

# **TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PIYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**

## **BORSALARIN EKONOMİDEKİ YERİ VE GLOBALLEŞME SÜRECİNDE YENİDEN YAPILANDIRILMALARI**

**"Türkiye için Model Arayışı"**

**Yayın No. 12**

**BORSALARIN EKONOMİDEKİ  
YERİ VE GLOBALLEŞME  
SÜRECİNDE YENİDEN  
YAPILANDIRILMALARI**

*"Türkiye için Model Arayışı"*

**İstanbul, 10 Nisan 2003**

**Yayın No. 12**

**ISBN: 975-6483-06-7**

**graphis**

**M A T B A A   S A N A Y İ   V E   T İ C A R E T   L T D .   Ş T İ .**

Yüzyıl Mahallesi Matbaacilar Sitesi 1. Cadde Numara 139 Bağcılar 34560 İstanbul

| **T:** 0212 629 06 07 PBX    **F:** 0212 629 03 85    **E:** [info@graphis.com.tr](mailto:info@graphis.com.tr)

---

## ÖNSÖZ

Borsalar, bir ülkede, girişimcilere uzun ve düşük maliyetli fon sağlayarak ekonomik kalkınmayı hızlandırma ve sermayenin tabana yayılmasını sağlayarak, yaratılan ulusal gelirin toplum katmanlarına daha adil bir şekilde dağıtımasına yardımcı olma gibi önemli işlevlere sahiptir. Borsaların, bu işlevlerini en iyi şekilde yerine getirebilmelerinin ön koşulu, serbest piyasa döneminin tüm kurum ve mekanizmalarıyla oluşturulması ve işletilmesidir. Bundan sonraki aşama ise, Borsaların sağlıklı ve verimli bir yapıya kavuşturulmaları sürecidir.

Bu süreçte, Borsaların özelleşmesi ve ayrıca KOBİ'lerin finansmanı konularının ülkemiz gündeminde yer alması dolayısıyla, yürütülen çalışmalara ve çözüm arayışlarına katkıda bulunmak amacıyla Birliğimiz tarafından "Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinde Yeniden Yapılandırılmaları- Türkiye İçin Model Arayış-" konulu bir panel düzenlemiştir.

Birliğimizin "Sermaye Piyasamızın Geliştirilmesi ve ülke ekonomisine katkı ana hedefi doğrultusunda; tüm çalışanları en üst derecede mesleki bilgi ile donatılmış, etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sunumu şeklinde algılayan, saygın bir meslek mensupları kitlesi oluşturmak" misyonu doğrultusunda düzenlemiştir olduğu panel, her kesimden ilgi görmüştür.

Panelde, Borsaların var olan durumunu ve yeniden yapılandırılma gereksinim ve olanaklarını farklı bakış açılarından ele alan ve konuya ayrıntılı ve sağlıklı bir zeminde tartışmaya açan çok değerli konuşmacılarımıza, panelimizi onurlandıran sayın devlet yetkililerine ve değerli katılımcılara teşekkür ederiz.

Öte yandan 29 Nisan 2003 tarihinde oluşan yeni yönetim kurulumuz; Borsaların özelleşmesi, KOBİ'lerin finansmanı, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları konularında çalışma platformları oluşturmuş bulunmaktadır. Bu çalışmaların sonucunda hazırlanacak raporlar Birliğimiz Yönetim Kurulu'na değerlendirilerek kararlar oluşturulacak ve çalışma sonuçları siz değerli okuyuculara sunulacaktır.

**Müslüm DEMİRBILEK**  
Türkiye Sermaye Piyasası  
Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı



---

## **İÇİNDEKİLER**

### **AÇILIŞ KONUŞMALARI:**

Abdüllatif ŞENER / Başbakan Yardımcısı .....	9
Dr. Doğan CANSIZLAR / SPK Başkanı .....	13
Osman BİRSEN / İMKB Başkanı .....	17
Y. Ziya TOPRAK / TSPAKB Başkanı .....	23

### **KONUŞMACILAR:**

Borsaların Ekonomideki İşlevi ve Önemi / Prof. Dr. Çelik KURDOĞLU .....	27
KOBİ'ler ve Sorunları / Mehmet ASLAN .....	31
Özelleştirmede Temel Yaklaşımlar ve Borsa Özelinde Uygulanabilecek Stratejiler / Uğur BAYAR .....	35
Mevcut ve Potansiyel Halka Açık Şirketler Yönünden Borsalara Bakış ve Beklentiler / Halil EROĞLU .....	39
Halil EROĞLU / Kaynakça .....	51
Dünyada Borsaların Şirketleşmesi ve Halka Açılmaları Üzerine Deneyimler / Muzaffer EGELİ .....	53
Ülkemiz Borsaları İçin Yeniden Yapılandırma Önerileri Doç. Dr. Ali İhsan KARACAN .....	61
Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinde Yeniden Yapılandırılmaları Dr. M. Ercan KUMCU / Panel Yöneticisi .....	87
<b>SORU - CEVAP .....</b>	89
<b>PANELDEN GÖRÜNÜMLER .....</b>	95





**Doç. Dr. ABDÜLLATİF ŞENER**  
Başbakan Yardımcısı

Sermaye piyasamızın değerli başkanları ve yöneticileri, değerli konuklar, değerli basın mensupları hepiniizi en içten sevgilerimle selamlıyorum.

Bugün burada birlikte izleyeceğimiz panelin konusu "Borsanın Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinde Yeniden Yapılandırılmaları". Gerçekten son günlerde borsaların özelleştirilmesi ile ilgili yoğun tartışmaların ve çalışmaların yapıldığı bir ortamda önemli bir konuda ilgili uzman arkadaşlarınızın değerlendirmelerini ve yorumlarını birlikte almak bizim için de önemli olacaktır. Bu önemli konuyu gündeme getiren ve bir panel şeklinde tartışılmasına imkan sağlayan Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin Değerli Başkan ve Yöneticilerine sözlerimin başında teşekkür etmek istiyorum.

Bu panel esnasında çok değerli uzmanlar görüşlerini ortaya koyacaklardır. Bu platformda ortaya konulacak görüşler ve tartışmalar başta İMKB olmak üzere borsanın özelleştirme çabalarına muhakkak katkı sağlayacaktır. Hepimizin bildiği ve takdir ettiği gibi sermaye piyasamızın ve borsaların sağlıklı işleyebilmesi hepimizin arzu ettiği, oluşturmaya çalıştığımız temel bir konudur. Sermaye piyasalarının ve borsanın sağlıklı işlemesi sadece finans sektörü açısından değil, ekonominin tamamı açısından önem arz etmektedir. Bu sağlıklı işleyiş sağlandığı takdirde, mekanizma sağlıklı olduğu takdirde, ekonominin kaynak sağlama imkanları genişleyecektir ve kaynakların ekonomide bir şekilde kullanılması da gerçekleştirilmiş olacaktır. Borsalar ekonominin gidişini yansitan en önemli göstergelerdir. Nitekim borsadaki hareketlilik izlendiği zaman sadece borsalarda kote edilmiş bir takım

---

değerlerin hareketleri izlenmekle kalmaz. Aynı zamanda ekonominin genel gidişatı üzerinde değerlendirmeler yapmaya imkan hazırlar. Yani borsalar bir yandan ekonominin gidişini gösteren en sağlıklı göstergelerden biri olarak karşımıza çıkarken, diğer taraftan ekonomi dışı etkilerin de en iyi izlendiği bir alan olma özelliğini taşımaktadır. Böylece ekonomi ve ekonomi dışı bir takım gelişmelerin izlendiği bir alan olması sebebiyle dünyanın içinde bulunduğu konumdan bağımsız olarak ele alınması, sorgulanması, yeniden yapılandırılmaya çalışılması sağlıklı değildir. Bu bakımdan içinde yaşadığımız dünyayı iyi algılamak, iyi yorumlamak, geleceği iyi okumak borsaların yeniden yapılandırılmasıyla atacağımız adımları iyi görmemiz açısından gereklidir, kaçınılmazdır. Bu noktada karşımıza hemen küreselleşme kavramı çıkmaktadır.

