'ların ikinci yarısında, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz oranları varlık sahiplerini daha yüksek getiriler aramaya ve daha yüksek riskler almaya yöneltmiş ve sonuçta uluslararası yatırımcılar gelişen piyasa ekonomilerindeki finansal yatırımlarını arttırmışlardır. Uluslararası finansal akımların liberalizasyonunu takiben, bu ülkelerdeki hisse senedi piyasaları daha büyük, daha likit ve daha entegre olmuşlardır. Böylece gelişen piyasa ekonomilerinde, hisse senedi piyasaları finansal piyasaların küreselleşmesinin bir sonucu olarak son on yılda artan ölçüde önem kazanmıştır. [73]

Finansal küreselleşme ile birlikte uluslararası portföy yatırımları giderek önem kazanmaktadır. Bunun başlıca nedeni; yabancı yatırımcıların dünya menkul kıymet borsalarında giderek artan bir sayıda marjinal alıcı olmaları ve marjinal alıcılar olarak fiyatları kontrol etme imkanına sahip olmalarıdır. Uluslararası yatırımcılar nakit aktarımda ne kadar aktif olurlarsa dünya piyasalarındaki hisse senedi fiyatları da o kadar yükselmektedir. Bu durum yabancı portföy

---

[72] VURGUN, Kudret; **Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler**, İMKB Araştırma Yayınları, No:4, Kasım 1994, s.1.

[73] AKÇORAOĞLU, Alpaslan; YURDAKUL, Funda; **Global Faktörler ve Hisse Senedi Getirileri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na İlişkin Ampirik Kanıtlar**, İMKB Dergisi Cilt:6, Sayı:21 Ocak/Şubat/Mart 2002, s.2.

yatırımcılarının menkul kıymet satışı yapmaları yada piyasadan çekilmeleri durumunda fiyatlarda önemli ölçüde düşüş riskini de beraberinde getirmektedir. [74]

Özellikle 1980'lerin başından itibaren yaşanan finansal küreselleşme süreci, bir çok ülkede sermaye piyasalarının kurulması veya yeniden yapılanması sonucunu beraberinde getirmiştir.

Özellikle internet üzerinden finansal işlemlerin yapılmaya başlanmasıyla, dünya borsalarına durmaksızın (non-stop) işlem yapılması fikri yerleşmeye başlamıştır. ABD'de 1999 Temmuz başından itibaren New York ve Nasdaq borsalarında seans sürelerinin uzatılması ve ardından bunun sürekli hale getirilmesine karar verilmiştir. Avrupa'da ise Stuttgard ve Stockholm borsaları seans sürelerini uzatmak için çalışmalara ilk başlayan borsalardır. Bazı borsalar diğerlerine oranla daha fazla uluslararası işlemlere yönelmiştir: Hollanda, Alman, Londra ve New York borsaları. Ancak prensip olarak dünyadaki bütün borsalarda uluslararası kıymetler el değiştirmektedir. Bu gelişmeler de göstermektedir ki, dünyadaki belli başlı finans merkezlerini kapsayan ve sürekli hale gelen finansal işlemlerle mutlak anlamda finansal küreselleşme tamamlanmış durumdadır.[75]

Finansal küreselleşme ile birlikte sermaye piyasalarının uluslararası nitelik kazanması, ülkelerarası manipülasyon gibi hileli ve dürüst olmayan faaliyetlere de yeni imkanlar yaratmıştır. Bu gelişme, gözetim faaliyetlerinin de diğer ülkelerle ortaklaşa yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Düzenleme yapanlar, çoktan çalışmaya başlamışlardır ancak yapılacak bir hayli iş bulunmaktadır. Bazı durumlarda, ülkelerin düzenlemelerini uluslararası ortak çalışmalara imkan tanımaları gerekmektedir. Hollanda'da, Menkul Kıymet Ticareti Kanunu, Menkul Kıymetler Kurulu'nun başka ülkelerle ortak çalışmasına ve bilgi değişimine imkan tanımaktadır. Benzer düzenlemeler, Almanya, Meksika ve İsviçre gibi başka ülkelere de getirilmiştir. Son

[74] İMKB, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, a.g.e., s.29-30.
[75] PARASIZ, İlker; YILDIRIM, Kemal; a.g.e., s.12.

yıllar, ülkelerin menkul kıymetler düzenleyicilerinin ortak çalışma ve bilgi değişimi üzerine yaptıkları anlaşmalara tanık olmuştur. [76]

Piyasaların globalleşmesi rakiplerin karşı karşıya gelme imkanını arttırmıştır. Borsalar geleneksel işleyiş modellerini yeniden değerlendirerek ve daha etkin yöntemler benimsemek suretiyle yükselen rekabete cevap vermeye çalışmaktadırlar. Globalleşme, internet ve deregülasyon gibi gelişmeler ülkeler arasındaki sınırları ortadan kaldırarak pek çok sayıdaki küçük borsanın işleyişini bozmuştur. Kurumsal ve bireysel yatırımcıların en iyi ve en ucuz hizmeti verecek borsalara kaymalarıyla küçük ölçekli borsaların rekabet gücünü yitirecekleri ve yok olacakları düşünülmektedir. Artan rekabet karşısında piyasaya giriş çıkış koşulları, dışa açıklık, düşük işlem maliyeti, likidite, vergi avantajları, şeffaflık ve güvenilirlik, teknolojik altyapı ise yabancı sermayenin gelişen borsalara yönelmesindeki önemli unsurlar olmaktadır.[77]

Borsaların gelir kaynakları üç ana kalem altında toplanabilir; kotasyon ve üyelik ücretleri, işlemlerden alınan borsa payları ve veri dağıtım gelirleri. Borsalar arasında artan rekabet, diğer koşullar aynı kalmak kaydıyla, borsaların gelirlerinin azalması riskini doğurmaktadır. Şirketlerin kendi ülkeleri dışındaki borsalarda kote olabilmeleri nedeniyle, borsalar kotasyon ve kotta kalma ücretlerinde indirime gidip işlem gören menkul kıymet sayısını artırma zorunluluğu duymaktadırlar. Dolayısıyla, rekabet ortamında borsaların kotasyon ücretlerinde indirime gitmeleri kaçınılmaz hale gelmektedir. İşlem komisyonları için de benzer durum söz konusudur. Eğer aynı menkul kıymet iki ayrı borsada işlem görüyorsa, yatırımcı işlem maliyetleri düşük olan borsada işlem yapmayı tercih edebilmektedir. Bu durum kuşkusuz aracı kuruluşlar için de geçerlidir. Eğer bir borsanın üyelik maliyetleri çok ağırlaşırsa aracı kuruluşlar, yasal engel bulunmamak koşuluyla, başka borsalara üye olmayı tercih edebileceklerdir.

---

[76] BUZLUPINAR, Elif, DOĞU, Murat, TEKER, Bahadır, SANCAR, Yasemin; **OECD Ülkelerinde Menkul Kıymet Piyasaları: Organizasyon ve Düzenlemeler**, SPK, Yayın No:49, Eylül 1996, s.13.
[77] AYYILDIZ, Musa; a.g.e., s.1.

Dolayısıyla, rekabet koşullarına ayak uyduramayan borsaların gelirlerinde azalma olması kaçınılmazdır. Borsaların üçüncü önemli gelir kaynağı olan veri dağıtımı ise teknolojik gelişmelere paralel olarak önemini yitirmektedir. Zira, veri iletimi ve yayını çok farklı kanallardan ve düşük maliyetlerle gerçekleştirilebilmektedir.

Bu nedenlerle, borsalar genel anlamda gelirlerinde gerileme riski ile karşı karşıyadırlar. Öte yandan, elektronik alım-satım sistemlerinin gelişmesi ile beraber borsalar sürekli olarak teknoloji yatırımı yapmak ve sistemlerinin hızını ve güvenliğini artırıcı önlemler almak durumundadırlar. Dolayısıyla, sürekli olarak teknoloji yatırımı yapmayı sağlayacak bir finansman kaynağı gerekmektedir. Mevcut yapıda bu kaynak genelde üyelerden sağlanmaktadır. Finansman kaynağının çeşitlendirilmesi, gerekli teknoloji yatırımlarının daha kolay yapılabilmesini ve borsanın rekabet gücünü korumasını sağlayacaktır.

Sonuç olarak, borsa yapılarındaki değişimin temel amacı alternatif finansman kaynaklarına erişim ve mali yönetimde esneklik ihtiyacıdır. Bu ihtiyacı en iyi karşılayacak mekanizmanın ise kâr amaçlı bir anonim şirket yapısı olacağı öngörülmektedir. Anonim şirketler; halka arz, sermaye artırımı, borçlanma ve diğer menkul kıymet ihraçları yolu ile finansman sağlayabilmektedir. Kâr amacı gütmeyen kooperatif bir yapıda ise, gelir artırıcı ilk önlem olarak hizmet fiyatlarının, dolayısıyla işlem maliyetlerinin, artırılması düşünülmektedir. Anonim şirket yapısının getirdiği başka avantajlar da vardır. Üyelik ve ortaklık haklarının ayrıştırılmadığı kooperatif sistemde borsanın yönetiminde söz sahibi olan aracı kuruluşlar aynı zamanda borsa hizmetlerinden de faydalanmaktadır. Diğer bir deyişle borsanın *sahibi, yöneticisi ve müşterisi* aynı kesimdir. Bu yapıdan kaynaklanan çıkar çatışmalarının olması da doğaldır. Örneğin Hong Kong Borsası elektronik uzaktan erişim sistemine geçmek istediğinde bazı borsa üyeleri mali durumlarının olumsuz yönde etkileneceği gerekçesi ile bu öneriye karşı çıkmışlardır. Anonim şirket yapısında ise borsanın sahipleri, yöneticileri ve üyeleri farklı olabilmektedir. Borsanın ortakları kâr beklentisi ile yatırım yapmış ve borsa hizmetlerinden faydalanmayan kişi ve kurumlar olabilir. Yöneticileri borsanın faaliyetlerinden

etkilenen çeşitli kesimlerin temsilcileri olabilir. Üyeler ise bir anlamda borsanın müşterileri olmaktadır. Bu tür bir yapı denetim etkinliğini artırmanın yanısıra, şeffaflığı getirmekte ve borsanın daha verimli yönetilmesine imkan tanımaktadır.

Borsaların kâr amaçlı şirketler haline dönüşmesinin ikinci önemli sebebi ise daha profesyonelce bir yönetim beklentisidir. Böylece üyeliğin, sahipliğin ve yönetimin ayrıştırılarak daha hızlı karar alabilen, daha dinamik, denetimi etkin, üyelerine ve yatırımcılara daha fazla hizmeti en uygun maliyetle sunmaya çalışan bir yapının ortaya çıkarılması amaçlanmaktadır. [78]

Tablo 2: Şirketleşme Çalışmaları Biten Borsalar

Stockholm Borsası	1993
Helsinki Borsası	1995
Kopenhag Borsası	1996
Amsterdam Borsası	1997
Italya Borsası	1997
Avustralya Borsası	1998
Atina Borsası	1999
Izlanda Borsası	1999
LIFFE	1999
SIMEX	1999
Singapur Borsası	1999
Chicago Ticaret Borsası	2000
Euronext	2000
Londra Borsası	2000
NASDAQ	2000
New York Ticaret Borsası	2000
Sydney Türev Borsası	2000
Toronto Borsası	2000
Tokyo Borsası	2001
Deutsche Borsa	2001
Oslo Borsası	2001

Kaynak: TSPAKB, İMKB Özelleşmesi Çalışma Grubu; a.g.e., s.21.

[78] TSPAKB, **İMKB Özelleşmesi Çalışma Grubu**; a.g.e., s.15-16.

Tablo 3: WFE Üyesi Borsaların Kar Motivasyonu

		1998	1999	2000	2001
Kar Amacı Güden	Sayı	18	26	30	35
	%	38	54	63	69
Kar Amacı Gütmeyen	Sayı	30	22	18	16
	%	63	46	38	31

Kaynak: TSPAKB, İMKB Özelleşmesi Çalışma Grubu; a.g.e., s.2.

Özetle, borsaları kâr amacı gütmeyen üye bazlı kurumlar halinden kar amaçlı şirketler haline dönüşmeye zorlayan iki temel etken, gelişen teknoloji ve küreselleşmedir. Bu nedenle, Tablo-2'de görüldüğü gibi günümüzde pek çok menkul kıymetler borsası kâr amacı gütmeyen üye birliklerinden, kâr amaçlı şirketlere dönüşme yolunda adımlar atmaya başlamış ya da bu süreci tamamlamıştır.

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı gibi finansal piyasaların globalleşmesi menkul kıymetler borsalarının uluslararasılaşmasına ve rekabetin artmasına neden olmuştur. Artan rekabet karşısında ise borsalar geleneksel işleyiş modellerini değiştirmek durumunda kalmışlardır. Her borsa farklı yeniden yapılanma planları oluşturmuş ve bunları hızlı bir şekilde uygulamaya koymuştur. Dolayısıyla, uluslararası piyasalardaki eğilimler;

- Teknolojik gelişmeler ve globalizasyon sonucu sınırların giderek ortadan kalkması,
- Şirketlerin başka ülke borsalarına kotasyonu,
- Artan rekabet ve işlem maliyetlerinde düşüş,
- Sanal piyasa yapılarının ortaya çıkması,
- Sınır ötesi sermaye piyasası suçlarının takibi,
- Düzenlemelerde harmonizasyon, finansal araçlarda çeşitlilik,
- Borsaların kar amaçlı şirketlere dönüştürülmesi ve entegrasyonu yönünde olmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

İMKB ULUSLARARASI PAZAR

2.1. İMKB

2.1.1. Gelişim Süreci

Türkiye'deki organize menkul kıymet piyasalarının kökleri 19. yüzyılın ikinci yarısına kadar uzanmaktadır. 1854 Kırım savaşı ile başlayan Osmanlı borçları nedeniyle borçlanma tahvilleri çıkarılmaya başlandıktan sonra, bunun İstanbul'da bir piyasası oluşmuş ve gayrimüslim bankerler Galata'da bu işle uğraşmaya başlamışlardır. Türkiye'de bir borsa kurulması gereği bu dönemde ortaya çıkmış ve Galata Bankerleri kendi aralarında, 1864 yılında bir dernek kurarak bu harekete öncülük etmişlerdir.

1866 yılında Türkiye'den alacaklı olan devletlerin de desteği ile İstanbul'da Dersaadet Tahvilat Borsası kurularak çalışmaya başlamış ve borsaya Maliye nezaretince bir komiser atanmıştır. Bu borsanın adı 1906 yılında çıkarılan bir nizamname ile Esham ve Tahvilat Borsası'na dönüştürülmüş ve bu kuruluş Cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir.

İkinci Meşrutiyet'in ilanına kadar bu borsaya sadece, İstanbul, Selanik ve Beyrut'ta kurulmuş bulunan yabancı şirketlerin çıkarmış oldukları menkul değerler kayıtlı iken, Meşrutiyet'ten itibaren yerli şirketlerin menkul kıymetleri kaydolunmaya başlamıştır.

Cumhuriyet döneminde, 1922 yılında çıkarılan yeni bir nizamname (tüzük) ile borsada bugünkü sistemin esasını oluşturan hükümler getirilmiştir. 1929 yılında kabul edilen 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu ve aynı yıl çıkarılan 8172 sayılı nizamname ile mevcut borsa yeniden düzenlenmiş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında çalışmaya başlamıştır.

Borsa, kısa sürede, gelişerek yurt çapında girişimcilerin fon ihtiyaçlarının karşılanmasına önemli katkıda bulunmuştur. Ancak, 1929 Krizi, 2.Dünya Savaşı'nın patlak vermesi, henüz emekleyen Türk iş dünyasını olumsuz etkilemiş ve Borsa'nın başarısını gölgede bırakmıştır. Takip eden yıllardaki endüstri devrimi süresince, hisse senetlerini halka arz eden anonim şirketlerin sayısı da sürekli olarak artmıştır. Bu hisseler çoğu bireysel, bir kısmı da kurumsal olan yatırımcılardan yoğun talep görmüştür.

1938 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul Borsası kapatılarak Ankara'ya taşınmış ve "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adı ile açılarak çalışmaya başlamıştır. Bu taşınmanın sakıncaları anlaşılmış olacak ki, 1941 yılında borsa yeniden İstanbul'a nakledilmiştir.

Cumhuriyet döneminde kurulan borsalarda esham ve tahvilat yanında döviz alım-satımı da işlemler arasında yer almıştır. Ancak Türkiye'de 1931 yılından sonra şiddeti giderek artan kambiyo kontrolü nedeni ile döviz alım-satımı anlamını yitirmiş ve 1959 yılından sonra borsanın döviz alım-satımı ile ilgili rolü bütünüyle kaldırılmıştır.[79]

1980'li yılların ilk dönemlerinde sağlıklı sermaye hareketlerine uygun gerek mevzuat gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler olmuştur. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkartılmış ve bir sene sonra da menkul kıymetler piyasasının idaresinden, kontrolünden ve mevzuatının düzenlenmesinden sorumlu resmi kurum olan Sermaye Piyasası Kurulu Ankara'da kurulmuştur.

Ekim 1983'de menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören bir kararname çıkmıştır. Ekim 1984'de ise "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları" Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Çalışma esaslarına ilişkin mevzuat

---

[79] İMKB; **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu,** http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/kilavuz/klvz02.zip, Erişim:28.05.2004

Olağanüstü Genel Kurul toplantılarında kabul edilmiş ve 26 Aralık 1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kurulmuştur.[80]

İMKB, SPK'nın gözetimi ve denetimi altında bulunmaktadır. İMKB, müşterek kararname ile atanan bir başkan ve borsa genel kurulu tarafından seçilen 4 üyeden oluşan 5 kişilik yönetim kurulu tarafından yönetilir. Borsa'nın en üst karar organı genel kuruldur. Genel kurul her yıl SPK'nın belirleyeceği bir tarihte olağan olarak toplanır.

1989 yılında 32 sayılı kararla yabancı yatırımcılara Türkiye'deki her türlü menkul kıymete yatırım yapma ve kârlarını transfer etme imkanı verilmesini takiben hızlı bir gelişme kaydeden piyasada 1994 yılında bütün hisse senedi alım satım faaliyetleri bilgisayar ortamına geçmiştir. Bu özellik bilgilerin fiyatlara hızlı yansımasını sağlaması nedeniyle önemli bir gelişmedir.

1986 yılında 41 şirketin hisse senedi ile başlayan İMKB bileşik endeksi piyasada işlem gören firma sayısı artınca 1991'de İMKB Ulusal-100 endeksi olarak adlandırılmıştır.[81] İMKB'de 2003 yılı Temmuz sonu itibariyle borsada işlem gören şirket sayısı 293'e ulaşmıştır ve borsada işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri 69 milyar ABD Doları seviyesindedir.

İMKB kurulduğundan bu yana, dünyanın en çok kazandıran, en ucuz borsası, en likit hisse senedi piyasası, en kolay ulaşılan piyasalardan birisi, en yüksek reel faizi sağlayan hazine bonolarının işlem gördüğü piyasa ve dünyanın en kısa vadede en yüksek faizli repo getirisi elde edebilen piyasası ünvanlarına sahiptir. (Repoda yılda %28 reel getiri sağlayabilmiştir.)

İMKB, 1992'de Uluslararası Borsalar Federasyonu (FIBV) tarafından tam üyeliğe kabul edilmiştir. 1993 ABD Menkul Kıymetler Komisyonu (SEC) tarafından

---

[80] İMKB; **Türkiye'deki Menkul Kıymet Piyasaları'nın Tarihçesi,** http://www.imkb.gov.tr/genel/tarih.htm, Erişim:28.05.2004

[81], Hacıhasanoğlu, ERK; **Menkul Kıymet Piyasalarında Volatilitenin Modellenmesi, İMKB İçin Bir Deneme**, SPK Yayın No:139, Ankara, 2003, s.26.

"Kabul görmüş ülke dışı yatırım piyasası" olarak tanınmıştır. İMKB yabancı borsalar içinde gelişmekte olan piyasalardan biridir. 1995'de Japon Aracı Kuruluşlar Birliği (Japon Securities Dealers Association-JSDA) tarafından güvenilir piyasa kabul edilmiştir. 21 Temmuz 2000 tarihinde, Avusturya Maliye Bakanlığı tarafından, Avusturya Yatırım Fonları Kanunu uyarınca, Avusturya fonları için yatırım yapılabilir düzenli bir borsa olarak tanınmıştır. İMKB aynı zamanda Uluslararası Sermaye Piyasaları Kurulu (ISMA) ve Avrupa Sermaye Piyasaları Enstitüsü'ne de üyedir. [82]

Ayrıca, 16 Mayıs 1995 tarihinde İMKB'nin öncülüğünde, "Federation of Euro-Asian Stock Exchanges" (FEAS) adı altında, merkezi İstanbul'da olan ve kar amacı bulunmayan bölgesel bir federasyon kurulmuştur. Bu federasyonun amacı üye ülkelerin menkul kıymet borsaları arasında işbirliğine yönelik çalışmaları artırmak, diğer ülke borsalarının kuruluşları veya federasyonlarına karşı FEAS üyesi borsaları temsil etmek, bölgedeki uluslararası borsaların entegrasyonunu geliştirici çalışmaları artırmak ve bölgede ihraç edilen menkul kıymetler için kotasyon ve işlem görme fırsatları sunmaktadır. FEAS'a üye 23 ülkenin 25 borsası bulunmaktadır.

2.1.2.İMKB'de Oluşturulan Piyasalar ve İşleyişi

İMKB'nin piyasaları menkul kıymet türlerine göre üçe ayrılmaktadır.

- Hisse Senedi Piyasası
- Tahvil ve Bono Piyasası
- İMKB Uluslararası Pazar

2.1.2.1. Hisse Senedi Piyasası

26 Aralık 1985 tarihinde faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ilk hisse senedi işlemleri, 3 Ocak 1986 tarihinde gerçekleşmiştir.

---

[82] KARABIYIK, Lale; **"Yabancı Yatırımcıların Yatırım Portföyleri için İMKB Alternatifi"**, http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/1/lale/lale.html, Erişim:29.04.2004

Başlangıçta, 36 Borsa Üyesinin işlem yapma yetkisine sahip olduğu piyasada, 41 anonim şirketin hisse senedi işlem görmekteydi.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda, 3 Aralık 1993 tarihinde kısmen uygulanmasına başlanılan Elektronik Alım-Satım Sistemi, 21 Kasım 1994 tarihinde tamamlanmış ve tüm hisse senetleri elektronik ortamda işlem görmeye başlamıştır. Sistem, Borsa Üyelerinin hisse senetleri ve rüçhan hakkı kuponlarında alım-satım yapmalarına imkan sağlamaktadır. Hisse senedi işlemleri biri sabah diğeri öğleden sonra olmak üzere iki ayrı seansta yapılmaktadır. Elektronik Alım-Satım Sistemi işlem hızını ve günlük işlem hacmini önemli ölçüde artırmıştır.

Hisse Senetleri Piyasası'nda fiyatlar, alım ve satım emirlerini fiyat ve zaman önceliği esaslarına göre otomatik olarak eşleştiren Elektronik Alım-Satım Sistemi aracılığıyla, "Çoklu Fiyat-Sürekli Müzayede" yöntemine göre oluşmaktadır. Temsilciler, alıcı ve satıcıların emirlerini İMKB'de ve Üye merkez ofislerinde bulunan işlem terminalleri aracılığıyla Elektronik Alım-Satım Sistemi'ne girerler. Alıcı ve satıcıların hangi üyeler olduğu ancak işlem gerçekleştikten sonra görülebilir. Üye temsilcilerinin seans sırasında bekleyen emirlerin hangi üyelere ait olduğu dışında, emir ve işlemlere ait her türlü bilgiye erişme imkanı vardır. Şu anda, İMKB binasında yaklaşık 1000 işlem terminali üye temsilcileri tarafından kullanılmaktadır. Bu terminallere ilave olarak her aracı kurumun merkez ofisinde Alım-Satım Sistemi'ne erişim imkanı olan terminaller de üyelerin kullanımına sunulmuştur.