Bundan 20 yıl önce Çernobil'de bir nükleer kaza meydana geldiğinde İstanbul'da içtiğimiz çayların tadı bile bir anda değişmişti. O günlerden küreselleşme olgusu ile birlikte dünyanın bir köşesinde cereyan eden hadiselerin öbür köşedeki insanların hayatını hangi boyutlarda etkileyeceğini değerlendirmek zorunda olduğumuza görmüştük. O günden bu güne çok şey değişti. Gerçekte günümüzde artık dünyanın küçülmüş olduğunu görüyoruz ve çok uzak mesafelerin insanların hayatında önemli yerler işgal ettiğini hemen fark ediyoruz. Hatta dünyanın bir ucunda bilgisayar ile diğer ucundaki biriyle evlilik kuran gençlere artık sık rastlanmaya başlandı. Bunun ötesinde malların, sermayenin, hatta iş gücünün sınır tanımayışına şahit olmaktayız. Özellikle sermayenin 15 saniye içerisinde dünya üzerinde en az 10 kez tur attığını ve kârlı gördüğü alanlarda yatırmılara dönüştüğünü düşünecek olursak, artık Türkiye'de, İstanbul'da var olan bir borsanın dünyadaki gelişmelerden bağımsız olarak yorumlanması, sorgulanmasının veya şekillendirilmeye çalışılmasının mümkün olmadığını hep birlikte takdir ederiz. Bu bakımdan mali piyasalar da küreselleşme şartları içinde sürekli olarak yeniden ele alınmalıdır diye düşünüyoruz. Dünya standartlarına ayak uydurma zorunluluğu her alanda olduğu gibi borsalar açısından da gereklidir. Çünkü teknolojik gelişim her şeyi değiştirmektedir. Yatırımcıların borsalara erişimi hızlanmıştır, iletişim maliyetleri bu sebeple düşmüştür. Şirketler ulusal sınırlar dışındaki borsalara kote olmaya başlamışlardır ve borsalar arasında korkunç bir rekabet ortamı mevcuttur. Böyle bir ortamda ve dünyada değişimin önemini kavramak zorundayız. Aslına bakarsanız değişim insanlık tarihinin değişimyen en önemli gerçeğidir. Hatta değişim kavramının bile dönemden döneme kendi içinde değişikliklere uğradığını biliyoruz. Değişim hayallerin ötesinde bir hız kazanmış bulunmaktadır. Bu bakımdan ya bu değişimde ayak uydurmak gereklidir veya tasfiyeye razı olmak gereklidir. Değişim şartları arasında değişimde ayak uydurmanın, değişimin öncüsü olmanın önemi her alanda olduğu gibi borsalar açısından da gereklidir. Zaten rakamlara baktığımızda diğer piyasa ve borsalarla,

---

gelişmekte olan ülkelerdeki borsalar hacmine baktığımızda da bu korkunç rekabet ortamı içerisinde mutlaka değişimizi iyi görmek zorunda olduğumuzu hemen hissetmekteyiz.

Kuzey Amerika ve Avrupa borsaları dünya piyasası kapitalizasyonunun %80'ini oluşturur duruma gelmişken, elbette ülkemizde var olan piyasası ve borsaların geleceğini düşünmek ve buna göre en etkin olabileceğimiz durumu ortaya çıkarabilmemiz gerekmektedir. Küreselleşme, teknolojik gelişme, artan rekabet ve bu ortamda borsalar nereye gidiyor sorusunu hep birlikte sormak durumundayız. Aslına bakarsanız borsalar arasında entegrasyon süreci günümüzde artmaktadır. Ortaklık yapılarını borsalar değiştirmeye başlamışlardır. Kâr amaçlı bir yapıyı benimsemeye yönelmişlerdir. Belirttiğim gibi bu değişimimin altında; teknolojinin ön plana çıkması ve borsanın yeni yatırımlarını finanse etmek için sermayeye daha fazla ihtiyaç duymaları vardır. Karar alma süreçlerini hızlandırma ihtiyacı vardır ve düşük maliyetle çalışan elektronik alım-satım hizmetiyle rekabet etme çabaları vardır. İşte bu noktada İMKB'nin özelleştirilmesi ile ilgili 13 Ocak tarihli yapmış olduğum basın toplantılarında ifade ettiğim düşünceler, bu konu ile ilgili tartışmaların hızlanması sebep olmuştur. Bu sene içerisinde başta İMKB ve Altın Borsası olmak üzere, hatta Takasbank'ın da bu sürecin bir parçası olduğunu düşünecek olursak, özelleştirilmesiyle ilgili çalışmaların başlığını, kararların verilme arifesinde olduğunu düşünecek olursak, bu tür panellerin, toplantıların daha sık yapılmasında fayda olacaktır. Bu konularda çok daha farklı düşüncelere ve yaklaşılara sahip olan uzmanların ve araştırmacıların görüşlerine ve düşüncelerine ulaşma ihtiyacı vardır.

Şunu bilmemiz gerekir ki, hiçbir zaman siyaseti bilgi üreten ve ürettiği bilgiyi doğrudan doğruya uygulayan bir karar mekanizması olarak görmemek gerekdir. Aslına bakarsanız piyasada var olan üretilen fikirlерden, düşüncelerden yararlanmak, onları özümsemek suretiyle siyaset; karar vereceği alanları ve yapacağı uygulamaları tespit etmektedir. Eğer bir toplumda o toplumun aydınları, uzmanları, düşünürleri, araştırmacıları arasında ne kadar üst değer, araştırma, topluma faydalı olacak çalışma varsa siyasetin verimi ve başarısı da o ölçüde artar. Fakat bir şartla, siyasetin de bu düşüncelerden, toplumdaki bu zenginliklerden yararlanması gerekdir. İşte biz 59'uncu Cumhuriyet Hükümeti olarak kendi kararlarımız ve kendi ürettiğimiz düşüncelerimizin ötesinde toplumda var olan araştırmacılarımızın, uzmanlığımızın düşüncelerini ve bilgi birikimlerini her şeyin üzerinde görüyoruz. Toplumda var olan bu zenginliği mümkün olduğunda siyasal karar organına çekmeye ve karar sürecimizi ona göre belirlemeye çalışıyoruz. Bu bakımdan bu paneli düzenleyen arkadaşlarımıza, katılan değerli uzmanlarımıza, siz değerli izleyicilerimize teşekkür ediyor, hepinize saygılar sunuyorum.





**Dr. DOĞAN CANSIZLAR**  
Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı

Sayın Başkanım, Değerli Sektör Temsilcileri, Değerli Konuklar;

Konuşmama başlamadan önce Aracı Kuruluşlar Birliği'ne teşekkür etmek istiyorum. Büylesi önemli bir konuda, güncel bir konuda bu paneli ve konferansı düzenledikleri için. Çünkü bu panel neticesinde ortaya konulacak görüş ve öneriler borsalarımızın öncelikle kâr amaçlı şirket haline dönüştürülmesine ve arkasından da özelleştirme prosedürüne çok önemli katkılar sağlayacaktır.

Borsalarla ilgili uygulamalar dünyada çok eski dönemlere dayanmaktadır. Fakat Türkiye açısından modern manada borsamız 1986 yılından itibaren faaliyete geçmiş, hem ulusal hem de uluslararası platformlarda ilgi odağı haline dönüşmüştür. Bugün gelinen noktada borsaların ve sermaye piyasasının rolü herkes tarafından açık bir şekilde önemli ölçüde bilinmektedir. Bugün itibariyle baktığımızda yatırımcı sayısı 1 milyon 200 bin civarında ve şirket sayısı da 286 civarındadır. Bu rakamlar her ne kadar istenilen seviyelerde olmasa da ülkemizin yaşadığı ekonomik süreçler göz önüne alındığında hiç de küçümsenmeyecek rakamlardır diye tahmin ediyorum. Yapılan araştırmalar ülkelerin sermaye piyasaları gelişmişliği ile ekonomik büyümeye açısından güçlü bir ilişki olduğunu ve borsaların hem ulusal hem de uluslararası istikrara olumlu katkılar sağladığını göstermiştir. Ekonomik büyümeye açısından hayatı öneme sahip olan gelişmiş sermaye piyasası yatırım araçlarını çeşitlendirmek suretiyle tasarrufları arttırip etkin bir şekilde verimli yatırımlara

---

aktarabilmektedirler. İşte bu aktarım mekanizmasının sağlıklı işlemesi finansal piyasada arz ve talebin bulunduğu, buluştuğu borsalarda olmaktadır. 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. 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. Daha önceden belirleyici kurallar olarak kanunlar bulunmakta, son yıllarda kanunların yerini mesleki standartlarının olması eğilimi ortaya çıkmıştır. Artan rekabet sonucu borsalar işlemleri ve kotasyon başvurularını çekerilmek için daha düşük işlem maliyetini ve farklı ürünler sunma arayışı içine girmiştirlerdir. 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 olanağını getirmiştir. Böylece düşük işlem maliyetine sahip, ürün çeşidi zengin ve yüksek işlem hacmi borsalara birer likidite akışı oluşturmuştur. Likidite açısından bakıldığından makro ekonomik göstergeleri iyi olan yüksek büyümeye ve istikrara sahip yapısal reformları gerçekleştirmiş ülkelerin daha büyük ve daha likit piyasalara sahip olduğunu göstermektedir. Likidite hareketi sadece borsanın özelliklerinde değil, aynı zamanda sistemdeki destek hizmetlerinden yani takas ve saklama hizmetlerinden de önemli ölçüde etkilenmektedir. Kaliteli ve güvenilir destek hizmeti veren sistemler likidite çekici unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Düşük likiditeli borsa ve yetersiz destek hizmetleri işlem hacminin önemli bir kısmının yurt dışı borsalara kaymasına neden olabilmektedir. Bunun sonucunda mevcut alım-satım ve takas alt yapısının getirdiği sabit maliyetlerin karşılanması güçleşmekte ve işlem gören menkul kıymetlerin likiditesi olumsuz yönde etkilenmektedir. Borsaların güç kaybetmesi karşısında yurt dışı borsalarla işbirliği hatta birleşme ihtiyacı ön plana çıkmaktadır. Bunda da örnek olarak eurox ve euroext'i verebiliriz.

Bütün bu gelişmeler sonucunda 1990'lı yıllarda itibaren borsaların varlıklarını sürdürmek için kâr amaçlı anonim şirkete dönüşmesiyle başlayan süreçte bugüne kadar hem Londra Borsası, Paris Borsası, Toronto Borsası gibi gelişmiş piyasalar hem de Kuala Lumpur, Singapur Borsası gibi gelişmekte olan ülkelerde 17 borsa kâr amaçlı anonim şirket haline dönüşmüştür. Anonim şirket yapısı altında aracı kuruluşlar, yatırımcılar ve ihraçcılar başta olmak üzere bütün piyasa katılımcıları borsanın ortağı olmaktadır.. Böyle bir yapı

---

---

altında borsalar müsteri odaklı hale dönüşmekte, düşük işlem maliyeti, etkin hizmet ve ürün çeşidi isteyen yatırımcılar ile ihraççıların isteklerine öncelik tanımaktadır. Bu adımlar borsanın alternatif alım-satım sistemleriyle rekabet eden ticari bir birime dönüşmesine ilişkin süreç tamamlanmış olmaktadır.. Bu süreçten beklenen başlıca faydaları şöyle sıralamak mümkün. Bir defa teknolojik alt yapının modernizasyonu, stratejik işbirliklerinin kolaylaşması, yönetimin sektör ve piyasa koşullarına uyum gösterme yeteneğinin artması ve karar verme mekanizmasında esneklik. Büyük piyasa katılımcılarının da bu anlamda borsaya çekilmesi, yeni stratejiler için katolizer olmak, yatırımcılar için değerlendirme göstergesi olmak, likidite sağlamak, sermayeye ulaşım olanağının artmış olması, mali karar alma mekanizmasının iyileştirilmesi olarak sıralayabiliriz.

Bu genel trend ve dönüşüm sürecine uyum sağlayabilmek için biz de Sermaye Piyasası Kurulu olarak İMKB'nin ve Altın Borsası'nın kâr amaçlı bir şirkete dönüştürülmesi ve sonrasında da özelleştirilmesine yönelik çalışmalara; bahsettiğimiz bu kuruluşlarla ve Özelleştirme İdaresi ile beraber başladık. Arkasından KOBİ piyasaları düzenlemesi, zaten özel sektör açısından anonim şirket olarak kurulmasına imkan sağlandı. Bu yapı yeni bir konsept değil, daha önceden bizim yaptığım düzlemlerde 2 senedir aşağı-yukarı konseptin hayata geçirilmesi ile ilgili adımlardır. Özellikle bu stratejiler içerisinde, takas sisteminin de değerlendirilmelerde dikkate alınacağını burada belirtmek istiyorum.

Şüphesiz güclü bir borsaya sahip olmanın yolu güclü ve istikrarlı bir ekonomiye sahip olmaktan geçiyor. Konuşmamın başında da belirttiğim gibi; İMKB'nin ülkemizin geçirdiği ekonomik krizlere rağmen oldukça başarılı bir performans sergilediğini ve bu süreç içerisinde önemli gelişmeler kaydettiğini göz ardı etmemek gereklidir. İstikrarlı bir ekonomi ve sürdürülebilir büyümeye için öncelikle kamunun borçlanma gereğinin azalması ve genelde ekonomik ortamın uzun vadeli yatırıma elverişli olması ön koşul olarak karşımıza çıkmaktadır. Böyle bir ortamda gerek yurtiçi gerekse yurtdışı tasarrufların bir bölümü kamu borçlanma araçları dışındaki yatırım araçlarına yönelecek. Belirtilen gelişme hem piyasalarımızın çeşitlenmesini hem de gelişmesini ve derinleşmesini sağlayacaktır. Gerçekleştirilmekte olan yapısal reformlar ve uygulanmakta olan sıkı maliye ve para politikalarının devam edeceğini ve savaş ortamı etkilerinin çok kısa sürede atlatılarak ülkemizin sahip olduğu potansiyelin güven ortamı içinde önemli adımlarla sonuçlanacağına olan inancımı burada ifade ediyorum ve konuşmama burada son veriyorum.

Bu panelin borsaların özelleştirme sürecinde önemli katkılar getireceğine inanıyorum. Hepinize saygılar sunuyorum.