Hisse senetleri Piyasasında işlemler hafta içi her gün Tablo-4'te belirtilen saatler arasında yapılır;

Tablo 4: İMKB Hisse Senetleri Piyasası İşlem Saatleri

Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı	
1.Seans	**09:30–12:00**
2.Seans	**14:00–16:30**
Birincil Piyasa, Toptan Satışlar Pazarı, Resmi Müzayedeler	**11:00–12.00**
Gözaltı Pazarı	**14:00–15:00**

Kaynak: İMKB; İMKB Hisse Senetleri Piyasası, http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm, Erişim:02.06.2004

Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı işlemleri, hisse senedinin işlem gördüğü ilgili pazarın seans saatleri içerisinde gerçekleştirilir. [83]

Hisse Senetleri Piyasası ortalama günlük işlem hacmi 2003 yılı itibariyle 596,1 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Ortalama günlük sözleşme sayısı, 122.000, ortalama günlük işlem miktarı ise 240,24 milyar adettir. 2003 yılında hisse senedi toplam işlem hacmi 146,6 katrilyon TL (100,1 milyar ABD Doları) olarak gerçekleşmiştir.

2004 yılı Temmuz ayı sonu itibarıyla Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem gören şirket sayısı; Ulusal Pazar'da 271, İkinci Ulusal Pazar'da 17 ve Gözaltı Pazarı'nda 5 olmak üzere toplam 293 adettir.[84] Yeni Ekonomi Pazarı'nda hisse senetleri işlem gören şirket bulunmamaktadır. Ulusal Pazar'ın 2003 yılı toplam işlem hacmi 145 katrilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam, Hisse Senetleri Piyasası'ndaki toplam işlem hacminin %99'unu oluşturmuştur. 2003 yılında, İkinci Ulusal Pazar'da 999 trilyon TL, Gözaltı Pazarı'nda ise 157 trilyon TL tutarında işlem gerçekleştirilmiştir.[85]

---

[83] İMKB; **İMKB Hisse Senetleri Piyasası**, http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm, Erişim:02.06.2004.
[84] İMKB; **İMKB Aylık Bülten**; Temmuz 2004.
[85] İMKB; **İMKB 2003 Faaliyet Raporu**, http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu.htm, Erişim:02.06.2004.

Hisse senetlerinin işlem yoğunluğu ve özel işlemler gibi özellikleri nedeniyle alt pazarlar faaliyete geçmiştir. İMKB Hisse Senetleri Piyasası bünyesinde 8 ayrı Pazar bulunmaktadır.

2.1.2.1.1.Ulusal Pazar (Kot İçi Pazar)

İMKB'nin temel pazarı olan Ulusal Pazar, Borsa kotunda bulunan ve asgari tedavül kriterlerine haiz şirketlerin hisse senetlerinin, güven ve istikrar içerisinde işlem gördüğü pazardır. Borsa Ulusal Pazarı'nda, 2004 Haziran sonu itibariyle ülkemizin önde gelen 271 kuruluşunun hisse senetleri işlem görmektedir.

Şu anda, Ulusal Pazar'dan seçilmiş 100 şirkete ait hisse senetleri İMKB Ulusal-100 Endeksini oluşturmaktadır ve 3 ayda bir endeks kapsamındaki şirketler gözden geçirilmektedir.

Borsaların kuruluş amaçlarını ve yararlarını tümüyle bünyesinde barındıran bu pazar;

a) Sermayenin tabana yayılmasına ve atıl tasarrufların aktif hale getirilmesine aracı olmakta, diğer yandan alternatif finansman yöntemleri arasında en ucuz kaynak niteliğinde olan fonlar ile şirketlere yeni yatırımlar yapabilme ve kısa vadeli fonları uzun vadeli fonlara dönüştürebilme olanağı sağlamakta,

b) Gerek yurt içinde, gerekse yurt dışında şirket ve şirket ürünlerinin yaygın tanınmasına olanak sağlamakta, bu sayede şirket ürünlerinin yeni pazarlara açılmasını, ihracatta artış sağlanmasını ve yurt dışı kuruluşlarla ortak girişimlerde bulunulmasını kolaylaştırmakta,

c) Şirket hisse senetlerinin organize bir pazarda, istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan alınıp satılabilmesi imkanını sağlamaktadır.[86]

[86] İMKB; **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, a.g.e., s.237.

2.1.2.1.2. İkinci Ulusal Pazar (Kot Dışı Pazar)

Ülkemizde 13 Temmuz 2000 tarih ve 138 sayılı Genelge ile küçük ve orta ölçekli şirketlerin sermaye piyasalarından yararlanmalarını sağlamak ve teşvik etmek amacıyla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde "İkinci Ulusal Pazar" kurulmuştur.

İkinci Ulusal Pazar'ın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'ndeki kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamak, sözkonusu şirketlerden Borsa Yönetim Kurulu'nca Borsa'da işlem görmesi uygun görülenlerin hisse senetlerine likidite sağlamak ve bu hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.

3 Mart 2003 tarihinde devreye alınan uygulamalar kapsamında Bölgesel Pazar'ın adı İkinci Ulusal Pazar olarak değiştirilmiş, daha önceden bu pazarda bulunan şirketler aynı şekilde ancak yeni bir pazar adı altında işlem görmeye devam etmektedir. 2004 Haziran sonu itibariyle bu pazarda 16 adet şirketin hisse senedi işlem görmektedir.[87]

2.1.2.1.3. Yeni Ekonomi Pazarı

13 Temmuz 2000 tarih ve 139 sayılı Genelge ile Yeni Ekonomi Pazarı kurulmuştur.

Yeni Ekonomi Pazarı (Y.E.P.), yeni kurulmuş ve fon gereksinimi duyan şirketlere Borsa kanalıyla alternatif bir finansman yöntemi sunmak, yeni projelere ve teknolojilere işlerlik kazandırmak amacıyla kurulmuştur. Böylece yeni kurulmuş olan şirketler fon gereksinimlerini Y.E.P. aracılığıyla sermaye piyasasından temin edebileceklerdir.

---

[87]TSPAKB; **Ulusal ve Uluslararası Piyasalar**, a.g.e., s.29-30.

Diğer yandan Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VIII, No: 21 sayılı Tebliğ'i ile düzenlenen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının (G.S.Y.O.) ve Girişim Şirketleri'nin kuruluşuna Y.E.P. hız kazandıracaktır. G.S.Y.O.'ları yatırım yapabilecekleri girişim şirketlerini organize pazarlarda seçebilme imkânına kavuşacaklardır. Böylece söz konusu yatırım ortaklıklarınca, Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak, gelişme potansiyeli taşıyan ve fon gereksinimi duyan girişim şirketlerinin, Borsa Birincil Piyasada ihraç edilen hisse senetlerine yatırım yapılması ve bu şirketlere uzun vadeli kaynak aktarılması sağlanabilecektir.

3 Mart 2003 tarihinde devreye alınan uygulamalar kapsamında Yeni Şirketler Pazarı'nın adı Yeni Ekonomi Pazarı olarak değiştirilmiştir. Mevcut durumda bu pazarda hisse senetleri işlem gören herhangi bir şirket bulunmamaktadır.

2.1.2.1.4. Gözaltı Pazarı

Gözaltı Pazarı 4 Aralık 1996 tarihinde faaliyete geçmiştir. Kuruluş amacı, aşağıda belirtilen koşulların ortaya çıkması sonucunda, şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve sözkonusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır. Bu koşullar;

a) Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağandışı durumların ortaya çıkması,
b) Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli olarak aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi,
c) Yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan ve/veya işlem gördüğü pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşmasıdır.[88]

[88] İMKB; **İMKB Hisse Senetleri Piyasası**, a.g.e.

2004 Haziran sonu itibariyle bu pazarda 5 adet şirketin hisse senedi işlem görmektedir.

2.1.2.1.5. Toptan Satışlar Pazarı

Toptan Satışlar Pazarı, 6 Şubat 1995 tarihinde faaliyete geçmiştir. Önceden alıcıları belirli olan veya olmayan, belirli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur. Toptan Satışlar Pazarı'nda, hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve görmeyen şirketlerin, sermaye artırımı yoluyla ihraç edilecek hisse senetleri veya bu şirketlerin mevcut ortaklarının sahip oldukları hisse senetlerinin, önceden anlaşma yapılmış ya da yapılmamış alıcılara tahsisli veya toplu olarak satışı yapılır. Özelleştirme kapsamında bulunan şirketlerin hisse senetlerinin blok satışı da Toptan Satışlar Pazarı'nda gerçekleştirilebilir. [89]

Toptan Satışlar Pazarı hisse senetlerinin sürekli işlem gördüğü bir pazar değildir.

2.1.2.1.6. Rüçhan Hakkı (Yeni Pay Alma Hakkı) Kupon Pazarı

Rüçhan hakkı; ortaklıkların bedelli sermaye artırımlarına mevcut ortakların öncelikle katılma hakkıdır. Şirketlerin sermaye artırımlarında, mevcut ortakların bedelli veya bedelsiz yeni pay alma haklarının kullanımı, halka açıklanan sirkülerde ilan edilen süreler içinde rüçhan haklarını kullanamadıkları takdirde kayıplara uğramaktadır veya istemeyerek sermaye artışına katılmaları söz konusu olmaktadır. Bu ikileme bir çözüm olarak, yeni pay alma kuponlarının hisse senedinden bağımsız olarak, rüçhan hakkı kullanım süresi içinde alınıp satılabileceği hükme bağlanmıştır.

Bu düzenleme çerçevesinde, 4 Ocak 1993'te Borsada "Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı" açılmıştır. Rüçhan Hakkı Kupon Pazarı, hisse senetleri Borsada işlem gören şirketlerin, nakdi sermaye artışı yapmak üzere belirledikleri rüçhan hakkı kullanma

[89] İMKB, y.a.g.e.

süresi içinde, söz konusu hisse senedinin üzerinde bulunan yeni pay alma kuponunun alınıp satılabilmesi için açılan pazardır. [90]

2.1.2.1.7. Resmi Müzayedeler

Mahkemelerin, icra dairelerinin ve diğer resmi dairelerin Borsada yapılmasını gerekli gördükleri hisse senetlerinin satım işlemleri için özel olarak oluşturulan işlemlerdir. Bunlar için özel bir pazar oluşturulmaz. Genellikle borsada işlem gören şirketlere ait resmi müzayedeler, 11:00-12:00 saatleri arasında "ME" özellik kodu ile gerçekleştirilir. [91]

2.1.2.1.8. Birincil Piyasa İşlem (Halka Arz) Pazarı

Genel olarak Birincil Piyasa, hisse senedi ihraç eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan karşılaştıkları piyasalardır. İMKB Hisse Senetleri Piyasası bünyesindeki Birincil Piyasa'da, İMKB'de işlem gören/görmeyen şirketlerin Borsa kanalıyla halka arz edilecek hisse senetleri ile İMKB'de işlem gören şirketlerin nakit karşılığı sermaye artırımlarında yeni pay alma (rüçhan) haklarının kullanımı sonrası arta kalan paylarının satışı yapılır.[92]

2.1.2.2. Tahvil ve Bono Piyasası

Tahvil ve Bono Piyasası sabit getirili menkul kıymet işlemlerinin şeffaf ve rekabete açık bir ortamda işlem görmesini sağlamak, bu menkul kıymetlerin likiditesini arttırmak ve piyasada bilgi akışını hızlandırmak amacıyla 17 Haziran 1991 tarihinde İMKB bünyesinde kurulmuştur. Bu piyasada yapılan işlem sayısı hisse senedi pazarlarına göre az olmasına rağmen işlem tutarı oldukça yüksektir. Özellikle hazine bonosu ve devlet tahvili işlemleri bu tutarın neredeyse tamamını kapsarlar. Bu piyasanın faaliyete geçmesiyle, sabit getirili menkul kıymetler

---

[90] İMKB; **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, a.g.e., s.246.
[91] KORUYAN, Adil; **Sermaye Piyasası (Taraflar-Kurumlar-İşlemler)**, Ekim-2001, s.190.
[92] İMKB; **İMKB Hisse Senetleri Piyasası**, a.g.e.

piyasasında ikinci el işlemleri yaygınlaşmış ve piyasaya ulaşımda kolaylık, işlem maliyeti düşüklüğü ve takas güvencesi sağlanmıştır. [93]

Tahvil ve Bono Piyasasında üç Pazar bulunmaktadır. Bunlar;

- Kesin Alım-Satım Pazarı,
- Repo-Ters Repo Pazarı,
- Gayrimenkul Sertifikaları Pazarıdır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun repo, ters repo işlemlerine ilişkin düzenlemelerinin ardından 17 Şubat 1993 tarihinde Repo-Ters Repo Pazarı kurulmuştur. Son olarak, 3 Haziran 1996 tarihi itibarıyla Piyasa bünyesinde Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı faaliyete geçmiştir.

Tahvil ve Bono Piyasası 'nda;
a) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
b) Borsa'da faaliyet gösteren banka ve aracı kurumlar
işlem yapabilmektedir.[94]

Tahvil ve Bono Piyasası hem **kesin alım-satım** işlemleri için hem de **repo-ters repo** işlemleri için tek organize, yarı otomatik çalışan piyasadır. Piyasada, devlet tahvilleri, hazine bonoları, gayrimenkul sertifikaları, Özelleştirme İdaresi'nin ihraç ettiği tahviller ve Borsa kotuna alınmış özel sektör tahvilleri işlem görmektedir. Artan kamu açıklarının iç borçlanma ile karşılanması, devlet iç borçlanma senetlerinin birinci ve ikinci el piyasalarının Türk mali piyasaları arasında öncelikli bir konuma gelmesine neden olmuş ve bu nedenle Tahvil ve Bono Piyasası devlet iç borçlanma senetleri piyasası olarak gelişim göstermiştir.

İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem görecek T.C. Hazine Müsteşarlığı veya Özelleştirme İdaresi tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetler haricindeki tüm menkul kıymetler için kotasyon zorunluluğu vardır. [95]

---

[93] KARAN, Mehmet Baha; a.g.e., s.19.
[94] İMKB; **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, a.g.e., s.371.

İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlemler hafta içi her gün aşağıda belirtilen saatler arasında yapılır;

Tablo 5: Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Saatleri

Kesin Alım-Satım Pazarı	Aynı Gün Valörlü : **9.30-12.00 / 13.00-14.00** İleri Valörlü : **9.30-12.00 / 13.00-17.00**
Repo/Ters Repo Pazarı	Aynı Gün Başlangıç Valörlü : **9.30-12.00 / 13.00-14.00** İleri Başlangıç Valörlü : **9.30-12.00 / 13.00-17.00**
Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı	**9.30-12.00 / 13.00-17.00**

Kaynak:İMKB; İMKB 2003 Faaliyet Raporu, a.g.e.

Tahvil ve Bono Piyasası'nın 2003 yılı itibariyle yıllık işlem hacmi, 1.253,6 katrilyon TL, ortalama günlük işlem hacmi ise 5 katrilyon TL'dir. Piyasa işlem hacminin %83'ü Repo-Ters Repo Pazarı'nda, %17'si ise Kesin Alım-Satım Pazarı'nda gerçekleşmiştir. Toplam işlem hacmi 2003 yılında 845.967 milyon ABD Doları olmuştur. Kesin Alım-Satım Pazarı'nda 144.422 milyon ABD Doları'na yükselen işlem hacmi, Repo/Ters Repo Pazarı'nda 701.545 milyon ABD Doları seviyelerinde gerçekleşmiştir. [96]

2.1.2.2.1. Kesin Alım-Satım Pazarı

Kesin Alım Satım Pazarı, sabit getirili menkul kıymetlerin şeffaf ve rekabete açık bir ortamda işlem görmelerini sağlayarak bu menkul kıymetlerin likiditesini artırmak, enformasyon akışını hızlandırmak amacıyla kurulmuştur.

Kesin Alım Satım Pazarı'nda Türk Lirası ve döviz ödemeli Devlet İç Borçlanma Senetleri ve Gelir Ortaklığı Senetleri, Gayrimenkul Sertifikaları ile Borsa kotunda bulunan Özel Sektör Tahvilleri işlem görür.

Kesin Alım Satım Pazarı sabit getirili menkul kıymetlerin aynı gün veya ileri valörlü olarak doğrudan alım/doğrudan satım işlemlerinin yapıldığı pazardır. Kabul

[95] İMKB; **İMKB Tahvil ve Bono Piyasası**, http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/tahvil.htm, Erişim:02.06.2004
[96] İMKB; **İMKB 2003 Faaliyet Raporu**, a.g.e.

edilebilir en az ve en fazla ileri valör tarihi menkul kıymet türü bazında Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenir. [97]

2.1.2.2.2. Repo-Ters Repo Pazarı

Repo Ters Repo Pazarı sabit getirili menkul kıymetlerin geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alımını organize piyasa koşulları içinde güvenli bir şekilde gerçekleştirmek amacıyla açılmıştır.[98]

Repo-Ters Repo Pazarı dünyadaki sayılı organize repo pazarlarından biridir. Pazarın faaliyete geçmesiyle repo işlemleri için düşük riskli ve düşük maliyetli bir ortam oluşturulmuştur:

Pazar'da [99];

a) Yeterli miktarda menkul kıymet işlemin başlangıç valöründe teminat olarak alınmaktadır,

b) Alınan menkul kıymetler ters repo yapan taraf adına işlemin bitiş valörüne kadar bloke saklamada tutulmaktadır,

c) Bu menkul kıymetlerde günlük yeniden değerleme yapılmaktadır,

d) Yeniden değerleme sonucunda ortaya çıkan değer düşüklükleri belirlenerek, repo yapan taraftan ek menkul kıymet talep edilmektedir,

e) Bitiş valöründeki takas işlemleri otomatik olarak gerçekleştirilmektedir.

2.1.2.2.3. Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı

Gayrimenkul projelerinin menkul kıymetleştirme yoluyla finansmanının temini amacıyla oluşturulan gayrimenkul sertifikalarının işlem gördüğü pazardır.

---

[97] İMKB; **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, a.g.e., s.376.
[98] TSPAKB; **Ulusal ve Uluslararası Piyasalar**; a.g.e., s.77.
[99] İMKB; **İMKB Tahvil ve Bono Piyasası**, a.g.e.

İşlem birimi sertifika adedidir. Bir adet sertifika 10 Milyon TL. nominal değerindedir. Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı'nda işlem gören sertifikalar için baz fiyat tespit edilir, alt ve üst fiyat limiti ile fiyat adımı uygulaması yapılır.[100]

2.2. İMKB ULUSLARARASI PAZAR

2.2.1. Amacı, Genel Prensipleri

İMKB bünyesinde kurulan "Uluslararası Pazar", yabancı borçlanma araçlarının, Türkiye Cumhuriyeti ve mahalli idarelerce yurt dışında satılmak üzere ihraç edilmiş kamu borçlanma araçlarının doğrudan, yabancı şirketlerin hisse senetleri ile yabancı yatırım fon ve ortaklıklarının ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının menkul kıymetlerinin ise depo sertifikası olarak işlem göreceği "Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi" niteliğinde bir pazardır.

İMKB Uluslararası Pazar, İMKB Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi içinde, "Serbest Bölgeler Mevzuatına" göre faaliyet gösterecek, esas olarak eski Doğu Bloku Ülkeleri, Türk Cumhuriyetleri ve Orta Doğu ülkelerindeki şirketlere ait menkul kıymetlerin işlem göreceği pazardır. Uluslararası Pazar (UP)'ın kuruluş çalışmaları 1994 yılı sonunda başlamış ve Pazar'ın serbest bölge kapsamında faaliyet göstermesine ilişkin 30 Ocak 1995 tarihinde alınan Bakanlar Kurulu kararı ile ilk adım atılmıştır.

Pazar, yerli ve yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar ile uluslararası piyasalardan kaynak bulma arayışında olan ihraççılara önemli imkanlar sunmaktadır. Uluslararası fon yöneticilerinin nakit transferi, kambiyo kısıtlamaları gibi operasyonel riskler nedeniyle yatırım yapmaktan çekindikleri bölgelere, sözkonusu riskleri ortadan kaldıran bu Pazar üzerinden giriş yapabilme imkanı getirilmektedir. Özellikle uluslararası piyasalardan fon temin etmek isteyen ihraççı kuruluşlara şeffaf ve likiditesi yüksek bir pazarda, menkul kıymetlerini satarak ihtiyaç duydukları fonları elde edebilme imkanı sağlanmıştır. Pazar'da gerçekleştirilecek işlemlerden

[100] İMKB, y.a.g.e.

kaynaklanan nakit transferleri, Türkiye'deki bankacılık ve finans sektörünün otomasyon düzeyinin Batı Avrupa ölçütlerinde olması, Pazar'da gerçekleştirilecek işlemlerden kaynaklanan nakit transferlerinin rahatlıkla yapılmasını sağlamakta ve Pazar'ın serbest bölge bünyesinde olmasından dolayı da söz konusu transferler hiçbir kısıtlamaya tabi olmamaktadır.

Gerek Pazar'daki alım, satım ve takas işlemlerinde gerekse tüm ödemelerde kullanılacak para biriminin Yönetim Kurulu tarafından kabul edilmiş yabancı para birimlerinden olması yatırımcılara döviz cinsinde yatırım yapabilme imkanı sağlamaktadır. Diğer yandan ihraççı kuruluşlar menkul kıymetlerini hangi ülkenin para birimi cinsinden ihraç etmiş olurlarsa olsunlar, Pazar'a kabul edilecek menkul kıymetlerden elde edecekleri gelirler de İMKB Yönetim Kurulu tarafından kabul edilmiş yabancı para birimleri cinsindendir.

Pazar'da işlem görme başvuruları mevzuat ve işlem sistemine ilişkin teknik altyapının tamamlanmasını takiben 1 Temmuz 1996 tarihinden itibaren kabul edilmeye başlanmış olup, başvurular Pazar'da işlem yapmaya yetkili üyeler veya direkt olarak ihraççılar aracılığı ile yapılmaktadır. [101]

Pazar'a İlişkin Genel Prensipler[102];

- İMKB Uluslararası Pazar, Serbest Bölge statüsünde kurulmuş olup, işlemler İMKB Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi içinde gerçekleştirilir.
- Pazar'da yabancı sermaye piyasası araçları İMKB Yönetim Kurulu Kararı ile işlem görebilir.
- Tüm işlem ve ödemelerde kullanılan para birimi ABD dolarıdır. Ancak, İMKB Yönetim Kurulu diğer yabancı para birimlerinin kullanılmasına da izin verebilir.
- Fiziki veya kaydi olarak saklamaya alınmış yabancı menkul kıymetlerin nominal tutarı (kısmi kotasyon) Pazar'a kabul edilir.

---

[101] İMKB; **İMKB Uluslararası Pazar**, http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/upazar.htm, Erişim:02.06.2004

[102] İMKB; **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, a.g.e., s.424.

- Depo Sertifikaları Piyasası'nda, işlem görecek hisse senetleri temsilci veya saklamacı (depositary) bir kuruluş adına saklamaya alınır ve işlemler, söz konusu temsilci veya saklamacı kuruluş adına bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, hamiline yazılı tek bir depo sertifikası bastırılarak gerçekleştirilir.
- En az bir borsada kote veya teşkilatlanmış borsa dışı piyasalarda işlem gören ve UP Kot İçi Pazar'a Kabul Şartları'nı taşıyan menkul kıymetler UP Kot İçi Pazar'da; UP Kot Dışı Pazar'a Kabul Şartları'nı taşıyan menkul kıymetler UP Kot Dışı Pazar'da işlem görürler.
- Hisse senetlerinin depo sertifikası olarak işlem gördüğü Depo Sertifikaları Piyasası'nda işlemler çok fiyat - sürekli müzayede sistemi içinde gerçekleşmektedir. Her bir depo sertifikasının bir piyasa yapıcısı bulunur.
- Borçlanma araçlarının işlem gördüğü Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlemler çok fiyat - sürekli müzayede sistemi içinde gerçekleşir.
- Türkiye' de kurulu bir ortaklık tarafından yurt dışında ihraç edilmiş hisse senetleri uluslararası pazarda işlem göremez.