---





### **OSMAN BİRSEN**

İstanbul Menkul Kiyemetler Borsası Başkanı

Sayın Bakan Yardımcım, değerli konuklar, hepini saygı ve sevgi ile selamlıyorum. Bu paneli düzenleyen Aracı Kuruluşlar Birliği'ne teşekkür borçluyuz. Birlik, kurulduğundan bu yana sektörün genel sorunlarını ele alma fırsatını veren birçok toplantıya öncülük etti, bu toplantıyı da düzenlediler. Kendilerine gerçekten çok teşekkür ediyorum, çok güzel bir platform oluyor. Bu platformun geçen seferki özelliği aynen devam ediyor. Sermaye piyasalarından sorumlu Sayın Bakan Yardımcımızın aramızda bulunması daha önce alışık olmadığımız çok büyük bir mazhariyet. Burada bulunmak demek; sorunları bilmek, konuları bilmek, bizim çalışmamıza yardım etmek demektir. O bakımdan Sayın Bakanın bize göstereceği yardıma çok teşekkür ediyorum.

Benden önceki konuşmacılar çok yerinde olarak, dünya sermaye piyasaları veya borsalar genel trendinin ana çizgilerini çok doğru bir biçimde ortaya koydular. Gerçekten de globalleşme, yani teknolojik ilerleme, iletişim sektörünün ve teknolojisinin ilerlemesi dünyayı küçülttü. Netice itibariyle, sermaye hareketlerinin liberalleşmesi ve yatırımların, portföylerin çeşitlendirme özelliğini de dikkate alan yatırımcılar tarafından dünyanın genel sathına yayılması, hızla yayılması, kaçınılmaz olarak borsaları tekrar düşünmeye davet etti. Çünkü bu olayların olduğu 1990'lı yıllarda borsaların durumu hiç iç açıcı değildi. Genellikle borsalar mali kaynakları itibariyle, çok zayıf mali kaynaklara dayanan ve bu yeni teknolojik çağın ve globalleşmenin getirdiği şartlara uyum açısından kendi kaynaklarını yenilemeyen bir yapıya sahipti. Bu yapıyı bir şekilde hatırlamaya çalışırsak -ki bu yapının genel şekli günümüze kadar da devam ediyor- daha çok kendi üyelerinin (borsa aracı kurum ve

---

bankalarının) kooperatif, vakıf gibi veya bir dernek yapısı içinde, ortak uğraş ve katkılarıyla oluşan bir yapıyı görüyoruz. Halbuki, 1990'larda ortaya çıkan yeni uyum ihtiyaçları onlara yeni yatırımlar yapma zorunluluğunu getiriyor. Böyle yatırımların yapılması, yeni kaynak arayışını, yani katılımcıların ellerini ceplerine sokup yeni kaynakları borsalara kazandırmaları zorunluluğunu getirmiştir. Halbuki onlarda bu kaynaklar yoktu. Bugüne kadar getirdikleri yapıları ancak düşük kârlılıklarla götürme şansına sahip olabiliyorlardı. İşte bu yüzden özelleştirme veya şirketleşme denilen akım başladı. Zaten içinde bulunduğuımız sermaye piyasası ve borsaların ana ilkesi de budur.

İşletmeler kaynak ihtiyacını başka yerlerden temin edemedikleri zaman halka açılırlar. Çoğu zaman, reklam için halka açılacağı zannedilen bir anlayış ve inanış vardır. Bu tamamen yanlıştır. Hiç insan kendi mülkiyetinden reklam yapıldı diye vazgeçer mi? Muhakkak arkasında bir ekonomik, bir mali fayda olması gereklidir. İşte, hem borsaların büyümesi hem de borsaların kendi yapısının bir şekilde şirketleşmesi, daha kârlı hale getirmek açısından ve yeni sermaye yapısını güçlendirmek açısından diğer ortaklara açılma şeklinde anlayabileceğimiz özelleştirme veya şirketleşme trendine yol açtı. Böyle bir trend, bize ne kadar uyar? Bunu daha sonra söyleyeceğim. İkinci bir trend; tabii ki bu globalleşme ve rekabet şartları, likidite, yani borsaların kanı dediğimiz, damarlarında dolaşan ve borsayı borsa yapan likiditenin bir şekilde çok olmasını veya temerkününü gerektiriyordu. "İyi borsa", "Kötü borsa" ayrılmada ve rekabetinde işlem maliyetinden de daha çok, likiditenin yüksekliği önem kazanıyordu. Çünkü aksi takdirde, giriş ve çıkış şartları fiyat hareketlerine istenmeyen ölçeklerde hareket vermesi dolayısıyla o piyasayı kötü piyasa yapma noktasına getirmesi bahis konusuydu. Bu bakımdan da ikinci trend ortaya çıktı. Yani entegrasyon trendi. Bunun arkasındaki yapı, likiditenin artırılarak, derinliklerin artırılması ve böylelikle diğer piyasalarla rekabet edilmesi. Bu iki trendi yakalayıp kendi teknolojik yatırımlarını yapabilen, yeni kaynakları seferber edebilen kurumlar başarılı kurumlar olma özelliğini kazanacaktır. İşte, borsalarda bugüne kadar yaşadığımız trendlerin ana gerekçeleri ve oluşumu budur.

Öte yandan, konuşmacılar bunlara degenecekler, fakat ben bazı istatistik bilgileri sunmakta yarar görüyorum. Birincisi; bizim de üyesi olduğumuz -rüştünü ispat etmiş borsalar- Dünya Borsalar Federasyonu'nun üyesi olan 56 borsa var. Bunların yapısına baktığımız zaman şunları görüyoruz. Bu 56 üyeden 2'si kamuyla bağlantılı. Bunlardan birisi Tahran, diğer de İstanbul. Fakat % 100'ü, yani 56'sı da özerk. Hem mali bütçelerinde hem de mali bütçelerinin harcanması ve karar mekanizması bakımından kamuyla hiçbir ilgisi yok. Bizde bu konu son zamanlarda tartışıldığı için söylüyorum. Özerkleşme anlamında, tüm

---

borsaların özel borsa olma mecburiyeti var. Öte yandan, genel trendlere bakıldığı zaman da gerçekten kârlı, gelişen teknolojiye de uyum sağlamasına izin verecek bir mali yapıya sahip olması; demek ki, özerk bir yönetim yapısına sahip olması lazım. Çünkü rekabet açısından kaynak ihtiyacı var. Çünkü bu kaynakları devam ettirme, arttırma zorunluluğu var. Böyle bakıldığı takdirde, bizim Türkiye'nin durumu biraz farklılık arz ediyor. Çünkü biz çok istisnai olarak, 15-16 yıl kamu kesiminde kalmamıza rağmen -bunu bir iddia olarak söylemiyorum- mali yapı açısından son derece başarılıydık. Öte yandan, özelleştirmede bizim ana ilkemiz kârlılık yaratmak, kârlılığı hedeflemek. Kârlı olmayanlar açısından bu çok önemli veya kârlı olanların da devam ettirmesi açısından çok önemli. Öyle baktığımız takdirde, ben İMKB'nin son 15 yıllık dönemlerini 5'er yıllık dönemler halinde 3'e ayıryorum. Bu 3 dönemde de başarılı bir mali yönetim yaptığını görüyoruz. Birinci 5 yıllık dönemde net olarak 23 milyon dolarlık bir kârlılık elde ettiğini görüyoruz. İkinci 5 yıllık döneme geldiğimiz zaman -1992, 1996 dönemi- 368 milyon dolarlık kâr yaptığını görüyoruz. Son dönem olan -benim başkanlık yaptığım dönem- üçüncü dönemde 1 milyar 78 milyon dolar kâr ettiğini görüyoruz. Bu rakamlar dünya ölçek ve şartlarına bakıldığı zaman çok değişik bir sorumluluğu bize getiriyor. Bundan sonra kârlılığımızı bu şekilde devam ettirmek açısından bir imkan var mıdır? İmkan varsa bunun modeli nedir?

Bu bakımdan Türk borsasının özelleşme modelinin önemi büyktür. Çünkü sorumluluğu var. Zarar eden, kaynak kaybeden, teknolojinin gerisinde kalan bir kurumun yeni bir modelle kavuşturulması değil. Kaynak yaratan, büyük kâr eden bir kurumun bu kârlılığını, bu hayatıyetini devam ettirme meselesiştir ve sorusudur. Bu bakımdan da, özelleştirmenin bu başlangıç başarımızı önumüzdeki 20-50 yılda devam ettirecek şekilde dizayn edilmesi çok önemlidir. Bunun için hepimiz canla başla çalışmak zorundayız. Bir diğer önemli konu; hiç şüphesiz, borsaların ülke ekonomilerindeki fonksiyonları açısından önemi çok büyktür. Bunları kabul ediyoruz. Türkiye'de 15 yılda 23 milyar dolarlık bir kaynak yaratmak suretiyle, sanayimize doğrudan doğruya sermaye kazandırmış durumda. Fakat daha büyüğünü yapabilecek gücü de var. Bu, 200 km. hızla gidebilecek bir otomobilin 30-40 km. hızla gitmesi gibi bir şey. Gaz pedalına biz bir şekilde basma imkanı bulabilirsek veya böyle bir imkan verilirse, biz bu araçla çok daha hızlı gitme imkanına sahip olacağız.

Fakat burada da, dünya ölçüğünde ve bugün tartıştığımız konular açısından değişik bir durumumuz var. O da KOBİ'lerle ilgili. Bir trend olarak, borsaların entegrasyonu yoluyla likiditenin birleştirilip piyasaların derinleşmesinin önem kazandığı bir dönemde, piyasaya giriş ve çıkış standartları itibarıyle farklılık yaratmak, her zaman likiditenin bölünmesine yol açabilecek bir risk olarak görülebiliyor. Bu açıdan, özellikle KOBİ'lerin kaynak ihtiyacını

---

temin yönünde sermaye piyasamızın veya borsalarımızın daha etkin olması konusunda kendi modelimizi iyi yaratmak zorunda olduğumuzu kabul etmemiz gereklidir. Çünkü kendi kurduğumuz ve henüz istediğimiz kadar randıman almadığımız İMKB'den -standardı yüksek borsadan- ekonomiye daha fazla kaynak yaratacak likiditeyi kaçırmadan öbür tarafa kaynak verebilecek yapıyı kurabilmek. Bu da çok hüner isteyen ve özellikle bir soru. Bunda da çok dikkatli çalışmak lazımdır. Buradaki konuşmacılardan bu konudaki görüşlerini duymak benim için ilginç olacak. Gaziantep sanayisini temsil eden Mehmet Aslan Bey aramızda. Gaziantep'te bu konuları görüşmüştük. O bakımdan memnun oluyoruz. Bu heyecan, akla ve rasyonel davranışa mani olmaksızın bizi doğru yola götürecek diye ümit ediyorum. Çünkü KOBİ'lerle ilgili olarak, gerçekten kaynaklara doğrudan doğruya ulaşmaları açısından ciddi adımların atılması lazımdır. Biz İMKB olarak üzerimize düşen görevi yaptığımızı ve bundan sonra da yapacağımızı buradan ifade etmek istiyorum.

"Boyle konuştuktan başka ne yaptınız?" derseniz... Son yaptığımız düzenlemeyi size arz etmek istiyorum. Ulusal Pazar yapımı içinde ikinci Ulusal Pazar tarifimizi, bütün kriterleri ortadan kaldırarak suretiyle, herhangi bir KOBİ'nin müracaat edip, kendisini borsada işlem yapabilecek hale getirmek üzere tüm şartlarını kaldırarak, tamamen esnek bir yapıya kavuşturduk. Fakat "biz yerel istiyoruz, o bakımdan İstanbul'da yapılandan hoşlanmıyoruz" diyen için de şunu ifade ediyorum. Biz bunu Türkiye'nin her yerindeki KOBİ'lere açık olarak tutuyoruz. Gelmek istemeyorsa, yalnız İstanbul bölgesinin KOBİ piyasası olarak kabul etmeleri bile bizim için yeterli. Çünkü biliyoruz ki, KOBİ'lerin % 80'i -bunların toplam sayısı 20-30 bin civarında- İstanbul yöresinde yoğunlaşmış durumda. En fazla sayıda KOBİ'nin bulunduğu bölgede KOBİ borsasını hazır kurmuş durumdayız. Buyursunlar görüşelim, işlemlerini başatalım. Tabii ekonomik konjonktür, diğer şartlar ve elimizde olmayan şartlar dışında biz buraya hazırız ve her türlü yardımı vermeye hazırız.

Burada yine bir hususa işaret etmek istiyorum. Aslında İMKB bir KOBİ borsası. Çoğu zaman bunu ifade ederken, aşağı yukarı uluslararası standart olarak büyüklüklerle bakıldığı zaman, 288 kayıtlı şirketimizin 180'i KOBİ büyüklüğünde işletmeler. Buının bize getirdiği fayda-zarar analizine girdiğimiz zaman maalesef bu küçüklüğün ve düşük halka arz oranının getirdiği daha spekulatif bir fiyat yapısının olduğunu görüyoruz. İMKB ile ilgili eleştirilerin çok büyük bölümünün ve bizim de denetim açısından yoğunlaştığımız bölümün % 90'un bu KOBİ alanında teşekkül ettiğini görüyoruz. O itibarla güvenilir, yatırımcıları yanılmayan, yarın öbür gün onların hüsrانına sebep olmayacak borsa veya piyasalar için KOBİ'leri yaratıcksak muhakkak bu konuda da çok titiz düşünmemiz ve gereken tedbirleri de başlangıçta almamız gereklidir. Aksi takdirde, diğer gelişimlere de

---

engeller yaratabilir. Bu hususlarda gerek bilgi, gerek teknolojik altyapı ve zaman zaman da diğer hususlara talep olursa hizmete amade olduğumuzu burada arz ediyorum.

Teşekkür ediyor ve hepинize saygı ve sevgiler sunuyorum.





**YUSUF ZİYA TOPRAK**  
Türkiye Sermaye Piyasası  
Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı

Sayın Başbakan Yardımcım, Sayın Basın Mensupları, Değerli Konuklar, Sevgili Meslektaşlarım panelimize hoş geldiniz. Birliğimizin yetkili organları, üye ve çalışanları adına hepiniizi saygıyla selamlıyorum.

Bilindiği gibi öz düzenleyici bir meslek kuruluş olan Bırliğimiz, kuruluş amacına uygun olarak ülkemiz sermaye piyasasının geliştirilmesine yönelik düzenli şekilde konferans, panel, mesleki eğitim, araştırma ve yayın faaliyetlerinde bulunmaktadır. Çok yeni bir kurum olmasına karşın faaliyetlerimize gösterilen yoğun ilgi bizlere güç ve destek vermektedir. Sermaye piyasamız ülke ekonomimiz yararına yeni atılımlarda bulunma yönünde şevkimizi ve heyecanımızı artırmaktadır. Bu defa konumuz "Borsaların Yeniden Yapılandırılmaları ve KOBİ Piyasalarının Kurulması" üzerine.