2.2.2. Uluslararası Pazar'a Kabul Kriterleri

Kot İçi Pazar'a Kabul Şartları:[103]

- Yabancı Hisse Senetlerinin Kot İçi Pazar'a Kabul Şartları:

1) İşlem görme başvurusu yapılan yabancı sermaye piyasası araçlarının ihraç edildikleri ülkelerin en az birinin borsasında kote edilmiş olması veya teşkilatlanmış borsa dışı diğer piyasalarında işlem görüyor olması,
2) Ortaklığın;
a) Kuruluşundan itibaren en az 3 faaliyet yılı geçmiş olması (Yönetim Kurulu, yatırımcıların ortaklık hakkında yeterli derecede aydınlanmış olduğuna karar verirse bu süreyi 2 yıla kadar indirebilir.),

[103] İMKB; **Uluslararası Pazar'a Kabul Kriterleri**, http://www.imkb.gov.tr/genel/imkbup.htm, Erişim:02.06.2004.

b) Uygulanacak muhasebe standartlarına göre hazırlanmış ve son yıl ve başvurunun yapıldığı tarihe en yakın son 3 aylık dönem itibariyle düzenlenmiş mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması, (Borsa Başkanlığı, başvurusu yapılan menkul kıymetin kote olduğu borsanın ve sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi ile kamuyu aydınlatma düzeyini gözönüne alarak ihraççının son 3 aylık ara döneme ait mali tablolarının bağımsız denetim raporlarını istemeyebilir. Ancak, ihraççının en son yaptırmış olduğu bağımsız denetim raporunun Borsa'ya verilmesi zorunludur.)

c) Her bir yılda 1 Milyon ABD Dolarının (veya eşiti yabancı paranın) altında olmamak şartıyla, başvuru tarihi itibariyle son üç yılda toplam en az 6 Milyon ABD Doları (veya eşiti yabancı para) vergi öncesi kâr elde etmiş olması (Yönetim Kurulu "a" bendinde belirtilen sürenin kısaltılmasına karar verdiği takdirde, son yıl vergi öncesi kârının en az 1 milyon ABD Doları veya eşiti para olması),

d) Ödenmiş sermayesinin en az 2 milyon ABD Doları (veya eşiti yabancı para) olması (Yönetim Kurulu bu miktarı her yıl arttırıp azaltmaya yetkilidir.),

e) Ödenmiş sermayesinin en az %15'inin asgari 500 kişinin elinde olması ve UP'de kote edilecek yabancı hisse senetlerinin nominal değerinin en az 300.000-ABD Doları (veya eşiti yabancı para) olması,

f) Aktif toplamının en az 10 Milyon ABD Doları (veya eşiti yabancı para) olması,

g) Birinci derecede temsile yetkili iki yöneticisi ile başvuruyu yapan aracı kuruluş yetkililerinin bir örneği Borsa'dan temin edilecek "Uluslararası Pazar Taahhütnamesi"ni imzalamış ve Borsa Başkanlığı'na teslim etmiş olması,

h) Esas sözleşmenin yabancı sermaye piyasası araçlarının devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemesi,

i) Borsa Yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son 12 ay içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato istememiş olması,

j) Yöneticilerinin, yönetim kurulu üyelerinin ve ilgili ülke mevzuatı uyarınca azınlık hakkı oranından daha fazla oy ve hisse sahibi ortaklarının, ortaklığın faaliyeti nedeniyle herhangi bir adli ceza almamış olmaları.

- Yabancı Borçlanma Araçlarının Kot İçi Pazar'a Kabul Şartları:

1) İhracın nominal tutarının Yönetim Kurulu'nca belirlenen miktardan az olmaması,

2) Ortaklığın;

a) Kuruluşundan itibaren en az 3 faaliyet yılı geçmiş olması (Yönetim Kurulu yatırımcıların ortaklık hakkında yeterli derecede aydınlanmış olduğuna karar verirse bu süreyi 2 yıla kadar indirebilir.),

b) Uygulanacak muhasebe standartlarına göre hazırlanmış ve son yıl ve başvurunun yapıldığı tarihe en yakın son 3 aylık dönem itibariyle düzenlenmiş mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması, (Borsa, başvurusu yapılan menkul kıymetin kote olduğu borsanın ve sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi ile kamuyu aydınlatma düzeyini gözönüne alarak, ihraççının son 3 aylık ara döneme ait mali tablolarının bağımsız denetim raporlarını istemeyebilir. Ancak, ihraççının en son yaptırmış olduğu bağımsız denetim raporunu Borsa'ya vermesi zorunludur.)

c) Her bir yılda 1 Milyon ABD Dolarının (veya eşiti yabancı paranın) altında olmamak şartıyla, başvuru tarihi itibariyle son üç yılda toplam en az 6 Milyon ABD Doları (veya eşiti yabancı para) vergi öncesi kâr elde etmiş olması (Yönetim Kurulu "a" bendinde belirtilen sürenin kısaltılmasına karar verdiği takdirde, son yıl vergi öncesi kârının en az 1 milyon ABD Doları veya eşiti para olması.),

d) Özsermayesinin en az 10 Milyon ABD Doları (veya eşiti yabancı para) olması,

e) Borsaca uygun görülen kuruluşlarca yapılmış derecelendirmelerde en az "orta kalite"yi gösteren dereceyi almış olması ve başvuruda yer alan en son derecelendirme raporu tarihinin üzerinden 3 aydan fazla bir zaman geçmemiş olması,

Uluslararası kuruluşlar (Dünya Bankası vb.), bir devlet tarafından veya bir devlet garantisi ile ihraç edilmiş borçlanma araçları İMKB Yönetim Kurulu kararı ile Piyasa'da işlem görmeye başlar.

Birincil piyasa satışı içermeyen tüm başvurular, gerekli belgelerin tamamlanmış olması şartı ile İMKB tarafından dört hafta içinde sonuçlandırılır. Diğer tüm başvurular için değerlendirme ve inceleme süresi altı haftadır.

Pazar'dan Geçici veya Sürekli Olarak Çıkarma:[104]

Aşağıda belirtilen durumların oluşması halinde Yönetim Kurulu, Kotasyon Komitesi'nin teklifi veya görüşünü alarak; UP Kot İçi Pazar'da işlem gören yabancı sermaye piyasası araçlarını geçici veya sürekli olarak UP kotundan çıkarabilir, işlemlerini durdurabilir veya UP Kot İçi Pazar'dan UP Kot Dışı Pazar'a alabilir; UP Kot Dışı Pazar'da işlem gören yabancı sermaye piyasası araçlarının işlemlerini geçici veya sürekli olarak durdurabilir:

1) "UP İşlem Görme Taahhütnamesi" şartlarına uyulmaması,
2) Kamuyu aydınlatmaya ilişkin UP Yönetmelik hükümlerine, Yönetim Kurulu'nun bu konuda yapacağı düzenlemelere uyulmaması,
3)Ortaklığın iflasına veya tasviyesine karar verilmiş olması veya Borsa Yönetimi'nce geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle faaliyetlerinin 3 aydan uzun bir süre için durdurulmuş olması,
4)Ortaklığın Borsa'ya ödemekle yükümlü olduğu ücretleri ödememesi, ya da aleyhine yapılan icra takibinin sonuçsuz kalması,
5)Yabancı sermaye piyasası aracının piyasa değerinin Yönetim Kurulu'nca belirlenen oranda nominal değerinin altına düşmesi veya işlem hacmi ya da işlem görme sıklığının piyasa genel ortalamalarının, Yönetim Kurulu'nca belirlenen oranda altına inmesi veya işlem görmesinin sürekli ya da geçici olarak durdurulması,
6)Borsa'ca veya Borsa tarafından görevlendirilenlerce istenecek bilgilerin verilmemesi, eksik veya gerçeğe aykırı bilgi ve/veya belge verilmesi,
7)Depo sertifikalarının iptal edilerek saklama kuruluşundaki hisse senetleri üzerindeki blokajın kaldırılması sonucunda söz konusu sertifikaların işlemlerinin durdurulması,
8)Depo sertifikalarının temsil ettiği menkul kıymetlerin üzerindeki blokajın Takasbank'ın onayı olmaksızın saklama kuruluşu tarafından kaldırıldığının belirlenmesi,
9)Hakların kullanımı ile ilgili olarak ihraççı kuruluşun veya fon kurucusu veya yöneticisinin görevlerini ihmali.

---

[104] İMKB; **Uluslararası Pazar'a Kabul Kriterleri**, a.g.e.

Yönetim Kurulu, yukarıda belirtilen durumların oluşması halinde kottan çıkarma ve/veya UP'den geçici veya sürekli olarak çıkarma kararını vermeden önce ilgili ortaklığı durumunu düzeltmesi için uyarabilir ve süre verebilir.

Kot Dışı Pazar'a Kabul Şartları:[105]

Yabancı ihraççı ve menkul kıymete ilişkin Kot İçi Pazar'a kabul şartlarından herhangi birinin sağlanmamış olması durumunda, söz konusu menkul kıymetlerin UP Kot Dışı Pazar'a kabulü için aşağıdaki şartlar aranır.

1) Uygulanacak muhasebe standartlarına göre hazırlanmış ve son yıl ve başvurunun yapıldığı tarihe en yakın son 3 aylık dönem itibariyle düzenlenmiş mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması, (Kendi ülkesinde mevcut muhasebe standartlarına göre denetimden geçmiş olması durumunda, uygulanacak muhasebe standartlarına göre farklar; bunların kar ve zarar ile bilanço kalemleri üzerindeki etkilerinin belirtilmesi gerekmektedir),
2) Kuruluşundan itibaren en az 1 faaliyet yılı geçmiş olması (yatırım fonu ve ortaklıklarında bu şart aranmaz.),
3) Bir örneği Borsa'dan temin edilecek Uluslararası Pazar Taahhütnamesi'nin imzalanıp, Borsa Başkanlığı'na teslim edilmiş olması,
4) Yabancı menkul kıymetlerin, piyasadaki mevcut tedavül hacmi bakımından Borsa Yönetimi'nce önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,
5) Esas sözleşmenin yabancı menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemesi,
6) Borsa Yönetimi'nce geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son 12 ay içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato istememiş olması.

[105] İMKB; **Uluslararası Pazar'a Kabul Kriterleri**, a.g.e.

Uygulanacak Muhasebe Standardı:[106]

İhraççıların Pazar için hazırlayacakları mali tablolar aşağıdaki standartlara uygun olarak düzenlenmek zorundadır;

1)ABD veya İngiltere Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartları,
2) Uluslararası Muhasebe Standartları,
3) Avrupa Birliği'nin kabul etmiş olduğu muhasebe standartları.

Yukarıdaki standartlara göre hazırlanmış söz konusu mali tabloların her mali yıl sonu itibariyle bağımsız denetimden geçmiş hallerinin Borsa'ya gönderilmesi zorunludur. Borsa, hazırlanacak mali tabloların Uluslararası Muhasebe Standartları'na göre farklarının söz konusu mali tablolar içerisinde belirtilmesini zorunlu tutabilir.

Borsa, yukarıda belirtilen standartlar dışında ihraççının kendi ülke mevzuatına uygun olarak hazırlamış olduğu ve bağımsız denetimini yaptırmış olduğu mali tabloların Uluslararası Muhasebe Standartlarına göre farklarının verilmesini zorunlu tutabilir.

Tablo 6: Pazar'a Kabul ve Pazar'da Kalma Ücretleri

İlk Kabul Ücreti	: 2.500,- ABD Doları
Yıllık Ücret	: 500,- ABD Doları
İlave Kabul Ücreti	: 2.500,- ABD Doları

Kaynak: İMKB; Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, a.g.e., s.431.

2.2.3. İMKB UP Alt Piyasaları

Uluslararası Pazar, aktif olarak faaliyet gösteren iki piyasadan oluşmaktadır:

- Yabancı hisse senetlerini temsil eden depo sertifikalarının işlem gördüğü İMKB UP Depo Sertifikaları (DS) Piyasası,

[106] İMKB; **Uluslararası Pazar'a Kabul Kriterleri,** a.g.e.

- Uluslararası borçlanma araçlarının işlem gördüğü İMKB UP Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası.

Bu iki piyasanın alım-satım sistemleri birbirinden farklı özelliklere sahiptir.

İMKB UP'da işlemler hafta içi her gün aşağıda belirtilen saatler arasında yapılır;

Tablo 7: Uluslararası Pazar İşlem Saatleri

Depo Sertifikaları Piyasası	**13.00-16.30**
Tahvil ve Bono Piyasası	
Kesin Alım-Satım İşlemleri	**10:00-17:00**
Repo-Ters Repo İşlemleri	**10:00-16:00**

Kaynak: İMKB 2003 Faaliyet Raporu, a.g.e.

2.3. İMKB UP DEPO SERTİFİKALARI PİYASASI

Yabancı hisse senetlerini temsil eden depo sertifikalarının işlem gördüğü İMKB UP Depo Sertifikaları Piyasası (Piyasa) 25 Temmuz 1997 tarihinde faaliyete geçmiştir. Piyasa'nın kurulmasındaki amaç, uluslararası sermayenin Borsa'ya yönelmesini teşvik etmek ve yatırımcıların uluslararası kapsamda arz edilen sermaye piyasası araçları üzerinde yapacakları işlemler için şeffaf ve güvenilir bir ortam yaratmaktır.

İMKB UP Uluslararası DS Piyasası, menkul kıymetlerin taşıdıkları özellikler baz alınarak Kot İçi ve Kot Dışı Pazar olarak iki bölüme ayrılmıştır. Borsa tarafından yapılan inceleme sonucunda, UP Kot İçi Pazar'a kabul kriterlerini sağlayan menkul kıymetler Kot İçi Pazar'a, UP Kot Dışı Pazar'a kabul kriterlerini taşıyanlar ise Kot Dışı Pazar'a Yönetim Kurulu'nun onayına bağlı olarak kabul edilmektedirler.

İMKB UP Depo Sertifikaları Piyasası'nda 31 Aralık 2003 itibarıyla 28 aracı kuruluşun işlem yapma yetkisi bulunmaktadır.[107]

[107] İMKB; **İMKB 2003 Faaliyet Raporu**, a.g.e.

2.3.1. İşlem Sistemi

Depo sertifikalarının işlem göreceği işlem sistemi, sürekli müzayede sistemi içinde piyasa yapıcılık mantığı içinde kurulmuştur. Her şirketin bir piyasa yapıcısı vardır. Aynı piyasa yapıcı birden fazla şirkette piyasa yapıcılık yapabilmektedir. Söz konusu işlem sisteminin seçilmesindeki amaç, piyasa yapıcının görevli olduğu menkul kıymette sürekli olarak çift taraflı kotasyon vererek fiyat sürekliliğini ve stabilizasyonunu sağlaması, doğru ve etkin çalışan likiditesi yüksek bir piyasa oluşturmasıdır. Pazar, tamamen elektronik ortamda çalışmakta ve işlemler bilgisayarlar aracılığı ile gerçekleştirilmektedir.

2.3.2. Emir Türleri

Normal emirler bir lot ve katları halinde verilir. Bir defada verilebilecek emir miktarı Yönetim Kurulu'nun belirleyeceği limiti aşamaz. Bir lottan az emir içeren lot altı emirler menkul kıymet sayısı belirtilerek verilir. Sistem "limit", "kalanı iptal et", "özel" ve "tarihli" emirler gibi farklı türde emirlerin kullanılmasına izin verir. Emirlerin geçerlilik süresini İMKB Yönetim Kurulu belirler. Üyeler tarihli emirlerini günlük emire dönüştürebilirler. Seans süresince piyasa yapıcıları istedikleri zaman kotasyonlarını değiştirebilirler. Ancak, değiştirilen kotasyonlar zaman önceliği kuralına göre yeniden sıralanırlar. Özel emirler İMKB Yönetim Kurulu'nca her bir menkul kıymet için belirlenen limiti aşan emirlerdir ve kısmi olarak işlem göremezler.

Yönetim Kurulu, rüçhan hakkı pazarında kullanılacak alım satım metodunu, fiyat adımlarını, miktarları ve emir türlerini düzenlemeye yetkilidir.

2.3.3. Fiyat Limitleri

Her depo sertifikası için seans sırasında çok fiyat-sürekli müzayede sistemi içinde piyasa yapıcılık yöntemine göre oluşan fiyatlar için limit yoktur. İMKB

Yönetim Kurulu gerektiği durumlarda alt ve üst fiyat limiti konulmasına karar verebilir.

2.3.4. Takas ve Saklama

Piyasa'da işlem gören depo sertifikalarının menkul kıymet ve nakit takas işlemleri İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) tarafından yapılır. Ancak, piyasada işlem görecek menkul kıymetlerin yurtdışında bulunması ve işlemlerin döviz cinsinden yapılması nedeniyle, Takasbank söz konusu işlemleri muhabir bankaları aracılığı ile sonuçlandırır.

Depo edilen menkul kıymetlere bağlı kâr payı, bedelli ve bedelsiz pay alma gibi tüm maddi hakların kullanılarak sahiplerine iletilmesi ihraççı kuruluşun temsilcisi olan bir aracı kuruluş tarafından yerine getirilmekte, Takasbank bu işlemlerde aracılık yapmaktadır.

2.3.5. Teşekkül Eden Fiyatların İlanı

Pazar'da yapılan işlemler sonucunda, her depo sertifikası için Borsa kaydına alınan fiyatlar ve toplam işlem miktarları en geç seansın bitimini izleyen ilk iş günü Borsa bülteninde ilan edilir. Bu ilanlarda fiyatlar seansta kayda alınan en düşük, en yüksek ve kapanış fiyatı olarak belirtilir. [108]

2.4. İMKB UP TAHVİL VE BONO PİYASASI

Uluslararası borçlanma araçlarının işlem gördüğü İMKB UP Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda kesin alım satım işlemleri 24 Şubat 1997, repo-ters repo işlemleri de 29 Ağustos 1997 tarihinde faaliyete geçmiştir.

Kesin Alım Satım işlemleri bankalar ve aracı kurumlar tarafından yapılabilirken Repo-Ters Repo işlemleri sadece bankalar tarafından Amerikan Doları

[108] İMKB; **İMKB Uluslararası Pazar**, a.g.e.

ve Euro üzerinden gerçekleştirilebilmektedir. Şu anda bu Piyasa'da Türkiye Cumhuriyeti'nce yurtdışında satılmak üzere ihraç edilmiş olan uluslararası tahviller işlem görmektedir.[109]

İMKB kotunda bulunan Japon Yeni, ABD Doları, ve Euro cinsinden yapılan tahvil ihraçları 31 Aralık 2003 tarihi itibarıyla 28,3 milyar ABD Doları'dır. 31 Aralık 2003 tarihi itibarıyla 31 uluslararası tahvil Borsa kotundadır ve 54 aracı kuruluşun Piyasa işlem yetkisi bulunmaktadır.[110]

2.4.1. İşlem Sistemi

Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası, emirlerin Piyasa Eksperleri tarafından telefon yoluyla alınarak bilgisayar sistemine girildiği bir işlem sistemini kullanmaktadır. Her emir bir tanımlama numarası ile fiyat ve zaman önceliği kurallarına göre sistemde yer almaktadır. Piyasa'da bütün telefon konuşmaları kayıt edilmekte ve gerçekleşen işlemlere ait sözleşme dökümleri üyelere faks mesajları ile iletilmektedir.

Menkul kıymet tanımları, her valör günü için her bir menkul kıymet bazında en iyi alış ve satış emirleri, piyasa derinliği gibi cari bilgiler ile gerçekleşen işlemlere ilişkin özet Piyasa bilgileri bilgi dağıtım kuruluşları aracılığı ile dağıtılmaktadır.

2.4.2. Emir Türleri

İşlem sistemi sadece günlük emirlere izin vermektedir. Emirler Kesin Alım Satım ve Repo-Ters Repo İşlemleri için en az 3 işgünü en fazla 90 gün valörlü olarak verilebilmekte, gün sonunda eşleşmemiş durumda bulunan emirler sistem tarafından iptal edilmektedir. Repo-Ters Repo emirlerinde vade 1 gün ila 1 yıl arasında değişebilmektedir.

---

[109] TSPAKB; **Ulusal ve Uluslararası Piyasalar**, a.g.e., s.133.
[110] İMKB; **İMKB 2003 Faaliyet Raporu**, a.g.e.

2.4.3. Takas ve Saklama

Uluslararası Tahvillerin menkul kıymet ve nakit takas işlemleri Takasbank tarafından yapılır. Ancak, bu menkul kıymetlerin yurtdışında bulunması ve işlemlerin döviz cinsinden yapılması nedeniyle Takasbank söz konusu işlemleri yurtdışındaki muhabir bankaları aracılığı ile sonuçlandırır.

Menkul kıymet takas işlemleri Takasbank'ın Euroclear nezdindeki hesabı üzerinden sonuçlandırılır ve işlem yapan üyeler menkul kıymet yükümlülüklerini bu hesaba yatırarak yerine getirirler. Üyeler, nakit yükümlülüklerini Takasbank'ın Citibank New York nezdindeki hesaplarına yatırmak sureti ile yerine getirirler.

Piyasa'da işlem yapacak üyeler, işlem konusu menkul kıymetlerini Euroclear, Cedel veya herhangi bir saklama kuruluşunda saklatabilecekleri gibi kıymetlerini Takasbank'ın Euroclear nezdinde açtırdığı menkul kıymet saklama hesabına devrederek saklama hesaplarını Takasbank nezdinde de açtırabilirler.

Takas ve saklama işlemlerine ilişkin maliyetler Takasbank tarafından ayrıca tahakkuk ettirilir.

2.4.4. Teşekkül Eden Fiyatların İlanı

Piyasa'da yapılan işlemler sonucunda, her menkul kıymet ve vade için Borsa kaydına alınan fiyatlar, oranlar ve toplam işlem miktarları seansın bitimini izleyen ilk iş günü Borsa Bülteni'nde ilan edilir. [111]

2.4.5. Borsa Payı

Alıcı ve satıcıdan ayrı ayrı işlem tutarının yüzbinde 5'i kadar Borsa Payı alınır. İMKB Tahvil Bono Piyasası'ndaki Borsa Payı ise yüzbinde 1,5 seviyesindedir. Teminatlar Piyasada işlem yapacak üyeler 50.000 ABD$ tutarında teminat yatırırlar.

---

[111] İMKB; **İMKB Uluslararası Pazar**, a.g.e.

Teminat Türleri;

1. ABD Doları, Euro, İngiliz Sterlini ve Japon Yeni cinsinden nakit,
2. ABD Doları, Euro, İngiliz Sterlini ve Japon Yeni cinsinden banka teminat mektubu,
3. Döviz cinsinden ihraç edilen gelir ortaklığı senetleri,
4. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem gören döviz ödemeli devlet iç borçlanma senetleri,
5. Piyasa'da işlem gören Uluslararası Tahviller.