Hatırlanacağı üzerine bir süre önce hükümet yetkililerince İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB), İstanbul Altın Borsası'nın özelleştirileceği ya da diğer bir deyimle kâr amaçlı şirket haline getirilecekleri ve bu arada da KOBİ'lerin finansman ihtiyacına dönük olarak piyasalar kurulacağına yönelik açıklamalar yapılmıştı. Nitekim Sermaye Piyasası Kurulumuz da (SPK), KOBİ borsalarına yönelik gerekli düzenlemeyi yapmış ve yönetmeliği yürürlüğe koymustur. Kuşku yok ki, her iki konu da ülke ekonomimizi, sermaye piyasamızı ve doğal olarak da bir aracılık mesleği icra eden mensuplarımızı, kurumlarımızı çok yakından ilgilendirmektedir. O bakımdan bu iki konuyu birlikte ele alan panel düzenlemenin

---

yararlı ve zamanlama açısından da uygun olacağı görüşüne vardık. Bu panelle misyonumuz doğrultusunda ilgili tarafları ve uzman kişileri bir araya getirerek konunun geniş bir platformda tartışımasına, böylece de yürütülen çalışmaların daha sağlıklı bir sonuca ulaştırılmasına katkıda bulunmayı amaçladık.

Saygıdeğer konuklar, değerli üyelerimiz;

Yaklaşık 2.5 yıldan beri ekonomik kriz ülkemizin bir numaralı günden maddesini oluşturmaya devam ediyor. Aslına bakarsanız, krizi kaçınılmaz kılan politika ve uygulamaların başlangıcı çok daha eski yıllara uzanır. Ne var ki, o tarihlerde şeffaf olmayan kamu yönetimi ve uygulanan bütçe politikaları ülkemizin makro ekonomik denge sorunlarıyla, bunların nedenlerinin su üstüne çıkışmasını engellemiştir, dolayısıyla gerekli önlemlerin alınmasını da maalesef geciktirmiştir ve hatta güçlendirmiştir. Krizi takiben IMF ile imzalanan stand-by anlaşmaları doğrultusunda alınan radikal önlemler ülkemizin yeni krizlerle karşılaşmadan sürdürülebilir bir büyümeyi sağlayabilmesini hedeflemekte ve bu tedbirler geniş kesimlere olduğu gibi tarafımızdan da bütünüyle desteklenmektedir. Bu bakımdan temennimiz atılmış olan olumlu adımların kesintisiz sürdürülmesi ve sırada bekleyen diğer reforların da bir an önce hayatı geçirilmesidir. Bu da maalesef çoğu zaman acı reçetelerin uygulanması, ortaya konulması anlamına gelmekte. Dolayısıyla da siyasal otoritelerin kararlı, toplumumuzun da o denli sabırlı olmasını gerektirmektedir. Kayıt dışı ekonominin kayıt altına alınması, özelleştirmelerin tamamlanması, kamuda aşırı istihdamın önlenmesi, sosyal güvenlik reformu bu bağlamda akla gelen önemli sorunların başında gelmektedir. İnaniyoruz ki, piyasada özlemini duyduğumuz güven ortamı, bu sorunların üzerine kararlılıkla gidilmesi suretiyle sağlanabilecek.

Halen ekonomiye yarar sağlamayan türden yatırımlara, örneğin yastık altına, dövize, kıymetli madenlere ya da yabancı finans kurumlarına emanet edilen kaynaklarımız ancak böyle bir ortamda tekrar ekonominizin yararına sunulabilecektir. Ne yazık ki, bunun dışında kolay bir çözüm şekli, sihirli bir formül de bulunmamaktadır. Ülkemizin bugünkü ekonomik sorunlarını kalıcı bir şekilde çözebilmek için yeterli potansiyele sahip olduğumuzu düşünüyoruz. Bu bakımdan sürekli borç arayışı yerine, kendi öz kaynaklarımıza yönelik en rasyonel ve ülke olarak bize en yaraşan onurlu bir tercih olacaktır.

Yine inanıyoruz ki, sermaye piyasamız tüm kurum ve kuruluşları, yetişmiş, deneyimli insan gücü ile bu alanda üzerine düşen görevi en iyi şekilde yerine getirecek imkanlara sahiptir. Sermaye piyasamızın halihazırda büyüklükleri göz önüne alındığında mevcut potansiyelimizden daha fazla yararlanmamız gerekişi sonucunu da rahatlıkla çıkarabiliriz.

---

Nitekim uluslararası borsalar federasyonunun, borsaların ülke ekonomisindeki yeri ve önem derecesinin kritesi olarak kullanılan piyasa değeri/GSYİH kriterinin 2002 yılı verilerine bakıldığında bu alanda gidilecek epey mesafemizin olduğunu da açıklıkla görmekteyiz. Söz konusu oran Malezya'da % 135, Yunanistan'da % 51, Güney Kore'de % 46, İsrail'de % 40, Türkiye'de % 21 ve Arjantin'de % 17 seviyelerindedir. Çok iyi bilindiği gibi, pazar ekonomilerinin kilit konumu borsalarıdır. Borsalar girişimcilere ihtiyaç duydukları kaynağı aktarır, likidite saqlar, sermayeye mobilite kazandırır, ekonominin barometresi işlevini görür. Ayrıca mülkiyeti tabana yayma gibi son derece önemli bir işlevi de yerine getirir. Kuruluşundan bugüne kısa bir süre geçmesine rağmen, ekonomimize 23 milyar dolar kaynağı aktarmayı başaran İMKB, ülkemiz ekonomisi ve mali piyasalar için büyük önem taşımaktadır.

Aynı şekilde borsaya ilgili yapılacak her düzenleme de, sayıları 166'yi bulan üyelerimizi yakından ilgilendirmektedir. Panel konumuzu teşkil eden özelleştirmeye birlik olarak bakış açımıza gelince; bilindiği üzere borsalar başlangıçta kooperatif bir yapıda organize olmuşken, 1990'lı yıllarda itibaren kâr amaçlı kuruluşlar haline dönüştürülmeleri yönünde bir trend başlamıştır. Bu radikal değişime neden olan hususlar borsaların daha etkin ve daha verimli çalışmaları, ürün hizmet ve kalite çeşitlerini artırmaları, aynı ülke veya yabancı ülkelerdeki borsalarla rekabet edebilmeleri, yeni teknoloji yatırımları için kaynak toplayabilmeleri gibi temel nedenlere dayanmaktadır. Türkiye'de tüm unsurları ile yerleştirilmesi için yoğun çaba harcadığımız serbest piyasa ekonomisi modeli ile örtüşen, bu trende ayak uydurulması doğaldır. Bu nedenle de Birliğimiz İMKB'nin kâr amaçlı bir şirket konumuna getirilmesi ve uygun şartlarda özelleştirilmesinin ilke olarak yanındadır ve bunu doğru bulmaktadır. Ancak başta üyelerimiz olmak üzere, yatırımcıların, halka açık şirketlerin ve sermaye piyasamızın kurum ve kuruluşları, özverileri ile bugünkü konumuna gelen borsamızın yeniden yapılandırılması son derece titiz bir çalışmayı gereklili kılmaktadır. Zira az önce dejindirdiğim araçlara hizmet etmeyecek bir özelleştirme ve halka açılma ülke ekonomisine olduğu kadar, hem üyelerimiz hem milyonlarca yatırımcı, hem de diğer paydaşlar açısından giderilmesi güç sakıncalar doğurabilecektir. Dolayısıyla halen ülkemizin iyi çalışan kurumlarından biri durumunda olan İMKB'nin yeni yapısı ile çok daha iyi hizmet sunar hale getirilmesi temel hedef olarak alınmalı, diğer amaçlar bu hedefin önüne geçmemeliidir. Ülkemiz şartlarına uygun en iyi yapının kurulabilmesi için dünya örneklerinden de yararlanarak yasal çerçeveyin oluşturulması, rekabete ilişkin hususların düzenlenmesi, vergisel konular, denetim ve öz düzenleme ilkeleri başta olmak üzere çok yönlü bir çalışma yapılması gerektiğini düşünmekteyiz.

---

Panelimizde bizlerle birlikte olan Başkan ve konuşmacıların konuya ilişkin değerli görüş ve düşünceleri bu arada davetlilerin yöneltecekleri soru ve kişisel yorumları ile yapacakları katkılardan hiç kuşkusuz özelleştirmeyi hayatı geçirecek ilgili ve yetkililere önemli ipuçları verebilecektir.

Türkiye'de işletmelerin % 99'unun KOBİ tanımına girdiği, ihracatın % 10'luk bölümünün bu KOBİ'lerce gerçekleştirildiği, bu işletmelerde çalışan kişi sayısının, imalat sanayi istihdamının % 60'ını oluşturduğu hepimizce bilinmektedir. Ülke ekonomisinde bu denli önemli yere sahip olan KOBİ'lerin çeşitli nedenlerle finansman sıkıntısı içinde olduklarını da gayet iyi bilmekteyiz. Elimizdeki verilere göre bu kuruluşların kullandıkları kredilerin toplam kredi hacmindeki payı sadece % 5 dolayındadır. Bu bakımdan söz konusu işletmelerin ihtiyaç duyduğu uzun vadeli öz kaynak ya da yabancı kaynağın sermaye piyasasından sağlanması amacıyla oluşturulması düşünülen KOBİ piyasalarını ilke olarak destekliyor ve üyelerimiz açısından da yeni bir iş alanı oluşturacaklarına inanıyoruz. Ancak bu piyasaların başarılı olabilmesi için bazı temel sorunların çözümü gerekmektedir. Bunların başında da herkesçe bilinen ülkemizin kayıt dışı ekonomi gerceği yatkınlığıdır. O nedenle bu piyasalara kote olacak şirketlere ciddi vergisel teşvikler getirilmesi gereği düşündürmektediriz. Yine bununla bağlantılı olarak bu kuruluşların belge ve kayıt düzeni oluşturmaları ve kurumsallaşmaları yönünde de ciddi desteğe ihtiyaç duydukları kanaatindeyiz. Aracı Kuruluşlar Birliği olarak böyle bir piyasanın kurulması yönündeki çabalara her türlü desteği vermeye hazır olduğumuzu özellikle belirtmek isteriz. Panelimizde KOBİ'lerle ilgili görüşlerini ortaya koymak üzere iki değerli konuşmacı bizlerle birlikte olacak. Ülkemizin KOBİ gerceği ve sorunlarını ilk ağızdan dinleme fırsatı bulabileceğiz. Ben sözlerimi burada bitirirken bizleri onurlandıran Sayın Başbakan Yardımcımıza, SPK'nın değerli üst düzey yetkililerine ve çalışanlarına, diğer konuklarımıza, üyelerimize teşekkür ediyor, birlik çalışanları adına hepiniyi saygımla selamlıyorum.

---

## BORSALARIN EKONOMİDEKİ İŞLEVİ VE ÖNEMİ



**Prof. Dr. ÇELİK KURDOĞLU**

Galatasaray Üniversitesi Öğretim Üyesi

Söze, açılış konuşmalarında degenilmeyen bir iki noktadan bahsederek başlamak istiyorum; ardından, güncel ve bugünkü toplantının gündemine giren hususları ele alacağım. Borsa kavramını geniş planda ele almak istiyorum ve buna, bir anımı sizlerle paylaştıracasınız. Birkaç yıl önce İngiltere'de en büyük telekomünikasyon kuruluşu olan British Telecom tarafından düzenlenen ve bilgi yönetimiyle ilgili bir hafta sonu çalışmasına katıldım. İlk biraraya gelişimizde yemekten önce bir oyun oynayacağımızı, hepimize beşer adet kırmızı ve mavi kağıtlar dağıtılacagini, kırmızı kağıtlara ne satmak istediğimizi, mavi kağıtlara ise ne almak istediğimizi yazmamız gerektiğini söyledi.

Amaç herbirimizde ayrı ayrı bulunan bilgiyi piyasaya getirmek ve aramızda yapacağımız alışverişle toplam faydayı artırmaktı. Özette bir borsa oluşturmaktaydı. Bu çalışmada şahsen zorlandığım konu, neyi satmak istediğimi, yoksa ne almakla ilgilenebileceğime karar vermem zor değildi, hele Türkiye'den giden ve finans sektörü ile ilgili bir kişi için ihtiyaç konuları kolaylıkla belirlenebilirdi. Ama diğer katılımcıları henüz tanımadığım, onların neye ihtiyacı olabileceğini kestiremediğim için karar vermekte zorlandım.

Demek ki bilgi, en kritik faktör ve tüm çabamız bu bilgiyi piyasaya getirmek. Bunun ardından bireysel olarak denetimimiz altında bulunan bilgiyi ulaşabildiğimiz en yüksek değerden satmaya uğraşırız.

İMKB Başkanı konuşmasında son 10 yılda artan miktarda önemli karlar elde ettiklerini söyledi. Borsa kendi başına alıcı veya satıcı olmadığına göre iyi yönetildiği sürece zarar

---

etmesi kolay hatta mümkün değil. Çünkü hisse senetlerinin ve diğer değerli kağıtların alış verisi için mekan oluşturuyor, kendi başına bu alış verise taraf değil. Piyasa oyuncularının sayısı ve oyunun büyülüğu ne kadar artarsa, buna imkan sağlayan mekanın, kurumun kazancı da o ölçüde büyür. Üstelik Türkiye koşullarında yüksek faiz oranları bu tür nakit büyüklüklerin kazancını daha da artırmaktadır.

Gelelim borsada taraf olanların kazancına. Ülkede menkul sermaye piyasalarının güvenilirliği oyuncunun büyülüğünü ve oyuncuların sayısını belirleyen faktörlerin başında gelir. Bu güvenilirlik kavramı ise oyuncuların doğru bilgiye ulaşabilmelerine bağlıdır. Doğru bilgi tarafların doğru karar vermelerine, kontratların "rasyonel" olmasına imkan verir. Bilgi eksik, "asimetrik" olursa kontratların da eksik olması önlenemez. Böyle bir durumda ise her taraf, simetriyi bozarak bilgiyi kendi lehine çevirmeye çalışır. Böylece diğer taraf eksik bilgiyle yanlış karar verecek ve kazanç elde edemeyecektir.

Önceki yıl ABD'de ENRON olayı ile başlayıp başka şirketlerdeki "kasıtlı yanlış raporlama" ile devam eden olaylar, bundan çok daha önce 1980'li yıllarda İngiltere'de Polly Peck olayı olarak bilinen borsa manevraları bilginin çarptılarak bazı oyuncuların zarara uğramalarına veya az kazanmalarına yol açmıştır. Bu olayların çok daha gelişmiş kurallara sahip olan New York ve Londra borsalarında yer almış olması önemlidir.