Aynı gruba, holdinge, şirkete bağlı veya bunlar tarafından %40'tan fazlası kontrol edilen bankalar birbirlerine ve/veya bağlı aracı kurumlarına doğrudan doğruya teminat mektubu veremezler.[112]

[112] TSPAKB; **Gündem**, Nisan 2004, Sayı:20.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB UP'IN FİNANSAL PİYASALAR İÇERİSİNDEKİ KONUMU VE DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. ULUSLARARASI ENTEGRASYON

3.1.1. Türkiye'nin Finansal Küreselleşme Açısından Konumu

Türkiye küreselleşme akımına uygun olarak ekonomisini 1980'lerden itibaren dönüştürmeye başlamıştır. 24 Ocak kararları, 1980'lerin sonunda sermaye hareketlerini serbest bırakması ve 1994'de AB Gümrük Birliği'ne girmesi bu yönde çok önemli somut adımlardır. AB ile bütünleşme amacı bu yolda nihai adımdır. Ancak 1990-2000 döneminde ekonomi yönetiminde yapılan hatalar ülkenin makro ekonomik göstergelerini bozmuş, Türkiye'nin küresel sermaye akımlarından yeterince yararlanmasını engellemiştir. 1990-1997 döneminde gelişmekte olan ülkelere önemli miktarda yabancı sermaye ve hisse senedi piyasalarında portföy yatırımı artarken, Türkiye ancak yüksek reel faiz politikası nedeniyle borçlanma yolu ile dış finansman sağlamıştır. Sağlıksız gelişmeler ülkenin ekonomisi ile bankacılık sistemine zarar verirken, nihai amaç olan reel kesime sermaye akışı olmamış, hisse senetleri pazarı ile özel sektör tahvil piyasası istenilen gelişmeyi sağlayamamıştır. Bu sonuç Türkiye'nin küreselleşmenin külfetlerine katlanırken nimetlerinden faydalanmasını engellemiştir. Türkiye'nin küreselleşme akımına uyum sağlayarak uluslararası sermaye hareketlerinden pay alması ve daha fazla yabancı sermaye çekebilmesi için:

- Makro ekonomik göstergelerini düzeltmesi,
- Kamu açıklarını ortadan kaldırması,
- Bankacılık sektörünü sağlıklı bir yapıya dönüştürmesi,
- Ülke yönetiminde istikrarı sağlaması,
- Yabancı yatırımcılara diğer gelişmekte olan ülkeler gibi bürokraside kolaylıklar sağlaması gerekmektedir.

Bu koşulların gerçekleşmesi ile yabancı sermayenin derhal yurdumuza gelmesi de beklenmemelidir. Yabancı sermaye genellikle belirli bir süre bu koşullara uyan ülkeleri izledikten sonra gelmektedir.[113]

3.1.2. Türkiye'nin Finansal Serbestleştirme Süreci

Türkiye'de 1980 yılından itibaren, 70'li yılların sorunlu ortamından bir çıkış yolu olarak gerek dış dinamikler ve gerekse gelişen yeni iç dinamiklerin etkisi ile önemli bir dönüşüm yaşanmıştır. Büyüme, ihracat artışı, gelişmiş bir mali sistem ve ekonomik istikrar bu süreçte önemli hedefler olmuştur. Alınan yeni iktisadi kararlar ile öncelikle mal piyasaları dış piyasalara açılarak ticaret rejimi serbestleştirilmiş, daha sonra da yurt içi mali piyasaların uluslararası mali piyasalar ile eklemlenmesi amacıyla bir takım tedbirler alınmış ve mevzuat değişikliği gerçekleştirilmiştir. Mali piyasalar ve sermaye hareketlerine yönelik serbestleştirme süreci 1989-1990 döneminde tamamlanmıştır. [114]

Türkiye'de finansal liberalleşme iki adımda gerçekleştirilmiştir. İlk adımda, içeride kamu otoritesinin denetim ve baskısı altında olan mali piyasalar serbestleştirilmiştir. 1981 yılında faizler, 1984 yılında da döviz işlemleri serbest bırakılmıştır. Hedef, faizin sermayenin gerçek risk ve maliyetini göstermesi ve tasarrufları özendirerek kaynak dağılımında etkinliği sağlayacak düzeylere inmesi olmuştur. 1981 yılına kadar yurt içinde faiz oranları yatırımları teşvik etmek amacıyla düşük tutulmuştur. Ancak düşük faizler tasarruf eğilimini olumsuz etkilediği için piyasada gerekli fonlar oluşmamıştır. Yabancı kaynaklar da yeterli olmayınca, faizler tasarrufları artırmak için yükseliş yönünde serbest bırakılmıştır.

Türkiye 24 Ocak 1980 kararları ile dış açıkları giderme, ekonomide devletin rolünü azaltma, genel fiyat düzeyini istikrarlı kılma ve kaynakların piyasa koşullarına göre tahsisini sağlama amacına yönelik bir ekonomik reform paketi benimsemiştir. 1980-1983 döneminde ihracatı artırmaya ve yüksek enflasyon oranını düşürmeye önem verilerek, ciddi bir istikrar programı uygulanmıştır. Bu dönemde dış borçların

[113] KARAN, Mehmet Baha, KARACABEY, Ali Argun; a.g.e., s.190.
[114] GÜVEN, Samih, a.g.m.

düzenli ödenmesine ve ihracatı artırarak yabancı kaynak ihtiyacının azaltılmasına öncelik verilmesi, ülkenin kredi değerliliğini yükseltmiştir.

1980 istikrar programı içe yönelik ithal ikameci kalkınma stratejisinden, dışa yönelik kalkınma stratejisine doğru önemli bir gelişme sağlarken, ticaret ve sermaye hareketleri liberasyonuna geçişi de mümkün kılmıştır. Türk Lirası'nın konvertibilitesinin sağlanması, bu gelişmenin en önemli göstergesidir. 29.12.1983 tarihinde yürürlüğe giren 28 sayılı karar, Türk kambiyo rejiminin en önemli gelişmelerinden olmuştur. Ayrıca sonra 30 sayılı karara dönüştürülen ve 02.07.1984'te yayınlanan bu kararla, kambiyo rejiminin liberasyonuna ilişkin önemli adımlar atılmıştır. 1986 yılında İMKB yeniden faaliyete başlamış ve 1989 yılında sermaye piyasası yabancı portföy yatırımcılarına tamamen açılmıştır.

Finansal liberalleşmenin ikinci adımında süreç uluslararası plana taşınmıştır. Mal hareketlerine paralel olarak uluslar arası sermaye hareketleri de serbestleştirilmiştir. 11.08.1989 tarihinde 32 sayılı karar yayınlanmış, yatırım fonlarının kurulması için gerekli koşullar sağlanmıştır. 32 sayılı karar, finans sektörünün reformunun temelini oluşturmakta, böylece sermaye piyasasının dünya piyasaları ile entegrasyonu amaçlanmaktadır. [115]

3.1.3. Hukuki Düzenlemeler

Türkiye'de 1980'den itibaren liberalizasyon programı çerçevesinde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi hususunda önemli hukuki düzenlemeler yapılmıştır. Özellikle, 11 Ağustos 1989'da çıkan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar sermaye hareketlerinin liberalizasyonu konusunda bir dizi hükümler içermektedir.

Liberalizasyon seviyesine dayanarak, kambiyo rejiminde. Nisan 1990 tarihinde Türkiye'nin Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) ile yaptığı anlaşma sonucunda 14. maddeden 8. maddeye geçilmesi kararı alınmış ve

[115] SELİMATA, Selim; a.g.m., s.5-6.

TL'nin konvertibilitesi kabul edilmiştir. Uzun yıllar kambiyo kontrolleri uygulayan Türkiye için bütün bu düzenlemeler büyük bir atılım niteliğindedir.

Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'na İlişkin 32 Sayılı Karar

32 Sayılı Karar'ın Genel Esaslara ilişkin birinci bölümünde menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarının da dahil edildiği döviz ve dövizi temsil eden belgelere ilişkin yapılan işlemler; Türk parası ve Türk parasını temsil eden belgelerin ithal ve ihracı, kıymetli maden, taş ve eşyalara ilişkin işlemler; prim tahsili suretiyle bedelsiz ithal izni verme; ithalata ve ihracata; görünmeyen işlemlere ait düzenleyici ve sınırlayıcı esasların bu karar çerçevesinde belirleneceği bildirilmiştir. (md.1) Kararın 2. maddesinde "yurtiçinde ve yurtdışında yerleşik kişi" tanımlaması yapılmış ve menkul kıymetler kapsamına giren belgeler açıklanmıştır.

Sermaye ve para piyasalarında işlem görmekte olan her çeşit yabancı menkul kıymetler ve yatırım fonları menkul kıymetler sınıfına dahil edilmiştir (md.2/c). Sermaye piyasaları ile ilgili olarak yine menkul kıymetler dışında kalan ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen araçlar da diğer sermaye piyasası araçları olarak ifade edilmektedir (md. 2 s).

32 Sayılı Karar, uluslararası portföy yatırımları konusunda serbesti sağlamaktadır. Kararın 15. maddesi a bendi, sermaye piyasası araçları ile menkul kıymetler kapsamındaki hisse senetleri, tahvil, hazine bonosu, yatırım fonları ve diğer söz konusu kıymetler ile sermaye piyasası araçlarının Türkiye'ye giriş ve çıkışlarını serbest bırakmaktadır Yine bu madde kapsamında. Türkiye'de yerleşik kişilerce menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurtdışında hiç bir kısıtlamaya maruz kalmadan serbestçe ihracı, arz ve satış işlemleri yapılabilecektir (md.15/b). Buna karşılık, yurtdışında yerleşik niteliğini taşıyan gerçek ve tüzel kişiler de Türkiye'de menkul kıymet ve sermaye piyasası araçlarını ihraç edebilecekleri gibi bu kıymet ve araçların halka arz ve satışlarına ilişkin işlemleri, yerleşik kişiler için geçerli olan sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde yapabileceklerdir (md. 15/c).

Yurtdışındaki yerleşik kişiler, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde her türlü menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarını yetkili kılınan bankalar ve aracı kurumlar aracılığıyla alım-satım işlemlerini yapabilmektedir. Aynı zamanda bu kıymetler ve araçlardan sağlanan gelirler ile satış bedellerini, yurtdışındaki herhangi bir ülkeye bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla kolayca transfer edebileceklerdir (md. 15/d(i)).

Aynı şekilde Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar, özel finans kurumlan ve Sermaye Piyasası Kanunu'nca yetkilendirilmiş aracı kurumların aracılık hizmetlerini kullanarak, yurtdışındaki finansal piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin alım-satım işlemlerini yapabilmekte ve bu kıymetlere ilişkin alış bedellerini yurtdışına çıkarabilmektedir (md. 15/d(ii)).

Yurt içinde ve yurt dışında yerleşik kişiler adına menkul kıymet alım-satım işlemlerini yürüten bankalar ve aracı kurumlar, bu işlemlerle ilgili olarak üçer aylık donemler halinde Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na bilgi vermek zorundadır (md.15/e)

Bankalar ve özel finans kurumları, yurtdışına yaptıkları transfer işlemlerinde 50.000 ABD Dolarına kadar miktar için herhangi bir bildirimde bulunmak zorunda değillerdir. Ancak bu miktarı geçen transferler için transfer işlem tarihinden itibaren 30 gün içinde Maliye Bakanlığı'nca tespit edilen resmi kuruluşlara bildirimde bulunacaklardır (md.4/e). Yurtiçi ve yurtdışında yerleşik kişiler. 5.000 Amerikan Dolarına kadar herhangi bir para cinsini beraberlerinde yurtdışına çıkarmaları ve yurtiçine de getirmeleri serbesttir. Dışarıda yerleşik kişiler ile Türkiye'de yerleşik sayılmakla birlikte yurtdışında çalışan Türk uyruklu kişiler yurda girişlerinde beyan etmek koşuluyla. 5.000 ABD Doları veya eşitini aşan miktarlardaki döviz cinsini beraberlerinde yurtdışına serbestçe çıkarabilirler. Türkiye'de yerleşik kişiler ise; bankalar ve özel finans kurumlarından bu miktardaki dövizi satın aldıklarını belgelemek suretiyle, yurt dışına çıkarabilirler (md..4/f-2).

Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu

Yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmesini özendirmek ve teşvik etmek amacıyla yapılan yasal düzenlemeler 1954 yılında çıkarılan Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'na dayanmaktadır. Bu Kanun'un 4. ve 5. maddeleri yabancıların Türkiye'de doğrudan yatırımları sonucu elde ettikleri kâr ve ana sermaye ile hisselerin transferine ilişkin hükümlerden oluşur. 5. maddenin a bendine göre yabancıların ellerinde bulundurdukları hisse senetlerinin kârı, hisse senedine ilişkin temettü tutarı transfer edilmek istendiğinde, transfer zamanında cari resmi kambiyo kurundan geldiği ülkenin para birimine çevrilerek transfer edilebilecektir Aynı maddenin b bendinde ise nama yazılı hisse senetlerinin ve muvakkat makbuzlarının hem Türkiye içinde hem de yurtdışında her tabiyetten kişiler tarafından serbestçe dolaşım hakkının olduğu belirtilmektedir.

6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nda. değişik tarihlerde çıkarılan yönetmelik, tebliğler ve çerçeve kararları neticesinde yeni yasal düzenlemelerle değişiklikler yapılmıştır.

1967 yılında çıkarılan yönetmelikle, Yabancı Sermaye Teşvik Kanunu'nu uygulamakla yetkili olan Ticaret Bakanlığı'nın görevleri, Devlet Planlama Teşkilatlına bağlı Yabancı Sermaye Dairesi'ne verilmiştir.

Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı

1986 yılında yürürlüğe giren Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı 6224 Sayılı Yabancı Sermaye Teşvik Kanunu ve 1567 Sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanun kapsamında yabancı sermaye ile ilgili izin esaslarını içermektedir.

Yurtdışında yerleşik kişi ve kuruluşlar, ülkenin ekonomik kalkınmasında yarar sağlayacak, Türk özel sektörüne açık bulunan herhangi bir sektörel alanda faaliyet göstermek suretiyle tekel veya özel bir imtiyaz elde etmemeleri kaydıyla,

Türkiye'de serbestçe yatırım yapabilecek, ticari faaliyette bulunabilecek, ortaklığa katılabilme, hisse alma ve şube açma gibi faaliyetlerini hiç bir kısıtlama olmaksızın serbestçe yürütebileceklerdir (md.4/a). Sermaye tutarlarının toplamı 150 milyon ABD Dolarını geçen yabancı sermaye başvurulan Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) tarafından yapılacak ön incelemeden sonra Bakanlar Kurulu'nun onayına sunulmaktadır (md.4/b).

Çerçeve kararına göre, yabancı kişi ve kuruluşların Türkiye'deki şirketlerin hisselerinin alım-satım işlemleri ile yabancı sermaye kuruluşlarının tasfiye ve birleşme işlemlerinin incelenmesi ve karara bağlanmasında, yine Devlet Planlama Teşkilatı yetkili kuruluştur Kambiyo mevzuatına göre. yabancıların Türk menkul kıymetlerini alım ve satım işlemlerini 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'na göre tescil ettirmeleri gerekmektedir (md 4/e). Yurtdışında yerleşik kişi ve kuruluşların satın aldıkları nama yazılı hisse senetlerinin Devlet Planlama Teşkilatı tarafından garanti şerhi verilmek suretiyle yurt dışına transfer işlemleri yapılabilmektedir(md.4/f).

Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı Tebliği

Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı'na göre verilecek izinlerle ilgili esasları belirleyen Tebliğ'in 3. maddesine göre, yurtdışında yerleşik kişi ve kuruluşlar, Türkiye'de faaliyette bulunan şirketlere ortak olmak veya hisse senetlerini almak için DPT'nin bu Tebliğ çerçevesinde istediği bilgi ve belgelerle birlikte Devlet Planlama Teşkilatı, Yabancı Sermaye Dairesi Başkanlığı'na müracaat etmeleri gerekmektedir.

Yine Tebliğin 4. maddesine göre, yurtdışında yerleşik kişi ve kuruluşlar, Türkiye'de faaliyet gösteren yabancı kökenli sermaye kuruluşları Türkiye'de halihazırda mevcut ve kurulacak şirketlere iştirak edebilmektedir. İştirak için Yabancı Sermaye Dairesi Başkanlığından izin alacaklardır. Yabancı kişi ve kuruluşlar hisselerine tekabül eden kâr ve temettüden zorunlu vergiler düşüldükten sonra kalan miktarı, gerekli belgeleri göstermek suretiyle yurtdışına serbestçe transfer edebilmektedir.

Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte, ilgili kanunlar çerçevesinde Türkiye'ye yönelecek sermaye hareketlerine ilişkin esaslar da uygulamaya konulmuştur (md. 1)

Sermaye Piyasası Kanunu ve Tebliğleri

Sermaye piyasalarının denetimini sağlayan Sermaye Piyasası Kanunu'na göre, Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkileri arasında; yurtdışında yerleşik kişilerce Türkiye'de sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzı konusunda ilgili mevzuat düzenlemelerinin yapılması da yer almaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Tebliğlerinde; Türk Parasının Kıymetini Koruma Mevzuatı çerçevesinde yapılan işlemlerle ilgili bilgilerin, bankalar ve diğer aracı kurumlar ile portföy yönetim ve yatırım danışmanlığı şirketlerince tablolar halinde Kurul'a gönderilmesi zorunluluğu getirilmektedir.

Tebliğ'de, yurtiçinde ve dışındaki yerleşik kişilerin Türkiye'de veya yurtdışındaki finansal piyasalarda menkul kıymetlere ilişkin yapmış oldukları alım-satım işlemlerine ait bilgilerin yer alacağı tablolara ilişkin esaslar belirlenmiştir Bankalar ve aracı kurumlar verecekleri bilgileri, bu tablolar kapsamı içerisinde hazırlayacaklar ve Sermaye Piyasası Kurulu'na göndereceklerdir Aylık donemler itibarıyla düzenlenecek işlemlere ilişkin bilgiler, işlemlerin gerçekleştiği ayı izleyen 7 gün içinde Kurul'a bir yazı ile gönderilecektir. 8 Ocak 1994 tarihi itibarı ile Kurul'a gönderilmesi gereken, dışarıda yerleşik kişilerce yapılan menkul kıymet işlemlerine ilişkin bilgilerin içeriği aşağıda verilmektedir;

- Sermaye piyasası aracının türü,
- İhraççı kuruluşun unvanı,
- Kurumsal veya bireysel müşteri niteliği, kullanılan para birimi,
- İşlemin Borsa veya Borsa dışındaki piyasada gerçekleştiği,
- Alış veya satış işlemlerinin nominal değerleri, yekün alış veya satış değerleri,
- İşlem yapılan yurtdışı piyasalardaki aracı kuruluş,

- Müşteri veya portföy emri niteliği,
- Saklama bilgileri.

Halihazırda, Sermaye Piyasası Kanunu 16. maddesi a bendi, kamunun aydınlatılmasında özel durumlara ilişkin açıklamalar getirmektedir. Borsalar ve diğer teşkilatlanmış piyasalarda hisse senetleri işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür veya yardımcıları ile sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip ortaklar, hisse senedine sahip oldukları şirketlerle ilgili olarak. Kurul'un kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri Sermaye Piyasası Kurulu'na, ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirir.

Kurul'un "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ"inde hisse senetleri borsada işlem gören ve görmeyen ortaklıklar için belirlenen şekil ve esaslar düzenlemektedir.

Hisse senetleri Borsa'da işlem görmekte olan bir ortaklıkta yerli ve yabancı ayrımı yapılmaksızın gerçek veya tüzel kişiler veya bu gerçek veya tüzel kişi ile hareket eden diğer üçüncü kişilerin;

-toplam oy hakkının veya sermayenin % 10'una veya daha fazlasına sahip olması,
-ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının %10'un altına düşmesi durumunda ve
-bu ortaklıkların yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür yardımcıları ve sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortaklardan herhangi birinin, ortaklığın hisse senedi alış veya satışları toplamının sermayenin %1'ine ulaşması durumunda Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na izleyen ilk iş günü saat 9.00'a kadar gerekli bilgilendirme yapılacaktır. Borsa, bu açıklamayı seans sırasında ve yayınladığı bültenle kamuya duyuracaktır.

Hisse senetleri Borsa'da işlem görmekte olan ortaklıkların yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür yardımcıları ve sermayenin %10' undan fazlasına sahip ortaklardan herhangi birinin, ortaklığın hisse senedi alış veya satışları

toplamının sermayenin %l'ine ulaşması durumunda, işlemleri yapan kişiler, izleyen ayın ilk haftası içinde, alınan veya satılan hisse senetlerinin miktarı, fiyatı ve işlem tarihlerini Sermaye Piyasası Kurulu ve İMKB'na bildirir.

Özelleştirme kapsamındaki ortaklıklar dahil olmak üzere, Borsa'da işlem gören anonim ortaklıkların, dolaşımdaki hisse senetlerinin miktarının artışı için sermayenin % 15'ine kadar olan hisse senetlerinin altı ay içinde Borsa'da satılmasına ilişkin işlemlere başlanılması durumu, Sermaye Piyasası Kurulu'na ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na bildirilecektir. Ayrıca konuyla ilgili anonim ortaklığın aracı kurum ile anlaşma yapılması durumunda, satılacak hisse senedi, nominal tutarı ve satış dönemine ilişkin bilgiler de Sermaye Piyasası Kurulu'na ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na bildirilecektir. Satışlara en erken, açıklamanın yapılmasını takip eden 5. günde başlanılacaktır.

Satışların toplamının, sermayenin %15'ini aşması durumunda ise bu satışlar, Sermaye Piyasası Kurulu' nca yayınlanan Seri I, 14 Nolu Tebliğ'in hükümlerine tabi olacaktır.

Bu hükümlerden amaçlanan, piyasanın fiyat istikrarını bozabilecek ve yatırımcının zarar görmesine yol açacak koşulların engellenmesidir. Bu düzenlemeler ile Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, şirketlerdeki büyük çaplı sermaye oranı sahipliği değişimlerinin de gözlemlenebilmesi amaçlanmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Genelge ve Talimatları

Merkez Bankasının yayınladığı genelgeler çerçevesinde Türk menkul kıymetlerinin ve diğer sermaye piyasası araçlarının Türkiye'de alım-satımı ve bunlara ilişkin gelirler ile satış bedellerinin yurtdışına transferinin serbest olduğu belirtilmektedir.

Konuyla ilgili mevzuat hükümleri yukarıda verildiği üzere yabancıların, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları dahil olmak üzere her türlü menkul kıymetleri

ve sermaye piyasası araçlarını, Sermaye Piyasası Kurulu'na göre yetkilendirilen bankalar ve aracı kurumlar aracılığıyla almaları, satmaları, bunlara ilişkin gelirleri ve satış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.

Yabancılar aynı zamanda Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde Türkiye'de menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç edebilecekler ve halka arz etmek suretiyle satış işlemlerini yapabileceklerdir.

Diğer taraftan yine, Türkiye'de yerleşik konumda bulunan kişiler, yabancı piyasalardan menkul kıymetleri satın alma ve satma işlemleri sonucunda sermaye giriş ve çıkış transferlerini kolayca yapabilmektedir. Yerli yatırımcılar da, aynen yabancı yatırımcılar gibi sermaye piyasası araçlarını yabancı piyasalara ihraç edebilme ve ilgili finansal piyasalarda arz ve satışlarına ilişkin işlemlerini yapabilme serbestisine sahiptir.

TCMB talimatları çerçevesinde, bankalar, aracı kurum ve özel finans kurumları aracılığıyla yapılan menkul kıymet işlemlerinin, takip eden 30 gün içerisinde Merkez Bankası'na bildirilmesi gerekmektedir.

Dışarıda yerleşik kişiler Türkiye'de satın aldıkları menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin temettü, kar payı ve faiz gibi gelirlerini, TCMB'nin görünmeyen işlemlere ilişkin talimatının F1, F2, F3 fıkralarına göre bankalar, aracı kurumlar ve özel finans kurumları aracılığıyla yurtdışına transfer edebilmektedir. Menkul kıymet kazançlarının transferine ilişkin bu hüküm, menkul kıymet alım-satım işlemleri sonucunda elde edilen kazançlardan komisyon, faiz, vergi ve benzeri yükümlülüklerin indirildikten sonra kalan net kazancın gönderilebilmesine ilişkindir. Transfer işlemlerine ilişkin usul ve şartlar, talimat kapsamındaki kurallar çerçevesinde belirlenmiştir. Menkul kıymet alım-satımına ilişkin bilgiler, söz konusu talimatın EK:2, 3, 4, 5 tablolarına uygun olarak aylık bazda düzenlenerek ve izleyen ayın ilk haftası içinde banka ve özel finans

kurumlarının genel müdürlükleri kanalıyla TCMB İdare Merkezi'ne gönderilmektedir.[116]

3.1.4. AB İle Entegrasyon

21. yüzyılda yaygınlaşması beklenen küreselleşme olgusu giderek dünyadaki sermaye piyasalarının birleşmesine neden olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde 1990'ların başında başlayan bu olgu, gelişmekte olan ülkelerde ise 1997 Asya Krizi'nden sonra giderek artmaya başlamıştır. Ülkeler sermaye piyasalarında gelişme sağlayabilmek için pazarın likiditesini artırmanın en önemli unsur olduğunu görmüş ve ülke piyasalarının tek başlarına gerçekleştiremeyecekleri pazar büyüklüğünü ve yüksek likiditeyi ancak bir araya gelerek gerçekleştireceklerini anlamışlardır. Uluslararası sermayenin kolayca girip çıkabileceği büyük piyasalar oluşturmaya başlamışlardır.[117] Burada önemli olan bu sistemin bir parçası olmaktır. Türkiye'nin de nihai bir hedef olarak AB'ye entegre olmayı belirlemesi nedeni ile AB pazarındaki gelişmeler ayrıntılı olarak incelenmiştir.

Avrupa Birliği 2000 yılından itibaren ekonomik, parasal ve siyasi entegrasyonu hızlandırmaya başlamıştır. 2002 yılından itibaren Euronun tek para birimi olarak kullanılması ile hızla gelişecek olan mali entegrasyon içinde sermaye piyasaları ve borsaların entegrasyonu oldukça önem kazanmıştır.

Avrupa Birliği'nde (AB) finansal sistemle ilgili önemli iki gelişme söz konusudur:

• Finansal hizmetlerin entegrasyonu. Bir başka deyişle tek bankacılık piyasasının yanı sıra menkul kıymetler ve sigorta hizmetleri için tek bir pazarın oluşturulmasıdır.
• Avrupa Para Birliği (APB). Türkiye'nin de gelecek yıllarda APB'nde yer almaya aday ülkelerden birisi olması muhtemeldir. Ancak APB'ne katılmadan önce Türkiye ile AB arasında finansal hizmetler alanında entegrasyonun gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu amaca ulaşmak için ise Türkiye'nin Avrupa Finansal Hukuk

[116] İMKB, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, a.g.e., s.66-76.
[117] KARAN, Mehmet Baha, KARACABEY, Ali Argun; a.g.e., s.191.

Sistemini, yani finansal kuruluşlarla ilgili AB düzenlemelerini benimsemesi gerekmektedir.

AB hukukunda kredi kurumları ve yatırım firmaları (menkul kıymet firmaları ve aracı kurumları) ile ilgili ayrı düzenlemeler bulunmaktadır. Diğer yandan üniversal bankacılık anlayışını benimsemekte, diğer bir ifade ile bankacılık sektörüne yatırım bankacılığı, sigortacılık veya diğer finansal hizmetleri yapması konusunda bir sınırlama koymamaktadır. AB'ye üye olan belli ülkelerin 1 Ocak 2000'de deregülasyonu ile finansal hizmetlerde tam serbestleşme sağlanmıştır. AB mevzuatında tanımlandığı ismiyle kredi kuruluşları finansal piyasalarda faaliyet gösterme ve hizmet sunma serbestisine sahiptir.

1999 yılında hazırlanan faaliyet planı ile Avrupa Birliği finans sektörünün tek bir pazar haline gelmesi için çeşitli önlemler ortaya konulmuştur. Bu plan finans sektörünü toptan işlemler pazarı, perakende işlemler pazarı ve denetim olarak üç ana başlık altında toplamış ve yapılacak işleri bir takvime bağlamıştır.

Bu kapsamda AB finansal piyasalarında uyumun sağlanabilmesi için mali mevzuatın uyumundan şirket birleşmelerine, yatırım hizmetlerinin faaliyetlerinden, sermaye yeterliliği gibi bir çok konuda düzenlemeler yapılmıştır. Bu çalışmaların sonucunda özellikle borsaların birleşmesi konusunda önemli mesafeler alınmıştır:

- Amsterdam, Lizbon, Paris ve Brüksel borsaları Euronext adı altında birleşmişlerdir.
- Paris Borsası'nda büyük şirketler, Amsterdam Borsası'nda vadeli işlemler ve Brüksel Borsası'nda küçük ve orta ölçekli firmaların işlem görmesi kararlaştırılmıştır.
- Takas ve Saklama Clearnet tarafından yürütülecektir.
- Londra ve Paris Borsaları İX adı altında birleşmeye başlamışlardır.

Bu faaliyetler Avrupa Borsalarının likiditesini ve etkinliğini artırarak sermaye için önemli bir çekim merkezi ortaya çıkacaktır.

Avrupa Birliğine üye olmayı hedef alan Türkiye açısından bu gelişmeler çok önemlidir. Gelecekte likiditesi ve büyüklüğü yeterli olmayan borsaların faaliyet göstermeleri zorlaşacaktır. Belirli bir büyüklüğe erişmesine rağmen etkin bir pazar olma özelliğine sahip olamayan İMKB'nin uluslararası yatırımcı açısından cazip bir pazar haline gelebilmesi ve AB'ye giriş söz konusu olduğunda bu entegrasyon sürecine katılması son derecede önemlidir.

Ancak bu sürecin orta vadede gerçekleşmesi mümkün olabileceğinden, bu süre içinde gerekli uyum ve hazırlıkların yapılması gerekmektedir. Ülkemizde ulusal menkul kıymetlerin bedellerinin yurt dışına transferi konusunda hiç bir kısıtlama yoktur. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi konusunda 1980'lerden bu yana liberalizasyon politikaları uygulayan Türkiye'nin, AB'ye tam üyelik sürecinde uyum açısından zorlanmayacağı düşünülmektedir. Sermaye piyasasının mevzuatı, açısından bu konuda önemli adımlar atılmış olmasına rağmen yapılması gereken bir çok çalışma da vardır.[118]

3.1.4.1. AB'de Menkul Kıymet Borsalarının Yapısı

Avrupa Birliği içinde diğer konularda olduğu gibi finansal piyasalarda da önemli ölçüde birlik sağlanmıştır. Finansal Birliğin öncelikli amacı Avrupa ekonomisini güçlendirecek kaynağın etkin olarak sağlanabilmesidir. Tek finansal Pazar ile kaynak maliyetleri minimum düzeye çekilecek, finansal hizmet sunumunda serbesti sağlanacak, hizmet kalitesi arttırılacak ve ülkeler arasında toplanan fonlar (tasarruflar) etkin olarak dağıtılacaktır. Böylece, Avrupa Birliği ekonomisi daha fazla gelişerek, uluslararası pazarlarda rekabet gücünü arttıracaktır.

Sermaye piyasalarında 1 Ocak 1996 tarihinden başlayarak üye ülkeler arası sermaye dolaşımı serbestisi sağlanmıştır. Ortak hukuki düzenlemeler ve işleyiş koşullarının uyumlaştırılması ile bu platform oluşturulmuştur. Hukuki düzenlemeler ile serbest hizmet sunumu, menkul kıymet ihracı ve menkul kıymet piyasalarının işleyiş koşulları birbiriyle yakınlaştırılmıştır.

---

[118] KARAN, Mehmet Baha, KARACABEY, Ali Argun; a.g.e., s.165-167.

Avrupa sermaye piyasasında yaşanan rekabet ve bütünleşme etkileri pazarın amacına ulaşması için en önemli unsurları oluşturur. Bu nedenle, her ülke borsasının kendi niteliğini koruması sağlanmış ve birlik ortak normlarının geçerli olduğu en üst seviyede uyumlaşmanın bulunduğu bağlantı kurulmuştur. Birlik içinde borsalar üstü tek bir çatı altında birleşmeden vazgeçilmiştir.

Bu yapı içinde sermaye piyasaları ve borsalar farklı özelikleri itibariyle şöyle gruplandırılabilir;[119]

a. Londra; Avrupa Birliği içinde diğer Avrupa sermaye piyasaları ve borsalarının çok ilerisinde ve New York ve Tokyo ile birlikte süper üç piyasa ve borsadan birini oluşturmaktadır. Birlik içinde bütünleşme ve birleşme Londra piyasası ve borsası üzerine yönelmektedir. Londra, liberal, uluslararası rekabete açık, uluslararasılaşma düzeyi çok yüksek bir piyasadır. Euro piyasaların merkezi konumundadır. 1985'te Big Bang olarak bilinen deregülasyon süreci ile özel sermayeli limited şirket statüsü kazanarak 2000'de düzenleyici yetkilerini FSA'ya (Financial Services Authority) devreden borsa, anonim şirkete dönüşmüştür.

b. Euronext (Brüksel, Lizbon, Amsterdam, Paris); Avrupa Birliği sermaye piyasalarında örnek bir entegrasyon sergileyen dört borsa, isimlerini 2000 yılında Euronext olarak değiştirmişlerdir.

c. Lüksemburg; Lüksemburg'da menkul kıymetler borsası 1927 yılında çıkarılan kanunla kurulmuştur. İlk seansını 1929 yılında başlatan borsada, uluslararası tahvillerin işlem görme tarihi 1969'dur. Borsa, 1998 yılında Benelüks karşılıklı üyelik, 2000 yılında ise Euronext karşılıklı üyelik ve işlem yapabilme anlaşmaları yapmıştır. [120] Topluluk içinde çok özel bir konumu bulunmaktadır. Vergi ve benzeri avantajları ile yerel kurumlardan çok uluslararası kurumlara hizmet vermektedir Bir euro merkez şeklinde örgütlenmiş ve çalışmaktadır. Tamamen liberal ve uluslararası rekabete açık bir yapıda bulunmaktadır.

---

[119] KONDAK, Nuray; YAYLA, Hilmi Erdoğan; **Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu**, Türkmen Kitabevi, İstanbul-2002, s.56.

[120] Activeline Gazetesi; **"Sermaye Piyasalarından Son Haberler"**, 01.12.2003, No:45, s.2.

d. Atina; Helen Borsaları (HELEX) holding grubunu üyelerinden biri olan Atina Menkul Kıymetler Borsası, 1876'da kendi kendini regüle eden kamu kuruluşu olarak faaliyete başlamıştır. 1918 yılında kamulaştırılarak sermayedarı yine hükümet olmak kaydıyla 1995'te anonim şirkete dönüştürülmüştür. 1997-1999 yıllarında özelleştirmeler yoluyla devletin payı %50'nin altına inmiştir. Grup içine girdikten sonra özelleştirme süreci devam eden borsanın 2003 yılında tamamı özel sektöre ait olmuştur.

e. Milano, Madrid, Barselona, Viyana, Helsinki, Stockholm; Bu borsalar ve piyasalar tek pazar içinde rekabeti kendi piyasaları içinde kabul edecek borsalardır. Sayılan tüm piyasa ve borsalarda da rekabet gücü kazanmaya yönelik düzenlemelere ve iyileştirmelere gidilmektedir.

Borsalar arasında gelişmişlik farkları bulunmaktadır. Bu nedenle bütünleşme tüm borsalar arasında aynı derecede etkin değildir. Ancak bu durum, farklı bir avantajı ortaya çıkartmaktadır. Borsalar yatırımcıyı ve menkul kıymet ihraçlarını kendilerine çekebilmek için piyasalarında iyileştirme yapmak durumunda kalmışlardır. Frankfurt bunun için verilebilecek en iyi örneklerden birisidir. Elektronik sistemi daha detaylı ve geniş bir amaç doğrultusunda kullanmaya çalışarak maliyetleri minimize etmiş ve işlem hacimlerini bu yönde arttırmışlardır.

Sermaye piyasalarının bütünleşme yönünde ilerlemesiyle yatırımcılar, Birliğin sermaye piyasası genelinde istedikleri piyasa ve borsada yatırım yapma fırsatı elde etmiş bulunmaktadır. Böylelikle uluslararası yatırımlar gelişmekte ve kurumsal yatırımcılığın önünü açarak istikrarlı piyasalarda işlem hacmini arttırmaktadır.

Avrupa Birliği menkul kıymet piyasalarında sınır ötesi yatırımların artması ile birlik normları dahilinde piyasaları birbirine yaklaştırsa da alınacak riskleri artırmıştır. Bu noktada vadeli işlem piyasaları önem kazanmış ve konuyla ilgili yeni düzenlemeler yapılmıştır.

Birlik üyelerinden Londra, ülke gelişmişlik düzeyi etkenlerine bağlı olarak rekabet olanaklarını geliştirmiştir. Londra'yı bu konuda takip eden diğer iki merkez Paris ve Frankfurt'tur. Bu merkezler dışında kalan borsaların daha çok rekabeti kendi pazarlarında yaşadıklarını ifade etmek mümkündür.

Avrupa Birliği yönergelerinin kapsadığı konularla ilgili olarak Türk mevzuatında düzenlemeler olmasına rağmen piyasalarda açıklık ve şeffaflığa daha çok ihtiyaç vardır. Bu noktada birlik normları ile uyumsallaşmak ve pazarın etkin hale gelmesini sağlamak gerekmektedir.

Menkul kıymetler borsası mevzuatının Avrupa Birliği normlarına yaklaştırılması ve entegrasyonun gerçekleşmesi halinde daha önce üyelikleri gerçekleşen ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de derin etkiler meydana gelecektir.

Serbest hizmet sunumunun gerçekleşmesi ile borsalar kendilerini önemli bir rekabetin içinde bulacaklar ve aday ülkelerin düzenli piyasaları rekabet için açık birer Pazar haline geleceklerdir. Tasarruflar ve fonlar harekete geçecek ve borsalar Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları ile ulusal ekonomileri arasında fon akım yönlerini belirleyecektir.[121]

3.1.4.2. AB Borsaları İle İMKB'nin Karşılaştırması

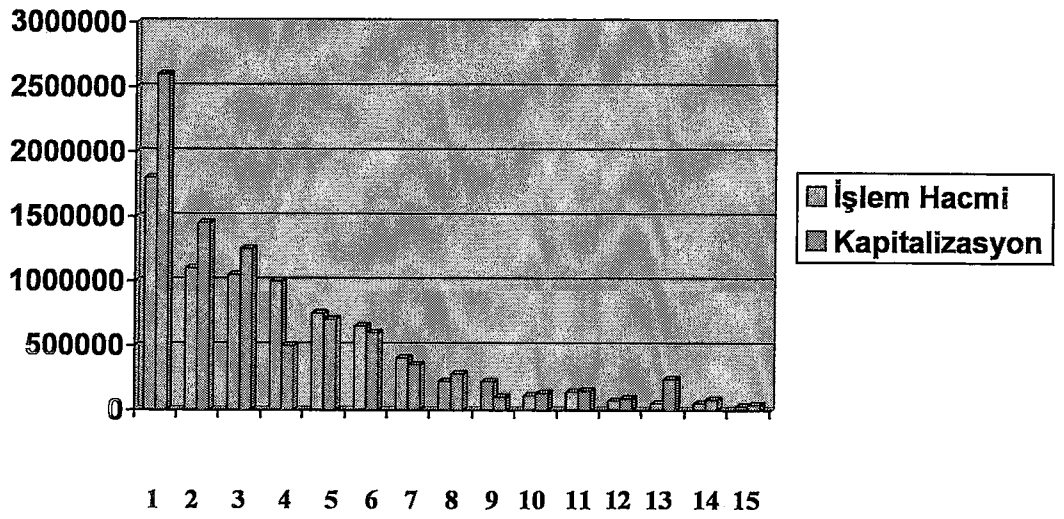
Avrupa Birliği Borsaları arasında işlem hacmi açısından orta sıralarda yer alan İMKB İsveç ve Finlandiya'nın arkasından gelirken, Yunanistan ve Danimarka borsasından daha fazla bir işlem hacmine sahiptir. Pazar kapitalizasyonu açısından ise biraz daha geridedir. Son sıralarda olan Portekiz ve Avusturya borsalarının önündedir.

İMKB, borsaya kote sayısı açısından ilk altı borsadan biri olurken, şirket büyüklüğü açısından ise AB ülkelerinin en gerisinde yer almaktadır.[122]

---

[121] KONDAK, Nuray, YAYLA, Hilmi Erdoğan; a.g.e., s.207-210.
[122] KARAN, Mehmet Baha, KARACABEY, Ali Argun; a.g.e., s.168.

Şekil 1: Avrupa Birliği Üye Ülke Borsaları ve İMKB İşlem Hacmi ve Kapitalizasyon Karşılaştırması (2003)



1:İngiltere **2:**Fransa **3:**Almanya **4:**İspanya **5:**İtalya **6:**Hollanda **7:**İsveç **8:**Finlandiya **9:**Türkiye **10:**Yunanistan **11:**Danimarka **12:**Portekiz **13:**Belçika **14:**İrlanda **15:**Avusturya

Kaynak: KARAN, Mehmet Baha, KARACABEY, Ali Argun; a.g.e., s.168.

3.1.4.3. İMKB UP Eksiklikleri ve Olumlu Yönleri

İMKB'nin diğer aday ülkelere karşı birçok rekabet avantajı mevcuttur. Bunların en başında Türkiye ekonomisinin büyüme ve gelişme potansiyeli gelmektedir. Son yıllarda üst üste yaşanan ekonomik krizlere rağmen Türkiye'nin var olan uluslararası potansiyeli göz ardı edilmemelidir. Türkiye'nin Avrupa Birliği ortalamasının üstünde bir potansiyeli vardır. İstikrarsızlıkların çözüme kavuşturulması için atılan ekonomik adımlar Avrupa Birliği nazarında güven verici bulunmuştur. Türkiye'nin önemli ölçüde özelleştirme potansiyelinin olması ve büyük çaplı şirketlerin halka açılmalarının artması Türkiye açısından ve dolaylı olarak menkul kıymet piyasaları açısından bir avantaj oluşturmaktadır.

Kamu kesiminin sermaye piyasası fonlarına büyük oranda hakim olması ise Türkiye'nin kapıdaki diğer ülkeler karşısında en büyük dezavantajını oluşturmaktadır. Kamu kesiminin bu ağırlığı pazara özel kesim borçlanma

kağıtlarının girişini yavaşlatmakta bu da pazarın Avrupa Birliği seviyesinde derinleşmesini engellemektedir.

Entegrasyon ile birlikte aday ülkeler yeni arz ve talepler ile karşılaşacaklardır. Bu arz ve talebin karşılanması için gerekli teknoloji ve alt yapının sağlanması gerekmektedir. Bu konuda İMKB açığını büyük oranda kapatmıştır. Birlik üyesi ülkelerin bilgi aktarımı sistemine hazır hale gelmiş bulunmaktadır. Ayrıca İMKB ortaya çıkacak yeni enstrüman ihtiyacını daha önce öngörerek vadeli işlemler piyasasına da işlerlik kazandırmıştır.

Entegrasyonun aday ülke yatırımcısı açısından avantajları yadsınamaz. Bütünleşme halinde birlik üyesi ülkelerin borsalarında serbestçe yatırım yapılabilecek ve diğer üye ülke borsalarında sunulan hizmetler aday ülkelerde de serbestçe pazarlanabilecektir.

İMKB halihazırda yüksek risk ve getiri potansiyeline sahip bulunmaktadır. Bu istikrarsızlığın sonucu kısa vadeli hareketler sıklıkla gerçekleşmektedir. Buna karşılık birlik içinde ve aday ülkelerin büyük bir kısmında fiyat hareketleri daha durağan niteliktedir. Bu da sistematik ve sistematik olmayan riskin daha alt seviyede olduğunu göstermektedir.

Türkiye menkul kıymetler borsasını diğer aday ülkeler karşısında cazip kılan bir başka durum da sabit getirili menkul kıymetlerin faiz oranlarının birlik üyelerinin üzerinde seyretmesidir.

İMKB büyük oranda diğer aday ülke borsalarından çok daha önemli bir işlem hacmine sahiptir. Bu niteliğiyle birçok istatistik kurumu tarafından verileri gelişmekte olan piyasalarla beraber değil gelişmiş piyasalar kategorisinde değerlendirilmektedir. Yapısal makro ekonomik problemlerin çözülmesi durumunda İMKB'nin Avrupa Birliği üyeliğinin de çarpan etkisiyle bölgenin finans merkezi haline gelmesi kaçınılmaz olacaktır.[123]

[123] KONDAK, Nuray, YAYLA, Hilmi Erdoğan; a.g.e., s.211.

İMKB'de 1999 Ocak ayı başından itibaren İMKB-100 endeksi "Euro" cinsinden hesaplanmaya ve yatırımcılara duyurulmaya başlanmıştır. Tamamen elektronik ortamda menkul kıymet alım-satım işlemlerinin yapıldığı piyasalara sahip İMKB, uluslararası borsa kimliğini giderek arttırmaktadır. [124]

Mevzuat açısından, AB sermaye piyasalarında asgari vergi oranı uygulaması düşüncesine karşılık, Türkiye'de sermaye kazançları ve kâr paylarının vergilendirmesi teşvikli olup, özellikle gerçek kişiler sermaye piyasası işlemlerinde hisse senedini 3 aydan fazla elde tuttu ise vergiden muaf tutulmaktadır. Bu bakımdan bir zorunluluk AB mevzuatında da olmadığı için uyumsal bir sorun yoktur.

Kamuyu aydınlatma ve yatırımcıyı koruma ilkeleri paralelinde gelinen aşama piyasalara olan güveni güçlendirici olmakla birlikte, tam anlamda yeterlilik sağlanamamaktadır. Ancak kısa bir sürede gelinen nokta, olgunluk sürecine geçişin hızlı ve etkili olduğuna işarettir. Bu bakımdan, piyasa manipülasyonları ile içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin haksız kazanç sağlama yollarına başvurulması gözetim ve denetim fonksiyonlarının iyi işletilmesine yönelik erken uyarı sistemlerinin geliştirilmesini önemli hale getirmektedir. [125]

3.2. İMKB UP'IN KONUMU

3.2.1. Genel Ekonomik Performans ve İMKB UP

3.2.1.1.Ülke Performansı

2002 yılında Gayri Safi Milli Hasıla'da yaşanan %7,8 oranındaki yüksek büyüme hızının ardından 2003 yılında da büyüme devam etmiştir. 2003 yılının ilk çeyreğinde %7,4 olan GSMH'daki büyüme hızı, yılın ikinci çeyreğinde %3,6

[124] İMKB Dergisi; **AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi**, Yıl:4, Sayı:14, Nisan/Mayıs/Haziran 2000, s.114-115.
[125] TEZCANLI, Meral Varış, ERDOĞAN,Oral; **Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İMKB**, İMKB Araştırma Yayınları, No:8, 1996, s.284.

oranında gerçekleşmiş, üçüncü ve dördüncü çeyrekte ise sırasıyla %5,6 ve %7,2 olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda 2003 yılında GSMH %5,9 oranında büyümüştür.

2002 yılının birinci çeyreğinden itibaren yükselmeye başlayan yurtiçi talep, ihracat artışı, döviz kuru ve faizlerde sağlanan istikrarın 2003 yılında da sürdürülmüş olması GSMH'daki artışın başlıca nedenidir.

2003 yılında ihracat bir önceki yıla göre %30,6 artarak, 47 milyar ABD Doları; ithalat ise %33,6 artarak, 68,8 milyar ABD Doları olmuştur. 2002 yılı sonunda 1,5 milyar ABD Doları açık veren cari işlemler dengesi, 2003 yılında 6,8 milyar ABD Doları açık vermiştir. Ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesapları dengesi 2003 yılında 1,6 milyar ABD Doları olmuştur. Bu dönemde portföy yatırımları 2,3 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

Yıl sonunda TC Merkez Bankası rezervleri bir önceki yıl sonuna göre 6,7 milyar ABD Doları artarak, 33,7 milyar ABD Doları seviyesine yükselmiştir.

2002 yılı sonunda TEFE ve TÜFE'de sırasıyla %30,8 ve %29,7 olan yıllık enflasyon oranları 2003 yılı sonunda TEFE'de %13,9'a, TÜFE'de ise %18,4'e gerilemiştir.[126]

[126] TCMB; **2003 Yıllık Rapor**, http://www.tcmb.gov.tr/~research/yillik/03turkce/yraporx.html, Erişim:09.06.2004

Tablo 8: Temel Ekonomik Göstergeler

	2000	2001	2002	2003
GSMH(Trilyon TL.Cari Fiy.)	125.596	176.484	273.463	357.045
Büyüme Hızı,GSYİH (Yüzde)	7,4	-7,5	7,8	5,1
Büyüme Hızı,GSMH (Yüzde)	6,3	-9,5	7,8	5,0
Nüfus (Milyon Kişi,Yıl Ortası)	67,4	68,5	69,6	70,7
İstihdam(Milyon Kişi)	20,6	20,5	21,5	21,5
İhracat(Milyar ABD Doları, Fob)	27,8	31,3	36,1	42,4
İthalat(Milyar ABD Doları,Cif)	54,5	41,4	51,6	60,7
Cari İşlemler Dengesi(Milyar ABD Doları)	-9,8	3,4	-1,5	4,2
Dış Borç Stoku/GSMH(Yüzde)	58,94	79,02	72,28	65,18
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSMH(Yüzde)	11,8	16,4	12,8	8,5
İç Borç Stoku/GSMH(Yüzde)	29,0	69,2	54,8	54,4
Toplam Kamu Borç Stoku/GSMH(Yüzde)	53,2	101,4	90,0	81,5
Toplam Kamu Kesimi Faiz Dışı Fazlası/GSMH(Yüzde)	3,0	5,8	4,3	6,5
Vergi Gelirleri/GSMH(Yüzde)	21,1	22,5	21,8	23,6
Toptan Eşya Fiyat Endeksi	32,7	88,6	30,8	13,9
Tüketici Fiyat Endeksi	39,0	68,5	29,7	18,4

Kaynak: TCMB; 2003 Yıllık Rapor, a.g.e.

3.2.1.2.İMKB UP Performansı

Uluslararası Pazar Depo Sertifikaları Piyasası'nda, 31 Aralık 2003 itibarıyla 28 aracı kuruluşun Piyasa işlem yetkisi bulunmaktadır. Bir adet işlem gören şirket bulunmaktadır ve 2003 yılında hiç işlem gerçekleşmemiştir.

Tablo 9: Uluslararası Pazar Depo Sertifikaları Piyasası'nda Gerçekleşen İşlemler

	İşlem Gören Şirket Sayısı	Sözleşme Sayısı	İşlem Miktarı	İşlem Hacmi (ABD$)
1997	1	2.913	1.327.198	36.384.009
1998	1	1.062	467.632	9.426.422
1999	1	173	18.700	43.685
2000	1	40	4.000	38.040
2001	1	----	----	----
2002	1	----	----	----
2003	1	----	----	----

Kaynak:İMKB, 2003 Yıllık Rapor, http://www.imkb.gov.tr/donemsel_bulten/veri/yillikrapor.pdf.zip, Erişim:02.06.2004

Tablo 10: İMKB UP Depo Sertifikaları Piyasası Kot Dışı Pazar'da İşlem Gören Menkul Kıymetler

1- KAZKOMMERTSBANK

Tam Ünvanı	:	JSC Kazkommertsbank
Faaliyet Alanı	:	Mevduat bankacılığı
Tescil Yeri ve No.su	:	Kazakistan Adalet Bakanlığı / 4466-1910-AO
Statüsü	:	Anonim Şirket (open joint stock company)
Kuruluş Yeri ve Tarihi	:	Kazakistan, 12.06.1990
Faaliyet Süresi	:	Süresiz
Ödenmiş Sermayesi	:	34.251.435,56 abd Doları (31.12.1998 itibariyle 2.853.902.000,-KZT).

Kaynak: İMKB, İMKB UP Depo Sertifikaları Piyasası Kot Dışı Pazar'da İşlem Gören Menkul Kıymetler, http://www.imkb.gov.tr/upds.htm,Erişim:02.06.2004

Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda İMKB kotunda bulunan Japon Yeni, ABD Doları, Alman Markı ve Euro cinsinden yapılan tahvil ihraçlarının ABD Doları cinsinden karşılığı 31 Aralık 2003 tarihi itibarıyla 28,3 milyar olup, döviz cinsi bazında dağılımı aşağıda verilmektedir.

Tablo 11: Tahvil İhraçları (28.01.2004)

	Tutar (Milyon)	ABD Doları Paritesi	ABD Doları Karşılığı
JPY	95.000	105,86	897,4
USD	15.413	1,00	15.413,0
DEM	1.500	1,56	961,5
EUR	8.800	1,26	11.061,6
			28.333,6

Kaynak: TSPAKB; Gündem, Nisan 2004, Sayı:20.

Piyasada halen Hazine tarafından yurtdışında satılmak üzere ihraç edilen 28,3 milyar $ karşılığı Eurobond işlem görebilmektedir. Piyasanın likiditesinin istenen seviyelerde gerçekleşmemektedir. Dolayısıyla, son iki yıldır bu piyasada hiç işlem yapılmamıştır.

Tablo 12: Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası'nda Gerçekleşen İşlemler

	USD İşlemleri			EUR İşlemleri		
	Nominal Tutar	İşlem Hacmi	Söz. Sayısı	Nominal Tutar	İşlem Hacmi	Söz. Sayısı
1997	18100000	18014008	12	-----	-----	-----
1998	2000000	2026791	1	-----	-----	-----
1999	166200000	160986384	12	-----	-----	-----
2000	565000000	600941379	65	27900000	30021558	19
2001	79700000	78145322	18	-----	-----	-----
2002	-----	-----	-----	-----	-----	-----
2003	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Kaynak:İMKB, 2003 Yıllık Rapor.
Not: İşlem hacmi hesaplamasında (Fiyat+Tahakkuk Etmiş Faiz)×Nominal Tutar/100 formülü ile bulunan tutarlar kullanılmaktadır.
-Toplamlar tek üyenin taraf olduğu işlemleri de kapsamaktadır.
-1998 yılında 1.000.000 nominal değerde, 988.000 işlem hacmi, 1 sözleşme sayısı olan **GBP** işlemi gerçekleşmiştir.
-1997 yılında 2.000.000 nominal değerde, 2.163.444 işlem hacmi, 1 sözleşme sayısı ve 1999 yılında 3.000.000 nominal değerde, 3.132.192 işlem hacmi, 2 sözleşme sayısı olan DEM işlemi gerçekleşmiştir.

Tablo 13: Kotta Olan Uluslararası Tahviller (Milyon)

	USD	**DEM**	**JPY**	**GBP**	**EURO**
1997					
Adet	11	11	14	1	
İhraç Tutarı	2860	8200	635000	125	----
1998					
Adet	11	14	9	1	
İhraç Tutarı	3333	9700	425000	125	----
1999					
Adet	8	12	8	1	4
İhraç Tutarı	3163	10050	375000	125	3350
2000					
Adet	10	10	10	1	8
İhraç Tutarı	7113	9000	415000	125	5583
2001					
Adet	11	6	8	1	10
İhraç Tutarı	8163	5350	290000	125	7900
2002					
Adet	13	5	6	1	10
İhraç Tutarı	10363	4350	215000	125	8050
2003					
Adet	6				2
İhraç Tutarı	5000	----	----	----	750

Kaynak:İMKB, 2003 Yıllık Rapor.

2003 yılı içinde dört adet yeni, üç adet de ilave ihraç olmak üzere toplam yedi adet uluslararası tahvil kota alınmıştır. Yeni ihraçlardan ikisi ABD Doları, ikisi Euro, ilave ihraçların ise tümü ABD Doları cinsindendir. 31 Aralık 2003 tarihi itibarıyla 31 uluslararası tahvil Borsa kotundadır ve 54 aracı kuruluşun Piyasa işlem yetkisi bulunmaktadır.[127]

2002 yılı ile karşılaştırıldığında, 2003 yılında ihraç edilen tahvillerin ortalama vadesi artarken, ortalama maliyeti düşmüştür. 2003 yılı içerisinde ABD doları cinsinden ihraç edilen tahvillerin toplam tutarı, 2,75 milyar ABD doları, ortalama vadesi 10,2 yıl, ortalama yıllık faizi ise yüzde 10,3 oranında gerçekleşirken, Euro cinsinden ihraç edilen tahvilin tutarı 1,25 milyar Euro; vadesi 6,6 yıl, faiz oranı ise yüzde 9,7 olmuştur.[128]

3.2.2. Gelişen Ülke Piyasaları ve Türkiye

Sermaye piyasaları yerel olmaktan uzaklaşıp küreselleşmeye başlayınca gelişmekte olan ülke borsalarının önemi artmıştır. Yatırımcılar gelirlerini attırma olanaklarının ekonomik olarak gelişme sürecinde olan ülkelerde, gelişmiş olan ülkelere göre daha fazla olduğunu kavramışlardır. [129]

Gelişen piyasalar yatırımcılara genel olarak, daha fazla kazanç sağlama fırsatları sunarlar. Bunun nedenleri olarak, yatırım araçları yelpazesinin genişliği, devlet müdahaleleri ile rekabetin engellenmesinin, bu piyasalardaki şirketlerin daha fazla kâr elde etmelerini sağlaması ve yeterince etkin olmayan bu piyasalarda düşük değerlendirilmiş hisse senedi bulma fırsatlarının olması gösterilebilir. Ancak bu kazançların gerçekleşmesinin belirsizlik derecesi de o ölçüde yüksek olmaktadır. Başka bir anlatımla, gelişen piyasalarda hisse senedi yatırımları, yatırımcısına yüksek kazanç sağlamasına rağmen aynı zamanda yatırımcısını daha fazla riske sokmaktadır. Bu durum ise risk-getiri ilişkisinin doğal bir sonucudur. Bu nedenle yatırımcılar daha ziyade riske göre düzeltilmiş getiri oranlarını dikkate almaktadırlar. Genel olarak

[127] İMKB 2003 Faaliyet Raporu, a.g.e.
[128] TCMB; 2003 Yıllık Rapor, a.g.e.
[129] İMKB Dergisi; Yıl:1, Sayı:4, Ekim/Kasım/Aralık 1997, s.2.

Latin Amerika ülkelerinin hisse senedi yatırımları açısından daha riskli, Asya ülkelerinin ise daha istikrarlı bir yapıya sahip oldukları görülmektedir. Türkiye ise gelişen piyasalar arasında oldukça riskli bir konuma sahip bulunmaktadır. Bu durum özellikle son yıllarda daha fazla bir önem arz etmektedir. Çünkü riskin artmasının yanısıra getiri oranlarında da önemli bir azalma gerçekleşmiştir.[130] 1991-2000 döneminde en çok getiri sağlayan 5 gelişmekte olan borsa arasında olan İMKB, risklilik açısından 6. sıradadır. Buna göre; İMKB'nin yüksek getiri sağlayan bir pazar olmasına rağmen, oldukça riskli olduğu görülmektedir.[131] Dolayısıyla, İMKB'nin yabancı yatırımcılar için cazip olabilmesi için ya riskine göre daha fazla getiri sağlaması, ya da riskini düşürmesi gerekmektedir.

Herhangi bir gelişmekte olan ülkenin, diğer ülkelere göre uluslararası portföy yatırımlarından daha fazla pay almış olması, gerek ekonomik alt yapısının, gerek mali sektörünün serbest piyasa ekonomisi anlamında sağlam bir altyapıya oturmuş olması ve gerekse uluslararası fon hareketlerine getirmiş olduğu liberalizasyonların bir sonucudur. Doğu ve Güney Asya ülkeleri uluslararası portföy yatırımlarından oldukça iyi bir pay almakta ve zaman içinde bu paylarını arttırmaktadır. Latin Amerika ülkeleri de özellikle 1991 yılından sonra portföy yatırımlarından önemli bir pay almıştır. Bu ülke gruplarında yaşanan gelişmeler, ilgili ülkelerin siyasi istikrarı ve ekonomik gelişmesi sayesindedir.

Yeni gelişen piyasalar kavramı oldukça yeni bir kavram olmakla beraber, bu alandaki ilerlemeler söz konusu zaman dilimi göz önüne alındığında oldukça olağanüstü gerçekleşmiştir. Örneğin 1985 yılında yalnızca 30 gelişmekte olan ülkede menkul kıymetler borsası varken ve bu borsaların genelde işlem hacimleri oldukça zayıfken, günümüzde 60'dan fazla gelişmekte olan ülkede menkul kıymetler borsası faaliyet göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren borsalar, sayı olarak artmakla kalmamış, işlem hacimlerinde ve menkul kıymetlerin kapitalizasyon tutarında adeta patlama olmuştur.[132]

---

[130] İşletme ve Finans Yayınları, **Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar,** Yayın No:4, Kasım-1996, Ankara, s.29-30.
[131] KARAN, Mehmet Baha, KARACABEY, Ali Argun; a.g.e., s.94.
[132] ALP, Ali; a.g.e., s.131.

Bugün dünyanın en önemli gelişmekte olan borsaları Güney Amerika'da Arjantin, Brezilya ve Şili Borsaları, Uzak Doğu'da Endonezya, Malezya ve Tayland Borsaları, Avrupa'da Türkiye, Ürdün, Rusya, Romanya ve Macaristan borsalarıdır.[133]

Tablo 14: Borsaya Kote Şirket Sayıları

Gelişmekte Olan Borsalar	**1995**	**2003**
Güney Kore	721	684
İsrail	654	577
Tayland	416	418
Brezilya	544	369
Yunanistan	186	340
Türkiye	205	285
İtalya	254	279
Meksika	185	237
Polonya	65	202
Arjantin	149	110
Macaristan	42	51

Kaynak:TSPAKB; Türkiye Sermaye Piyasası Geliştirme, Strateji, Hedefler, Mayıs 2004, s.8.

Borsaya kote şirket sayısı zaman içerisinde hisse senedi ihraç etmek suretiyle sermaye piyasasından kaynak sağlayan şirket sayısını göstermektedir. Azalışlar ise çeşitli sebeplerle borsa kotundan çıkan veya çıkarılan şirketleri ifade etmektedir.

Ekonomik sıkıntı yaşayan Arjantin, Brezilya gibi ülkelerle İsrail, Güney Kore borsalarındaki halka açık şirket sayısı incelenen dönem içinde azalmıştır. Tayland'da ise hemen hemen aynı seviyede kalmıştır.

Yunanistan, Polonya, İtalya, Meksika, Macaristan ve Türkiye'de ise artış olmuştur. Polonya yeni kurulan bir borsa olduğu için artış doğal olarak diğer ülkelerden daha hızlı gerçekleşmiştir.

[133] KARAN, Mehmet Baha; a.g.e., s.40.

Tablo 15: Borsaların Ülke Ekonomilerindeki Yeri

Piyasa Değeri/GSYİH (%)	1995	2003
Tayland	80.8	83.1
İsrail	39.0	64.7
Yunanistan	14.0	61.3
Güney Kore	37.2	49.3
Brezilya	21.0	47.1
İtalya	19.1	41.8
Türkiye	16.3	28.5
Arjantin	14.6	27.0
Macaristan	5.3	20.1
Meksika	31.7	19.6
Polonya	3.5	17.7

Kaynak:TSPAKB; Türkiye Sermaye Piyasası Geliştirme, Strateji, Hedefler, a.g.e., s.9.

Borsaların, ülke ekonomisinin büyüklüğüne kıyasla yeri ve öneminin genel bir göstergesi olarak işlem gören şirketlerin piyasa değerinin gayri safi yurt içi hasılaya oranı kullanılmaktadır.

Tayland, incelenen ülkeler içerisinde %83 oranla borsanın ülke ekonomisine oranla büyüklüğünün en yüksek olduğu ülkedir.

Yunanistan, 8 yıllık dönem içerisinde bu oranı 4 kat arttırmıştır. Piyasa değeri söz konusu dönemde çok hızlı bir artış göstererek, 1995 yılında kendinden yüksek orana sahip olan birçok ülkeyi geride bırakmıştır.

Borsaları nispeten yeni olan Macaristan ve Polonya'nın ekonomilerinde borsanın payı gittikçe artmaktadır. İMKB, ilgili dönemde ekonomideki ağırlığını arttırmış olan diğer bir borsa olmakla beraber benzer ülkelere oranla geride yer almaktadır.

Tablo 16: Hisse Senedi Devir Hızı

Hisse Senedi İşlem Hacmi/Piyasa Değeri (%)	1995	2003
Güney Kore	102	154
Türkiye	245	146
İtalya	42	134
Tayland	44	88
Macaristan	15	50
Yunanistan	37	38
Brezilya	39	29
İsrail	26	28
Polonya	60	26
Meksika	39	21
Arjantin	85	9

Kaynak:TSPAKB; Türkiye Sermaye Piyasası Geliştirme, Strateji, Hedefler, a.g.e., s.9.

Hisse senedi işlem hacminin piyasa değerine oranlanması bir borsanın hisse senedi devir hızını göstermektedir. Yüksek devir hızı, düşük likidite riskinin yanı sıra vadeli yatırımların daha ağırlıklı olduğunun bir göstergesidir. Güney Kore ve Türk borsalarının yıllar itibariyle devir hızı en yüksek borsalar olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak Türkiye sermaye piyasası, 2000'li yıllara kadar hızlı bir gelişim göstermiş, fakat son üç yılda makro-ekonomik olumsuzlukların etkisi ile daralma sürecine girmiştir. Sermaye piyasamızın gelişmişliği ile ilgili, borsaya kote şirket sayısı, şirketlerin piyasa değeri, işlem hacimleri gibi pek çok gösterge neredeyse 1995 yılı seviyelerine gerilemiştir.

Piyasamızda menkul kıymet çeşitliliği azalmış; temelde hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetlerinden ibaret kalmıştır. Özel sektör borçlanma senetleri başta olmak üzere diğer menkul kıymet ihraçları durmuştur. Bu da reel sektörün sermaye piyasasından borçlanma yoluyla yararlanamadığının işaretidir.

Piyasamız, kıyaslanan ülkeler ve baz alınan kriterler açısından genelde orta sıralarda yer almaktadır. Fakat, geçmiş yıllardaki performansı ve gelişim hızı düşünüldüğünde piyasamızın potansiyelinin altında kaldığını söylemek mümkündür. İşlem gören şirket sayısı açısından orta sıralarda yer alan İMKB, likidite açısından ise iyi bir konumdadır. Üst sıralarda yer aldığımız tek kriter hisse senedi devir

hızıdır. Bu da, yatırımların kısa vadeli yapıldığını göstermenin yanı sıra borsamızda likidite riskinin düşük olduğuna da işaret etmektedir. Piyasamızda eksikliği hissedilen en önemli iki konu ise kurumsal yatırımcı büyüklüğü ve özel sektör borçlanma senetleridir. Kurumsal yatırımcı büyüklüğü çok düşük kalmış, özel sektör borçlanma senetleri ise ihraç edilmemektedir. Kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasasının oynaklığının azaltılmasında, derinliğin artmasında, yatırım vadelerinin uzamasında ve reel sektörün sermaye piyasasından fon sağlamasında çok etkin bir rol oynamaktadırlar. Özel sektör borçlanma senetleri ise şirketlere sermaye piyasası üzerinden alternatif kaynak yaratmakta, yatırımların verimli alanlarda değerlendirilmesini sağlamakta, yatırımcılara alternatif yatırım araçları sunulmasına olanak sağlamakta ve piyasa derinliğini artırmaktadırlar. Özetle, özel sektör borçlanma senetlerinin yeniden hayata geçirilmesi ve kurumsal yatırımcı büyüklüğünün yatırım fonlarının yanı sıra risk sermayesi ve özel sermaye ortaklıkları ile pekiştirilmesi sermaye piyasamızın gelişmesine önemli katkılarda bulunacaktır.

3.2.3. Türkiye'deki Yabancı Portföy Yatırımları

Türkiye dünya üzerindeki en liberal döviz rejimine sahip ülkelerden biridir. Türk Lirası'nın tam konvertibl olmasının yanısıra 1989 yılından beri yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların İMKB'de menkul kıymet alım satımını serbest bırakan bir politika da izlemektedir. Türk menkul kıymetleri üzerine yabancı portföy yatırımcılarının yaptıkları işlemlere hiçbir sınırlama getirilmemiştir. Portföy yatırımları ülkemize 1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı Kararla beraber bu yatırımların hacminde de önemli artışlar olmuştur. 1990 sonrası ülkeye gelen portföy yatırımlarının miktarı tabloda görülmektedir.

Tablo 17: Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)

Yıllar	Portföy Yatırımları
1990	547
1991	623
1992	2411
1993	3917
1994	1158
1995	237
1996	570
1997	1634
1998	-6711
1999	3429
2000	1022
2001	-4515
2002	-593
2003	2235

Kaynak:TCMB Ödemeler dengesi istatistikleri.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki yabancı yatırımcılara ait hisse senedi saklama bakiyelerinin ay sonu itibariyle değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 18: Yabancı Yatırımcılara Ait Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri (Milyon USD)

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1995	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	1.936
1996	2.457	2.849	3.029	2.736	2.489	2.965	2.617	2.551	2.790	2.926	3.165	3.085
1997	4.655	4.564	3.997	3.577	3.793	4.456	4.728	4.938	5.970	5.881	5.465	6.018
1998	5.718	5.296	5.373	6.864	5.765	6.095	6.589	3.845	3.200	3.068	3.668	3700
1999	3.429	5.196	5.554	6.741	5.853	5.555	6.603	5.555	7.001	7.362	8.920	15.358
2000	14.597	13.362	12.734	15.046	11.390	11.338	11.999	11.188	9.503	10.645	8.079	7.404
2001	8.636	5.331	4.009	5.725	4.863	4.796	3.938	3.949	2.988	3.742	4.580	5.635
2002	5.812	4.719	5.430	5.370	4.313	3.716	3.643	3.413	3.124	3.657	4.533	3.450
2003	3.769	4.108	3.033	3.914	4.270	4.323	4.237	4.945	5.770	6.810	6.693	8.954
2004	8.683	9.645	10.813	8.836	8.192	9.074						

Kaynak:İMKB; Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları, http://www.imkb.gov.tr/uyeler/portfoy.htm, Erişim:28.07.2004

1986-1989 yılları arasında ülkemize giren net portföy yatırımları 2.9 milyar dolar civarındayken 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 3.9 milyar dolar

olmuştur. Bu artışın 3.7 milyarlık bölümü kamu açıklarını kapatmaya yönelik, kamu ağırlıklı tahvil borçlanmasından kaynaklanmaktadır. 1994 kriziyle özellikle devletin tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla beraber portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında azalmış ve 1.2 milyar dolar olmuştur. Ülkemizden en yüksek miktarlı portföy yatırımlarındaki çıkış ise; Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmış ve bu çıkış net, 6.7 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Bu miktarın büyük kısmı ise 4.5 milyar dolarla yabancıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Ülkemize giren net portföy yatırımları 1999 yılında 3.4 milyar dolar, 2000 yılında ise 1 milyar dolar civarında olmuştur. 2001 yılında ise Türkiye'de yaşanılan finansal krizin etkisiyle yaklaşık 4.5 milyar dolar civarında portföy yatırımlarında çıkış yaşanmış ve bunun büyük bir kısmı da yine yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır.[134] Portföy yatırımı tarafında, 2001 yılında krizle beraber başlayan sermaye çıkışı, 2003'te yerini sermaye girişine bırakmıştır. Olumlu ekonomik beklentilerle, yabancıların hisse senedi ve devlet tahvili/hazine bonolarına olan talebinin artması 2,2 milyar $'lık sermaye girişi sağlamıştır. Ayrıca Hazine, 2003 yılında yurtdışında 5,3 milyar $'lık tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. Portföy yatırımları yıllar itibariyle Türkiye'de istikrarsız bir seyir izlemiştir.[135]

3.3.TÜRKİYE'DE FİNANSAL ENTEGRASYONA YÖNELİK ALINMASI GEREKEN TEDBİRLER

Günümüzde sermaye piyasalarının sağlıklı işleyişi tüm ülkeler için temel sermaye kaynağı haline gelen uluslararası sermayenin yatırım yapabilmesi için temel koşuldur. Sermaye piyasasının sağlıklı gelişmesi ise hem yatırımcının talebini hem de kuruluşların arzının dengeli şekilde artmasına bağlıdır.

Türkiye'de 1980'li yıllarda temeli atılan sermaye piyasası, 2000'li yıllara kadar hızlı bir gelişim göstermiştir. Fakat, 2000 yılından itibaren, özellikle

---

[134] KAR, Muhsin ve KARA, M.Akif; a.g.e. ,s.8.
[135] TSPAKB; **Türkiye Sermaye Piyasası 2003, Türkiye Ekonomisi**, s.26, http://www.tspakb.org.tr/docs/rapor03/ekonomi2003.pdf, Erişim:03.07.2004.

makroekonomik alandaki olumsuz gelişmelerin etkisiyle, piyasa daralma sürecine girmiştir.

Makroekonomik ve politik istikrarsızlık, kayıtdışı ekonomi, devletin yüksek iç borçlanma gereği ve bunların sonucu olarak yüksek reel faizler sermaye piyasasının gelişimini engelleyen dış faktörler olarak sıralanabilir. Fakat bunların dışında sermaye piyasasına özgü sorunlar da mevcuttur.

Sermaye piyasasının gelişmişliğinin iki ana ölçütü vardır; derinlik ve genişlik. Sermaye piyasasının derinliği, mevcut sermaye piyasası araçlarının ihraç hacmi, işlem hacmi, tasarruflar içindeki payı vb. kriterlerle belirlenmektedir. Sermaye piyasasının genişliği ise mevcut sermaye piyasası araçlarının ve kurumların çeşitliliği olarak tanımlanmaktadır.

Uluslararası karşılaştırmalar açısından değerlendirildiğinde sermaye piyasamızın derinliği gelişmekte olan ülkeler arasında orta sıralarda, gelişmiş ülkelere kıyasla ise oldukça gerilerde yer almaktadır.

Sermaye piyasasının genişliğinin ölçütü olan menkul kıymet çeşitliliği açısından bakıldığında, ülkemizde hisse senetleri ve devlet borçlanma senetleri olmak üzere iki yatırım aracı bulunduğu görülmektedir. 1997 yılına kadar varlığını sürdürmüş olan Özel Sektör Tahvili, Finansman Bonosu, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler gibi özel sektörün finansman ihtiyacının sağlanmasına yönelik yatırım araçları yok olmuştur.

Uluslararası portföy yatırımcıları dört temel unsura bakmaktadır;

1- Şeffaflık ve güven,
2-Sağlam teknolojik altyapı,
3-Düşük işlem maliyeti,
4-Yüksek likidite.

Bu bağlamda, Türkiye'de finansal entegrasyona yönelik alınması gereken tedbirler sermaye piyasasına yönelik ve İMKB UP'a yönelik olmak üzere iki alt başlık halinde ele alınmaktadır;

Sermaye Piyasasının Geliştirilmesine Yönelik Tedbirler:

- Sermaye piyasası davalarına ilişkin ihtisas mahkemelerinin kurulması, yabancı yatırımcı nezdinde piyasamıza duyulan güvenin artırılmasında son derece etkili bir mekanizma olacaktır. Özel uzmanlık gerektiren sermaye piyasası suçlarına ilişkin davaların kurulacak ihtisas mahkemelerinde görülmesi, adaletin hızlı ve isabetli şekilde oluşmasını sağlayacaktır.

- Sermaye piyasası davalarının hızla sonuçlandırılmasını sağlayıcı hukuki ve idari önlemler alınmalı, Türkiye'de hukuk düzeninin işlediği inancı iç ve dış yatırımcılar nezdinde oluşturulmalıdır.

Örneğin, manipülasyon suçlamasına maruz kalmış bir kişinin yıllarca bu suçtan yargılanarak sonuçta suçsuzluğuna hükmedilmesi veya suçlu bir kişinin yıllarca hak ettiği cezaya çarptırılmadan piyasada faaliyette bulunması sermaye piyasaları ve adalet anlayışı açısından son derece sakıncalı sonuçlar doğurmaktadır.

- Yabancı yatırımcıların güveninin sağlanması amacıyla İMKB'de manipülasyonların engellenmesine yönelik olarak çalışmalara devam edilmekle birlikte, yerine getirilen denetim faaliyetleri sonucunda, manipülatif işlemlerin tespit edilerek cezalandırılması yatırımcıların mağduriyetlerinin giderilmesinde etkin olamamaktadır. Bu nedenle, var olan tüm piyasalarda manipülatif hareketlerin gerçek zamanlı olarak tespit edilmesi ve manipülasyona konu işlemlerin en kısa zamanda tespit edilerek sorumlular hakkında gerekli yaptırımların uygulanması, hem bu tür hukuk dışı hareketler için caydırıcı bir etki yaratacak, hem de fon sağlayan yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güvenini arttırarak piyasaların derinliğinin artmasına yardımcı olacaktır.

- Yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güvenlerini sarsacak nitelikteki açıklamalara karşın etkin girişimler ve düzenlemeler yapılmalıdır.

- Yatırımcı güveninin pekiştirilmesine dönük olarak kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlık kazanması da önemli bir etki sağlayacaktır. Kurumsal yönetim ilkelerinin temeli olan, şirketlerin bilgi üretiminin, bilgi paylaşımının ve yönetime küçük ortakların da aktif olarak katılımının teşvik edilmesi, yatırımcı güvenini arttıran unsurlar olacaktır.

- Kamunun doğru bilgilendirilmesi ve yabancı yatırımların artmasında ülkede uygulanan muhasebe sisteminin büyük önemi bulunmaktadır. Muhasebe sistemi şirketlerin gerçek durumunu yansıtmalı, mali tablolar arasında karşılaştırma yapmaya elverişli olmalı ve bunların ötesinde uluslararası düzenlemelerle de uyumlu olmalıdır.

- Hisse senedi talebine olumlu etkide bulunabilecek bir diğer husus ise şirketlerin kendi hisse senetlerine belli koşullar çerçevesinde yatırım yapabilme imkanı getirilmesidir. Şirketlerin kendi hisse senetlerine yatırım yapabilmesi dünyada yaygın olarak kullanılan bir uygulamadır. Halka açık şirketler hisse senedi değerlerinin olağandışı düşüşler göstermesi durumunda belli koşullar altında ve kamuyu aydınlatma ilkelerine uygun bildirimlerle hisse senetlerini borsadan alabilmekte, böylece aşırı fiyat dalgalanmalarını ve yatırımcı güveninin zedelenmesini engelleyebilmektedirler. Fakat Türk Ticaret Kanunu bu uygulamayı engelleyecek hükümler içermektedir. Ülkemizde de bu konuda uluslararası örneklere uygun düzenlemeler yapılması güven artırıcı bir unsur olabilecektir.

- Uluslararası rekabet açısından, İMKB'deki büyük şirketlerin sayısının artırılması gerekmektedir. Büyük şirketler likidite ve yatırımcı sayısını artırmada önemli olup, borsanın rekabet gücünü artıracaktır.

- Sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli bir rolü olan kurumsal yatırımcı eksikliğinin giderilmesi ile piyasadaki aşırı fiyat değişkenliği azalacak ve manipülatif

işlem zemini zayıflayacaktır. Bu kapsamda kurumsal yatırımcıların gelişmesini sağlayacak desteklerin artarak devamı önem taşımaktadır.

- Son yıllarda borsaların lokomotifi olan Teknoloji, Medya ve Telekomünikasyon şirketlerinin kurulması ve bunların İMKB'de işlem görmeleri teşvik edilmelidir. TMT şirketlerine yönelik tüm dünyada özel bir ilgi vardır. Büyük grupların bu sektörlere girişi desteklenmelidir.

- Özel sektör borçlanma senetlerinin ihracını kolaylaştırmak ve bu piyasaların yeniden hayata geçmesini sağlamak için öneriler aşağıda özetlenmektedir.

* Öncelikle, kamu borçlanma senetlerine kıyasla vergi yükleri eşitlenerek stopaj oranı %0 olarak belirlenmelidir.
* Özel sektör borçlanma senetlerinin ihraç limitleri üzerindeki kısıtlamaların gözden geçirilerek, daha esnek bir yapıya kavuşması sağlanmalıdır.
* Uluslararası örneklerde özel sektör borçlanma senetleri piyasasının doğal bir bileşeni olan derecelendirme sistemlerinin yasal altyapısının kurulması gereklidir. Fakat menkul kıymet ihraçlarında derecelendirme mecburi olmamalıdır.
* Şirketlerin yabancı para cinsinden borçlanma senedi ihraç edebilmelerinin önündeki yasal engeller kaldırılmalıdır. Özellikle ihracatçı şirketlerin kur risklerini önemli ölçüde azaltabilecek bu uygulama, yatırımlarının bir kısmını döviz cinsinden varlıklarda değerlendirmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılardan da talep görecektir.

- Sermaye piyasamızın hukuki altyapısı Avrupa Birliği mevzuatı ile büyük ölçüde uyumludur, Türk mevzuatı AB ilkelerinin tam olarak üstlenilmesi konusunda ciddi bir engel yaratmamaktadır. Ancak, AB'ye üyelik aşamasına gelindiğinde bazı konularda yapılması gereken değişiklikler mevcuttur.

* Türk şirketlerinin işlem gördüğü Avrupa Borsaları arasındaki ilişkiler geliştirilmelidir. Sınır ötesi üyelik, takas, ihraçlar, ortak kotasyon imkanları çeşitli alanlarda yükseltilmelidir.

* Türk yatırım fonlarının tek izin prensibinden yararlanabilmesi için düzenlemelerde yatırım fonlarının portföylerine alabilecekleri araçlar arasından altın ve kıymetli madenlerin çıkarılması gerekmektedir.

* Bunlardan başka, borsa kotasyonunda gereken asgari halka açıklık oranı ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine bazı durumlarda istisna getirilebilmesi gibi konularda bir takım değişiklikler gerekmektedir. Ayrıca, aracı kuruluşların sermaye yeterliliği konusundaki mevcut düzenleme AB düzenlemeleriyle temelde uyumlu olmakla birlikte, üyelik aşamasında tam uyumun sağlanması için bazı düzeltmeler yapılmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

* Vergilendirmede en önemli unsur güven ve istikrardır. Çok sık değişen vergi mevzuatı gerek yerli gerekse yabancı yatırımcılar açısından sermaye piyasasına olan güveni zedelemekte, yatırım tercihlerinin suni olarak değişmesine yol açmaktadır. Verginin yatırım kararlarında belirsizlik yaratan bir faktör olmaktan çıkarılmasına yönelik mekanizmaların vergi sistemi içerisinde yer alması gerekir. Bu amaçla kurulacak vergileme sistematiği hem enflasyondan arındırılmış gerçek geliri vergilendirmeli hem de yatırımcı kararlarını, aynı türden yatırım araçlarının herhangi biri lehine veya aleyhine yöneltmemelidir. Bu nedenle, sermaye piyasası araçlarının karakteristik özelliklerini ve yatırımcı tercihlerini dikkate alan, sermaye piyasasının gelişmesine yönelik düzenlemeler içeren bir vergi yapısına gerek bulunmaktadır.

* Sermaye piyasasında işlem maliyetlerini düşürmek amacıyla, BSMV'nin kaldırılması ve finansal hizmetlerin KDV'den müstesna tutulması uygulamasına gidilerek AB mevzuatı ile uyum sağlanmalıdır. Ancak, söz konusu kanun değişikliği gerçekleştirilene kadar Bakanlar Kurulu 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu'nun 33'üncü maddesinde yer alan yetkisini kullanarak BSMV oranını %1'e indirmelidir. Bu yöntemle elde edilecek ilave gelir, ticari kazana ve dolayısıyla kurumlar ve gelir vergisi matrahlarını artıracağından devletin gelir kaybı söz konusu olmayacaktır.

- Uluslararası sermaye piyasalarının ayrılmaz bir parçası olan derecelendirme kuruluşlarının kurulması ve faaliyete geçmesi konusunda mevcut düzenlemelerin özendirici bir biçimde yeniden ele alınması faydalı olacak ve piyasamızdaki önemli bir eksikliği giderecektir. Özel sektör borçlanma enstrümanlarının ihraçlarının canlanması ile beraber derecelendirme kuruluşlarına olan ihtiyaç artacaktır.

- Borsaların kâr amaçlı şirketler haline getirilip özelleşmesi yurtdışındaki örneklerde giderek yaygınlaşan bir eğilim olarak görülmektedir. İMKB'nin de uluslararası rekabet gücünün artırılması için faaliyetlerinin gözden geçirilip yeniden yapılandırılması verimlilik artışına, sonuç olarak da sermaye piyasasında işlem maliyetlerinin düşürülmesine katkıda bulunacaktır. İMKB'nin özelleştirilmesindeki ana amaç işlevlerini daha etkin, daha verimli, daha rekabetçi, uluslararası sermaye piyasalarıyla kolaylıkla rekabet edebilir ve entegre olabilir tarzda çalışabilmesi olmalıdır. Özelleştirmenin, ülkemiz şartlarına en uygun yapının kurulabilmesi için dünya örneklerinden yararlanılarak, yasal çerçevenin oluşturulması şirketleşmede en uygun ortaklık yapısının belirlenmesi, rekabete ilişkin hususlar, vergisel konular denetim ve öz düzenleme ilkeleri gibi çok yönlü çalışmaların yapılması gereklidir.

- Dünya standartlarının yakalanması için sağlanması gereken en temel koşullardan biri, piyasalarda serbest rekabetin sağlanmasıdır. Bu bağlamda, müşteriden alınan komisyon ücretinin, aracı kuruluş ile müşteri arasında serbestçe belirlenmesi gerekir. Ancak ülkemizde komisyonların sabit tutulduğu bir rejim bulunuyor. Komisyon oranlarının en kısa zamanda serbest bırakılması ve rekabet koşullarında belirlenmesi gerekmektedir. Rekabet sonucu düşecek olan komisyon oranları ve bu nedenle kârların azalması, kuruluşları yeniliklere ve daha kaliteli hizmet vermeye zorlayacaktır.

İMKB UP'ın Geliştirilmesine Yönelik Tedbirler;

- Uluslararası tahvil ve bono piyasasına bakıldığında, yerli bono piyasasında olduğu gibi uluslararası piyasalarda da devletin "crowdig out" (dışlama) etkisi görülmektedir. Özel sektör tahvil ve bonosunun yapılamamasının başlıca nedenleri; faizlerin ve verginin yüksekliği, kamu sektörü menkul kıymetlerinin büyük fonları çekmesi sayılabilir. Bunun için kurumsal tabanın geliştirilmesi ve yabancı yatırımcıya daha fazla destek verilmesi gerekir. Bu durumda Türkiye'nin kredibilitesi yabancı yatırımcı nezdinde büyük önem arz etmektedir. Dolayısıyla ülke riski yüksek olan Türkiye sermaye piyasaları, yabancı yatırımcılar açısından uzun vadeli bir yatırım aracı olarak görülmemekte piyasaya girişler spekülatif unsurlar

içermektedir. Bu nedenle yabancı yatırımcıyı çekebilmek için, makro ekonomik ve siyasi istikrar sağlanmalıdır.

- Yabancı yatırımcıların sermaye piyasasına güvenini sağlamak amacı ile, AB normlarına uygun olarak takası garanti eden sistemler kurulmalıdır. Takasbank'ın sınır ötesi işlem yapabilmesi için gerekli mevzuatı değiştirilmelidir. Takasbank tarafından sınır ötesi takas ve saklama işlemlerinde, karşı taraf durumundaki aracı kurumların ödeme güçlüğüne düşmeleri ve iflas etmeleri halinde, gerçekleşen alım satım işlemlerinin takasının güvenliğini garanti edecek düzenlemeler yapılmalıdır. Ayrıca, Takasbank Müşteri İsmine Saklama Sistemine, hazine bonosu ve devlet tahvili de dahil edilmelidir.

- Tanıtım ve reklam faaliyetleri ile yabancı yatırımcı ilgisi piyasalara yönlendirilebilir.

- İMKB UP'ın yeterince talep görmemesinin nedenlerinden biri de kotasyon koşullarının sıkılığıdır. Bu nedenle, kotasyon imkanları yükseltilmelidir.

- Aracı kuruluşların çok fazla bağlayıcı yükümlülüklerinin olması uluslararası pazarda işlem yapmalarını zorlaştırmaktadır. Bu konuda da yeni düzenlemeler getirilmesinde fayda vardır.

- Gelecekte borsalarda mekanın önemi kalmayacağı, elektronik işlemlerin ise giderek artacağından, uluslararası piyasalarla rekabet edebilmek için seans saatlerinin artması, hatta 24 saate geçebilmesi için gerekli alt yapının oluşturulması gereklidir.

Bu Çerçevede Yapılmış Ve Yapılmakta Olan Çalışmalar;[136]

- Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) ile tam uyuma yönelik, UMS alanındaki son gelişmeler ile Avrupa Birliği'nin üye ülkelerde 1.1.2005 tarihinden

[136] SPK, SP 80. Yıl Sunumu, http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basinaciklamalari/SP_80_Yil_Sunumu_21102003.pdf, Erişim:25.07.2004.

itibaren UMS'yi uygulamaya başlayacağı yönündeki kararı çerçevesinde; mali tabloların enflasyona göre düzeltilmesi ve konsolidasyonu dahil tam set 33 adet standardı içeren SPK düzenlemesi 15 Kasım 2003 tarihinde yayınlanmıştır. 1.1.2005 tarihinden sonra düzenlenecek ilk ara mali tablolardan başlamak üzere uygulanacak olan Tebliğ ile, Türk şirketleri enflasyonun etkilerinden arındırılmış, gerçeğe uygun ve grup şirketleri ile bir bütün halinde uluslararası raporlama standardı ile tam uyumlu mali tablolarını yatırımcılara sunacaktır. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na göre hazırlanacak mali tablolar gerek yerli, gerek uluslararası yatırımcı için ülkemizdeki yatırım olanaklarını global ölçeklerde kıyaslama ve değerlendirmeye imkan sağlayacaktır. Böylece yabancı bireysel/kurumsal yatırımcıların sermaye piyasamıza ilgisi artacaktır.

- Bağımsız denetim kuruluşlarının çıkar çatışmalarından uzak kalmaları ve bağımsızlık ilkesinin fiilen uygulanabilmesi için;

-Bağımsız denetim faaliyetleri ile danışmanlık faaliyetleri ayrılmıştır.
-Bağımsız denetim kuruluşlarına 5 yıllık rotasyon zorunluluğu getirilmiştir.

Bağımsız denetim alanındaki bu gelişmeler ile AB'nin 2005 yılı itibari ile AB üyesi ülkelerin ulusal denetim standartlarının Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (IFAC) tarafından yayımlanan Uluslararası Bağımsız Denetim Standartlarına uyumlu hale getirilmesi yönündeki çalışmalar çerçevesinde;
-Bağımsız denetim çalışmasının etkin olarak planlanması,
-Denetim tekniklerinin geniş ölçüde kullanımı ile,
-Denetim rapor standartlarının,

Uluslararası Bağımsız Denetim Standartlarına uyumlu hale getirilmesi çalışmasına hız verilmiştir.

- "OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri" ve ülkemizin koşulları çerçevesinde sermaye piyasalarının, ekonomik kalkınmaya olan katkısının arttırılması, uluslararası

finans sisteminin bir parçası olarak yapılandırılması hedefine uygun olarak Kurumsal Yönetim İlkeleri belirlenmiştir.

-İlkelerin uygulanmasında dünyada da geçerli olan "uygula ya da açıkla" prensibi temel alınmıştır.

-İlkeler özelleştirme kapsamındaki şirketler dahil, kamuda ve özel sektörde kötü yönetim nedeniyle ortaya çıkan verimsizlik ve zararları ortadan kaldıracaktır.

-İlkeler başta Şirketler Hukuku olmak üzere, yapılacak bir çok yasal düzenleme için de yol gösterici olacaktır.

-İlkelere uyum; şirketler açısından piyasada eşitlik, şeffaflık hesap verilebilirlik ve sorumluluğu sağlayacaktır.

- Sermaye Piyasasında Derecelendirme faaliyetleri ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin Tebliğ, kurumsal yönetim derecelendirmesini de içerecek şekilde yeniden düzenlenmiş ve 4 Aralık 2003 tarihinde yayınlanmıştır.

-Derecelendirme faaliyetleri, "kredi derecelendirmesi" ve "kurumsal yönetim derecelendiresi" olarak iki bölüme ayrılmıştır.

-Derecelendirme kuruluşlarının başvuru, faaliyet, bağımsızlık esasları, derecelendirme kuruluşlarının ve elemanlarının çıkar çatışmalarından uzak tutulmasını sağlamaya yönelik olarak yeniden belirlenmiştir.

-Halka açık şirketler hakkında bilgiye erişmede şeffaf bir mekanizma sağlanarak yerli ve yabancı sermayenin piyasalara girişinin arttırılması hedeflenmiştir.

- Yatırım fonlarının çeşitlendirilmesi de ülkemizi kurumsal yatırımcı nitelikleri açısından uluslararası örneklere uyumlu hale getirecektir. Öncelikle ele alınabilecek olan konu borsada işlem gören yatırım fonlarının hayata geçirilmesidir. SPK, 2004 Nisan ayında Borsa Yatırım Fonları ile ilgili tebliğini yayınlamıştır. Bununla beraber, borsada işlem görecek yatırım fonlarının takas, saklama, işlem kuralları vb. detaylı teknik düzenlemelerinin oluşturulması gerekmektedir.

- Aracı kurumlara Avrupa Birliği normlarında sermaye yeterliliği zorunluluğu getirilmiştir. Bu düzenleme ile birlikte piyasada faaliyet gösteren aracı kurumların özsermaye ve likiditelerinin güçlendirilmesi ve taşıdıkları riskler karşılığında yeterli miktarda karşılık ayırmaları esasları getirilmiştir.

- İMKB ve aracı kurumların ödentileri ile "Yatırımcıyı Koruma Fonu" kurulmuştur. İleri ülke uygulamalarında olduğu gibi geliştirilen "Yatırımcıyı Koruma Fonu"nun kaynakları da önemli bir boyuta ulaşmıştır. 2003 yılı için, hisse senetlerinden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmemesi nedeniyle 28,5 milyar TL'lik bir tutar bu Fon kapsamında yatırımcılara ödenmektedir. Bu fona bağlantılı olarak aracı kurumların hızlı bir biçimde tasfiye edilmesi ve yatırımcıların haklarına kavuşabilmelerini sağlamak için özel bir tasfiye yöntemi olan "Tedrici Tasfiye" de düzenlenmiştir.

- 1999 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklikler ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun halka açık şirketler ve ortakları, yatırımcılar, aracı kurumlar ve bankalar üzerindeki gözetim, denetim ve ceza verme yetkisi genişletilmiştir. Aracı kurumlarda iç kontrol ve denetim sistemleri geliştirilmiş, Mart 2003'den itibaren borsaya iletilen alım-satım emirlerinde müşteri numarası girilmesi uygulaması başlatılmıştır.

- Gözetim faaliyetlerinin etkinliğinin arttırılması, teknolojik altyapının ve yazılımların geliştirilerek; bilgilerin mümkün olan en kısa sürede işlenip, piyasalarda gerçekleşen işlemlerin eşzamanlı olarak izlenmesi, olağan dışı durumların daha etkin ve çabuk tespit edilmesi, detaylı ve koordine biçimde incelenmesi ve raporlanması amacına yönelik olarak, SPK ile eşgüdümlü ve ortak olarak yürütülen Gözetim projesine ilişkin yazılım çalışmaları devam etmektedir.

- Piyasa derinlik ve likiditesinin artırılması amacıyla aracı kuruluşların üye ofislerin sisteme emir girmelerine olanak sağlayan uzaktan erişim projesi hayata geçirilmiştir. Derinlik bilgileri tüm veri yayın kuruluşlarına gerçek zamanlı olarak verilmektedir. Uzaktan erişimin yanı sıra İMKB verilerinin gerçek zamanlı olarak

veri dağıtım şirketlerine, televizyonlara ve diğer basın kuruluşlarına yayınlaması gerçekleştirilmiştir. Uzaktan erişim ve İMKB verilerinin gerçek zamanlı yayınlanması yatırımcıların İMKB'ye dünyanın her yerinden kolaylıkla ulaşma imkanı sağlamıştır. Kamunun zamanında, etkin ve güvenilir bir şekilde bilgilendirilmesini teminen, Borsamız pazarlarında işlem gören şirketlerin gönderdikleri özel durum açıklamalarının ve mali tabloların internet üstünden dijital imzalı olarak bilgisayar sunucusuna gelmesi ve buradan tüm veri dağıtım şirketleri, televizyonlar ve basın kuruluşlarına gerçek zamanlı olarak dağıtılmasını sağlayan projenin fizibilitesi Sermaye Piyasası Kurulu ile birlikte yapılarak, uygulamaya konulması için gerekli bilgisayar yazılımları hazırlanmaktadır.

- İMKB'nin ortaya çıkabilecek olağanüstü bir durum sonucunda, vermekte olduğu hizmetlerin en az kesintiye uğrayarak devamlılığının sağlanması yönündeki çalışmalar sürdürülmektedir.

- SPK, İMKB ve TÜBİTAK-BİLTEN işbirliği ile yürütülmekte olan Kamuyu Aydınlatma Projesi (KAP) çerçevesinde, sermaye piyasalarında işlem gören halka açık şirketlerin ve aracı kuruluşların mali tablolarına ilişkin olarak yapacakları periyodik bildirimler ile özel durum açıklamalarının, elektronik ortamda güvenli biçimde kamuya iletilmesi hedeflenmektedir. Projenin hayata geçirilmesi ile birlikte kamunun aydınlatılmasında ve yatırımcı güveninin pekiştirilmesinde önemli bir aşama kaydedilmesi öngörülmektedir.

- İMKB'de Disket Seansının Yerine Açılış Öncesi Seansının devreye girmesi beklenmektedir. Seans başı fiyat oynaklığını azaltıcı, likiditeyi artırıcı etkisi ile fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uluslararası standartlarda bir alım yöntemi olan açılış öncesi seansı ile yatırımcıların seanslar arası verdikleri biriken emirlerin aynı anda ve fırsat eşitliği bozulmadan tasfiyesi sağlanacaktır.

- Mali piyasalarda manipülasyon, içerden öğrenenlerin ticareti gibi konularla mücadele amacıyla, SPK çalışmaları halen devam etmektedir. Ancak, ihtisas mahkemelerinin kurulması hususunda henüz adımlar atılmamıştır.

- İstanbul, Atina ve Tel Aviv Menkul Kıymet Borsaları işbirliği çalışmaları kapsamında; üyeler arasında sınır-ötesi işlem yapılabilmesi için gerekli teknik altyapının kurulması, üç piyasayı da kapsayan bölgesel bir endeks oluşturulması, bölgesel fonların kurulması, çeşitli dillerde kamuyu aydınlatma ve sınır ötesi işlemlere ilişkin takas ve saklama işlemlerinin yerel merkezi saklama kuruluşlarının işbirliğiyle kolaylaştırılmasına yönelik çalışmalar sürdürülmektedir.

SONUÇ

Menkul Kıymetler Borsaları; kamu ve özel sektöre ait hisse senedi, tahvil, hazine bonosu, vs. gibi menkul kıymetlerin alınıp satıldığı, sermaye arz ve talebinin karşılaştığı fiziksel bir ortamdır. Finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte Menkul Kıymetler Borsalarında önemli değişimler yaşanmaktadır. Bugün, dünyadaki menkul kıymet borsalarının hemen hemen tümü, yerel piyasada aranan borsaya kayıt koşullarına uymak kaydıyla, yabancı hisse senetlerinin satışına olanak verirler.

Özellikle son yirmi yıllık dönemde finansal piyasalar ve dolayısıyla borsalar açısından çok önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu dönemde küreselleşme olgusu ve teknoloji alanında yaşanan gelişmeler finansal piyasalarda giderek artan bir entegrasyon sürecine yol açmıştır.

Bu hızlı değişim süreci içinde rekabetin de artmasıyla borsalarda gelişmelere uyum sağlayabilmek için gerek altyapı, gerek organizasyon ve gerekse yönetim anlayışında değişikliklere gitme zorunlu hale gelmiştir. Hatta, teknoloji alanındaki gelişmeler ve küreselleşmenin etkileri, borsalara ilişkin hukuki alt yapının yerel bir perspektif ile değil, küresel dinamikleri de dikkate alan bir perspektif ile düzenlenmesini kaçınılmaz hale getirmiştir.

Globalleşme, internet ve deregülasyon gibi gelişmeler ülkeler arasındaki sınırları ortadan kaldırarak pek çok sayıdaki küçük borsanın işleyişini bozmuştur. Gelişen teknoloji ile birlikte yatırımcıların borsalara erişimi hızlanmıştır. İletişim maliyetleri bu sebeple düşmüştür. Şirketler ulusal sınırlar dışındaki borsalara kote olmaya başlamışlardır ve borsalar arasında korkunç bir rekabet ortamı mevcuttur.

Artan rekabet sonucu borsalar işlemleri ve kotasyon başvurularını çekebilmek için daha düşük işlem maliyeti ve farklı ürünler sunma arayışı içine girmişlerdir. Bunun yanında teknolojik gelişmenin bir uzantısı olarak internet ve uzaktan erişim, bir borsa ve aracı kuruma olan bağımlılığı azaltmış ve yatırımcılara çok farklı platformlarda yatırım yapabilme olanağı getirmiştir. Böylece düşük işlem maliyetine

sahip, dışa açık, vergi avantajı olan, şeffaf, güvenilir, teknolojik alt yapısı sağlam, ürün çeşidi zengin ve yüksek işlem hacmi olan borsalara birer likidite akışı oluşmuştur.

Dolayısıyla, böyle bir ortamda kurumsal ve bireysel yatırımcıların en iyi ve en ucuz hizmeti verecek borsalara kaymalarıyla küçük ölçekli borsaların rekabet gücünü yitirmeleri ve yok olmaları kaçınılmazdır.

Avrupa Birliğine üye olmayı hedef alan Türkiye açısından bu gelişmeler çok önemlidir. Belirli bir büyüklüğe erişmesine rağmen etkin bir pazar olma özelliğine sahip olamayan İMKB'nin uluslararası yatırımcı açısından cazip bir pazar haline gelebilmesi ve AB'ye giriş söz konusu olduğunda bu entegrasyon sürecine katılması son derecede önemlidir.

Türkiye küreselleşme akımına uygun olarak ekonomisini 1980'lerden itibaren dönüştürmeye başlamıştır. 24 Ocak kararları, 1980'lerin sonunda sermaye hareketlerini serbest bırakması ve 1994'de AB Gümrük Birliği'ne girmesi bu yönde çok önemli somut adımlardır. 1986 yılında İMKB yeniden faaliyete başlamış ve 1989 yılında sermaye piyasası yabancı portföy yatırımcılarına tamamen açılmıştır. İMKB faaliyete geçtiği 1986 yılından bu yana genel olarak başarılı bir performans göstermiş ve kendi sınıfı içinde dünyanın önemli borsalarından biri olmuştur.

İMKB bünyesinde 30 Ocak 1995 tarihinde, uluslararası sermayenin Borsa'ya yönelmesini teşvik etmek ve yatırımcıların uluslararası kapsamda arz edilen sermaye piyasası araçları üzerinde yapacakları işlemler için şeffaf ve güvenilir bir ortam yaratmak amacıyla "Uluslararası Pazar" kurulmuştur. İMKB Uluslararası Pazar, yabancı borçlanma araçlarının, Türkiye Cumhuriyeti ve mahalli idarelerce yurt dışında satılmak üzere ihraç edilmiş kamu borçlanma araçlarının doğrudan, yabancı şirketlerin hisse senetleri ile yabancı yatırım fon ve ortaklıklarının ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının menkul kıymetlerinin ise depo sertifikası olarak işlem göreceği "Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi" niteliğinde bir pazardır.

Pazar, yerli ve yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar ile uluslararası piyasalardan kaynak bulma arayışında olan ihraççılara önemli imkanlar sunmaktadır. Uluslararası fon yöneticilerinin nakit transferi, kambiyo kısıtlamaları gibi operasyonel riskler nedeniyle yatırım yapmaktan çekindikleri bölgelere, sözkonusu riskleri ortadan kaldıran bu Pazar üzerinden giriş yapabilme imkanı getirilmektedir. Özellikle uluslararası piyasalardan fon temin etmek isteyen ihraççı kuruluşlara şeffaf ve likiditesi yüksek bir pazarda, menkul kıymetlerini satarak ihtiyaç duydukları fonları elde edebilme imkanı sağlanmıştır. Pazar'da gerçekleştirilecek işlemlerden kaynaklanan nakit transferleri, Türkiye'deki bankacılık ve finans sektörünün otomasyon düzeyinin Batı Avrupa ölçütlerinde olması, Pazar'da gerçekleştirilecek işlemlerden kaynaklanan nakit transferlerinin rahatlıkla yapılmasını sağlamakta ve Pazar'ın serbest bölge bünyesinde olmasından dolayı da söz konusu transferler hiçbir kısıtlamaya tabi olmamaktadır.

Dolayısıyla, Türkiye'deki yerleşik liberal ortam, AB Sermaye Piyasalarına paralel bir hukuki yapı, tam otomasyonlu elektronik alım-satım sistemi, uluslararası standartlara uygun takas ve saklama sistemi, şeffaflık açısından derinlik bilgilerini dünyanın her tarafına gönderen gerçek zamanlı veri yayını ve İMKB'nin maliyetler açısından ucuz bir piyasa olması gibi pozitif özellikler yabancı yatırımcılara hitap etmektedir. Ancak, çalışmanın üçüncü bölümünde de belirtildiği gibi; İMKB, kıyaslanan ülkeler ve baz alınan kriterler açısından genelde orta sıralarda yer almaktadır. Geçmiş yıllardaki performansı ve gelişim hızı düşünüldüğünde İMKB'nin potansiyelinin altında kaldığını söylemek mümkündür.

İMKB, 2000'li yıllara kadar hızlı bir gelişim göstermiş, fakat son üç yılda makro-ekonomik olumsuzlukların etkisi ile daralma sürecine girmiştir. İMKB'nin gelişmişliği ile ilgili, borsaya kote şirket sayısı, şirketlerin piyasa değeri, işlem hacimleri gibi pek çok gösterge neredeyse 1995 yılı seviyelerine gerilemiştir. İşlem gören şirket sayısı açısından orta sıralarda yer alan İMKB, likidite açısından ise iyi bir konumdadır. İMKB, yüksek risk ve getiri potansiyeline sahiptir. Bu istikrarsızlığın sonucu olarak kısa vadeli hareketler sıklıkla gerçekleşmektedir.

Ayrıca, İMKB bünyesinde kurulan UP da amaçlarına ulaşamamış, piyasaların likiditesi istenen seviyelerde gerçekleşmemiştir. Uluslararası Pazar Depo Sertifikaları piyasasında 1 adet şirket işlem görmektedir ve son üç yıldır hiç işlem gerçekleşmemiştir. Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasasında ise Hazine tarafından yurt dışına satılmak üzere ihraç edilen Eurobond'lar işlem görebilmektedir ve son iki yıldır bu piyasada da hiç işlem yapılmamıştır.

Uluslararası tahvil ve bono piyasasında, yerli bono piyasasında olduğu gibi devletin "crowdig out" (dışlama) etkisi görülmektedir. Özel sektör tahvil ve bonosunun yapılamamasının başlıca nedenleri; faizlerin ve verginin yüksekliği, kamu sektörü menkul kıymetlerinin büyük fonları çekmesi sayılabilir. Bunun için kurumsal tabanın geliştirilmesi ve yabancı yatırımcıya daha fazla destek verilmesi gerekir. Bu durumda Türkiye'nin kredibilitesi yabancı yatırımcı nezdinde büyük önem arz etmektedir. Dolayısıyla ülke riski yüksek olan Türkiye sermaye piyasaları, yabancı yatırımcılar açısından uzun vadeli bir yatırım aracı olarak görülmemekte piyasaya girişler spekülatif unsurlar içermektedir.

Makroekonomik ve politik istikrarsızlık, kayıtdışı ekonomi, devletin yüksek iç borçlanma gereği ve bunların sonucu olarak yüksek reel faizler İMKB UP'ın gelişimini engelleyen dış faktörler olarak sıralanabilir. Yabancı yatırım ürkek bir sermayeyi temsil ettiği için, borsada işlem görmek şirketler için finansal ve kurumsal olarak çekici hale gelmelidir. Ekonominin makul bir tutarlılığı ve istikrarı olmalıdır. Bunların dışında, kurumsal yatırımcı tabanı oluşturulmalı, likidite problemleri çözümlenmeli, skandalları önleyici bir hukuki çerçeve olmalıdır.

Özellikle yabancı yatırımcı açısından güven çok önemlidir. Ülkemizde kamuyu aydınlatma ve yatırımcıyı koruma ilkeleri paralelinde gelinen aşama piyasalara olan güveni güçlendirici olmakla birlikte, tam anlamda yeterlilik sağlanamamaktadır. Bu nedenle, Sermaye Piyasası davalarına ilişkin ihtisas mahkemeleri kurulmalı, manipülasyonun engellenmesine yönelik ve davaların hızla sonuçlandırılmasını sağlayıcı hukuki ve idari önlemler alınmalı, Türkiye'de hukuk düzeninin işlediği inancı dış yatırımcılar nezdinde oluşturulmalıdır. Ayrıca, AB

normlarına uygun olarak takası garanti eden sistemler kurulmalıdır. Takasbank'ın sınır ötesi işlem yapabilmesi için gerekli mevzuatı değiştirilmelidir.

Bunların dışında, İMKB UP'a yabancı yatırımcıların ilgisini çekmek ve uluslararası borsalarla rekabet edebilmesi için, tanıtım ve reklam faaliyetleri düzenlenebilir, kotasyon imkanları yükseltilebilir, aracı kuruluşların bağlayıcı yükümlülükleri azaltılabilir ve işlem saatleri arttırılabilir.

Uluslararası portföy yatırımcıları Menkul Kıymetler Borsalarında, dört temel unsura bakmaktadır; şeffaflık ve güven, sağlam teknolojik altyapı, düşük işlem maliyeti ve yüksek likidite. Dolayısıyla, İMKB'nin gelecekte diğer borsalarla rekabet edebilmesi, dışa açık, likiditesi yüksek ve rakiplerine göre daha düşük komisyonlarla çalışabilecek yüksek performanslı bir borsa olmasına bağlıdır.

KAYNAKLAR

KİTAPLAR

1. ALP, Ali., **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İMKB, Ankara, 2002.

2. AKDİŞ, Muhammet., **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, 1. Basım, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2000.

3. BAŞOĞLU, Ufuk., ÖLMEZOĞULLARI, Nalan., PARASIZ, İlker., **Dünya Ekonomisi Küreselleşme, Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi**, 1. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1999.

4. DOĞUKANLI, Hatice., **Uluslararası Finans**, Birinci Baskı, Nobel Kitabevi, Adana, 2001.

5. EITEMAN, David., STONEHILL, Arthur., **Multinational Business Finance**, Fifth Edition, Addison -Westley Publishing Company, July-1989.

6. KARAN, Mehmet Baha., **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Birinci Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, 2001.

7. KARLUK, Rıdvan.,**Uluslararası Ekonomi**, 5. Baskı, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1998.

8. KONDAK, Nuray., **Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş**, Kardeşler Matbaası, İstanbul, 1999.

9. KONDAK, Nuray., YAYLA, Hilmi Erdoğan., **Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2002.

10. KORUYAN, Adil., **Sermaye Piyasası (Taraflar-Kurumlar-İşlemler)**, Ekim-2001.

11. MADURA, Jeff., **İnternational Financial Management**, Third Edition, West Publishing Compant, 1992.

12. PARASIZ, İlker., **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2000.

13. PARASIZ, İlker., YILDIRIM, Kemal., **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş**, 1. Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1994.

14. SARIKAMIŞ, Cevat., **Sermaye Pazarları**, Fatih Matbaası, İstanbul, 1980.

15. SEYİDOĞLU, Halil., **Uluslararası İktisat**, 13. Baskı, Kurtiş Matbaası, İstanbul, 1999.

16. SEYİDOĞLU, Halil., **Uluslararası Finans**, 3. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001.

17. SEYİDOĞLU, Halil., **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, 2.Baskı, Kurtiş Matbaası, İstanbul, 1999.

18. TANER, Berna., POLAT, Lale., **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, İzmir, 1992.

MAKALELER

1. AKDİŞ, Muhammet., "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler", **http://makdis.pamukkale.edu.tr** Erişim:12.12.2004.

2. GÜVEN, Samih., "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Ağustos 2001.

3. İNSEL, Aysu., SUNGUR, Nesrin., "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV", **http://www.tek.org.tr/tartisma/pdf/serhar0303.pdf** Erişim:12.01.2004.

4. KAR, Muhsin., KARA, M.Akif., "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", **DTM Dergisi**, Temmuz 2003.

5. KARABIYIK, Lale., "Yabancı Yatırımcıların Yatırım Portföyleri için İMKB Alternatifi", **http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/1/lale/lale.html** Erişim:29.04.2004.

6. MAZGİT, İsmail., Yayınlanmamış Ders Notu.

7. SELİMATA, Selim., "Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri", **Active-Finans Dergisi**, Sayı:32, Eylül-Ekim 2003.

RAPORLAR VE SÜRELİ YAYINLAR

1. **AKÇORAOĞLU, Alpaslan., YURDAKUL, Funda.,** "Global Faktörler ve Hisse Senedi Getirileri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na İlişkin Ampirik Kanıtlar", İMKB Dergisi Cilt:6, Sayı:21 Ocak/Şubat/Mart 2002.

2. **AKTAN, Coşkun Can., ŞEN, H.**, "Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye", Ankara: TOSYÖV Yayınları, 1999.

3. **AYYILDIZ, Musa.**, "Menkul Kıymet Borsalarının Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşmeleri ve Türkiye İçin Öneriler", Sermaye Piyasası Kurulu Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi Yeterlik Etüdü, Ankara, 2000.

4. **Activeline Gazetesi.**, "Sermaye Piyasalarından Son Haberler", 01.12.2003, No:45.

5. **BUZLUPINAR, Elif., DOĞU, Murat., TEKER, Bahadır., SANCAR, Yasemin.**, "OECD Ülkelerinde Menkul Kıymet Piyasaları: Organizasyon ve Düzenlemeler", SPK Yayın No:49, Eylül 1996.

6. **Ege Bölgesi Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu.**, "Globalleşme Sürecinde Türkiye'de Finans Piyasalarının Gelişimi", 26-28 Kasım 1998, Çakırağa Tatil Köyü, Seferihisar-İzmir.

7. **ERÇEL, Gazi.**, "Küreselleşme ve Uluslararası Finansal Gelişmeler", 17. Asya Bankalar Birliği Genel Kurulu, 22 Eylül 2000, İstanbul.

8. **Hacıhasanoğlu, ERK.**, "Menkul Kıymet Piyasalarında Volatilitenin Modellenmesi, İMKB İçin Bir Deneme", SPK Yayın No:139, Ankara, 2003.

9. **İMKB.**, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye", Araştırma Yayınları, İMKB Yayın No:3, 1994.

10. **İMKB Aylık Bülten.**, Mayıs 2004.

11. **İMKB Dergisi.**, Yıl:1, Sayı:4, Ekim/Kasım/Aralık 1997.

12. **İMKB.**, "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu".

13. **İMKB.**, "Türkiye'deki Menkul Kıymet Piyasaları'nın Tarihçesi".

14. **İMKB.**, "İMKB Hisse Senetleri Piyasası".

15. **İMKB Aylık Bülten.**, Temmuz 2004.

16. **İMKB.**, "İMKB 2003 Faaliyet Raporu".

17. **İMKB.**, "İMKB Tahvil ve Bono Piyasası".

18. **İMKB.**, "İMKB Uluslararası Pazar".

19. **İMKB.**, "Uluslararası Pazar'a Kabul Kriterleri".

20. **İMKB Dergisi.**, "AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB'nin Gelişimi", Yıl:4, Sayı:14, Nisan/Mayıs/Haziran 2000.

21. **İMKB.**, "2003 Yıllık Rapor".

22. **İMKB.**, "Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları".

23. **İMKB.**, "İMKB UP Depo Sertifikaları Piyasası Köt Dışı Pazar'da İşlem Gören Menkul Kıymetler".

24. **İşletme ve Finans Yayınları.**, "Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar", Yayın No:4, Kasım-1996, Ankara.

25. **İzmir Ticaret Odası.**, "Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsaları (Ege Bölgesinin Potansiyeli)", Yayın No:22, İzmir 1995.

26. **KARAN, Mehmet Baha., KARACABEY, Ali Argun.**, "Türkiye'de Sermaye Piyasası'nın Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği", SPK Yayınları, Yayın No:140, 2003.

27. **KARACAN, Ali İhsan.**, "Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinde Yeniden Yapılandırılmaları", TSPAKB, İstanbul, 10 Nisan 2003.

28. **SPK.**, "SP 80. Yıl Sunumu".

29. **TCMB.**, "2003 Yıllık Rapor".

30. **TCMB.**, Ödemeler dengesi istatistikleri.

31. **TEZCANLI, Meral Varış., ERDOĞAN, Oral.**, "Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Entegrasyonu ve İMKB", İMKB Araştırma Yayınları, No:8, 1996.

32. **TSPAKB, İMKB Özelleşmesi Çalışma Grubu.**, "İMKB Özelleşmesi Hakkında Rapor", Haziran-2003.

33. **TSPAKB Aylık Bülteni.**, Sayı 6, Şubat 2003.

34. **TSPAKB.**, "Gündem", Nisan 2004, Sayı:20.

35. **TSPAKB.**, "Ulusal ve Uluslararası Piyasalar", Nisan 2004.

36. **TSPAKB.**, "Türkiye Sermaye Piyasası Geliştirme, Strateji, Hedefler", Mayıs 2004.

37. **TSPAKB.**, " Türkiye Sermaye Piyasası 2003, Türkiye Ekonomisi".

38. **UZUNOĞLU, Sadi., ALKİN, Kerem., GÜRLESEL,Can Fuat., CİVELEK, Uğur.**, "Bölgesel Finans ve Hizmet Merkezi=İstanbul", İstanbul Ticaret Odası, Yayın no:2000-34.

39. **VURGUN, Kudret.**, "Uluslararası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler", İMKB Araştırma Yayınları, No:4, Kasım 1994.

WEB SAYFALARI

1. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/uluslararasi_piyasalar_ileri.pdf Erişim:26.04.2004.
http://www.tspakb.org.tr/docs/rapor03/ekonomi2003.pdf Erişim:03.07.2004.
http://www.tspakb.org.tr/docs/imkb_ozellesme_raporu.pdf Erişim:12.02.2004.

2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/kilavuz/klvz02.zip Erişim:28.05.2004.
http://www.imkb.gov.tr/genel/tarih.htm Erişim:28.05.2004.
http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm Erişim:02.06.2004.
http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu.htm Erişim:02.06.2004.
http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/tahvil.htm Erişim:02.06.2004.
http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/upazar.htm Erişim:02.06.2004.
http://www.imkb.gov.tr/genel/imkbup.htm Erişim:02.06.2004.
http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/veri/yillikrapor.pdf.zip Erişim:02.06.2004.
http://www.imkb.gov.tr/upds.htm Erişim:02.06.2004.
http://www.imkb.gov.tr/uyeler/portfoy.htm Erişim:28.07.2004.

3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
http://www.tcmb.gov.tr/~research/yillik/03turkce/yraporx.html Erişim:09.06.2004.

4. Sermaye Piyasası Kurulu
http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basinaciklamalari/SP_80_Yil_Sunumu_21102003.pdf Erişim:25.07.2004.