Nitekim Polly Peck olayının ardından gündeme gelen "kurumsal yönetim" (corporate governance) konusunun ENRON, WORLDCOM, XEROX, VIVENDI şirketlerinde yaşanan olaylardan sonra tüm ülkelerde yoğun bir şekilde ele alınmaya başlanması boşuna değildir. Üstelik bu konu sadece şirketlerdeki raporlama standartları ile sınırlı değildir. Yapılan uluslararası çalışmalar, örneğin Güney Kore Cumhuriyeti'nin, Tayland'ın son ekonomik krizi hızlı atlatmalarını, bu ülkelerin "governance" kurallarını öncelikle uygulamaya koymalarına bağlamaktadır. Buna karşılık örneğin Rusya Federasyonu özellikle bu kurallar yerleştirilmediği için ağır bir krize girmiştir, petrol fiyatlarındaki hızlı ve önemli yükseliş sayesinde düzlige çıkmıştır.

Governance konusunun temelleri 1937 yılına, H.Simon'un "agency cost" (çalışan maliyeti) teorisine kadar geriye gider. Buna göre borsada işlem gören bir şirketin yönetim kurulu başkanından genel müdürüne ve diğer çalışanlarına kadar herkes o şirketin hisse senedine yatırım yapan kişilerin "ajanıdır". Bunların görevi, şirketin başarılı olmasını, kısa vadede temettü, uzun vadede yüksek firma değeri üretmesini sağlamaktır. Tıpkı kamuda yöneticilerin ve diğer çalışanların vergi mükelleflerine ve tümüyle vatandaşlara karşı taşdıkları sorumluluk gibi.

---

Menkul sermaye piyasalarının konusu olan şirketlere dönelim. Bir şirketin hisselerine yatırım yapma kararı vermemiz, o şirketin finansal rakkamlarının bize şirket değeri hakkında vereceği işaretre bağlıdır. Bu bilgiler gerçekleri yansıtımıyorsa, şirket aslında kar etmeyecekse veya bu kar daha az olacaksız yatırımcılar aldanmış olacaklardır. Elbette ticari risk bu değerlendirmenin dışında kalmaktadır. Piyasının en önemli göstergesi fiyatlardır. Fiyat doğru ise pazarda mal kalmaz ve herkes kazanır. Ama yatırımcılar yanlış fiyatlarla karar vermek durumunda olurlarsa, bundan fiyatı çarptırmış, bilgiyi asimetrik hale getirmiş olanlar kazanır. Uzun vadede ise piyasalara duyulan güven azalır.

Buradan piyasaların rekabetçi koşullarda işlemesi konusuna gelmek istiyorum. Piyasa ekonomileri hiçbir ülkede bilginin tam ve mükemmel olarak karar ortamına gelmesi için yeterli olmaz. Bazı ülkelerde ve durumlarda ise piyasalar çeşitli nedenlerle kasıtlı olarak aksak hale getirilir. Tekel durumları, bazı kuruluşlara imtiyaz tanınması (BOTAS) piyasaları başlangıçtan itibaren aksak hale getirmektedir. Bu tür aksaklılıklar fiyatların yukarıda değinilen şekilde oluşmasına imkan vermemektedir. Böylece piyasalardaki tarafların verdikleri kararlar doğru olmamakta, yapılan kontratlar eksik kalmaktadır.

Strateji doğru kontrat yapılarak yaratılacak değeri azamileştirmek olduğuna göre taktik bunun temellerini iyi atmak olmalıdır. Bunun koşulları da saydamlık, güvenilirlik ve hesap verebilirliktir. Bu niteliklere sahip olmayan kurumların ve onların oluşturduğu piyasaların başarılı olması mümkün değildir. BOTAS'ın ayrıcalıklarını bu nitelikler itibarıyle gözden geçirmeden enerji piyasalarında yapılacak yatırımlarla ilgili kararların doğru olmasını sağlamak mümkün değildir.

Burada İMKB'nin piyasadaki kimliğini tartışmak üzere bir araya geldik. Bir açıdan soru, İMKB'nin özelleştirilmesi, ama duyuyoruz ki burada ortaya çıkan soru mülkiyetin kime ait olduğu sorusu. Bir başka açıdan sorun İMKB'nin rekabetçi piyasa koşullarında örgütlenmesi, saydamlık, güvenilirlik ve hesap verebilirlik niteliklerine kavuşturulması. Bunu İMKB'nin mülkiyetinin kime ait olması gereği sorusundan ayıarak değerlendirmek gerekir. Konu mülkiyet değil, piyasaların doğru işlemesi için gerekli altyapının oluşturulması ve kuralların geliştirilmesidir. Tüm piyasaların anası kimliğiyle İMKB'nin bu niteliklere ne ölçüde sahip olduğunu ölçülmesi mümkündür. Avrupa'da çeşitli hisse senedi borsalarına benzeri hizmeti sunmuş ve işi "corporate governance rating" yapmak olan bir kuruluş, bunu ortaya koyabilir. Üstelik corporate governance rating, müşterileri istemediği sürece kamuya açıklanmamaktadır.

Governance, veya "kurumsal yönetim" özelleştirme alanında kesinlikle ve öncelikle

---

gözönünde bulundurulması gereken temel konu haline gelmiştir. ABD ve Avrupa'da hisselerini halka arz etme kararı veren şirketler önce bir "corporate governance rating" almaktadır. Bu tesbitten hareketle örneğin THY'nin veya ERDEMİR'in hisselerinin daha büyük bir bölümünün halka arz edilmesinden önce "corporate governance rating" almalarında önemli yarar bulunmaktadır.

Kurumsal yönetim konusu Türkiye'de de hızla gelişmektedir. SPK kurumsal yönetim ilkeleri üzerinde çalışmalarını bitirmek üzere. Bu ilkelerin yayınlanmasının ardından, İMKB'nin, bu ilkelere uygunluğu saptanan şirketlerin dahil olduğu bir endeks oluşturarak, olayı kurumsal yönetimin esas yapısını olan piyasalara taşıması söz konusu olacaktır. Bugün 286 şirket İMKB' de işlem görüyor. Ortalama açıklık oranı yüzde 20 ve bu oranın ne ölçüde gerçekten yeni bireysel veya kurumsal yatırımcılardan olduğu bilinmiyor. Şirket sayısının ve açıklık oranının yükselmesi, İMKB'nin "değerin oluştuğu" yer olma niteliğini teyid etmesine bağlı. Yani kurumsal yönetim kalitesi yüksek olan bir İMKB, aynı zamanda hem yurt içinde hem de yurtdışından doğacak olan yatırımlara da güven verecek; onları özendiricektir.

Burada tartıştığımız bir başka konu KOBİ'ler için ayrı borsalar kurulmasıdır. Ben bunun gereklisini anlayabilmış değilim. Dünyada sektörel planda uzmanlaşmış borsalar, emteaborsaları, tezgah üstü borsalar gibi uygulamalar vardır. Ama bir ülke sınırları içinde sırif kurulduğu coğrafi bölge veya cirosu farklı olduğu için ayrı bir borsa kurulmasını açıklamak mümkün değil.

Bu konuda birkaç yıl önce Gaziantep'te bir sanayici ile konuşmamı aktarayım. "Neden Antep'te ayrı bir borsa?" deyince, "Yerel tasarruflarımızın bölge dışına gitmesini istemiyoruz, Antepli hemşehrilerim beni tanırlar, bana güvenirler, benim şirketimin hisse senetlerini satın almak isterler; aynı şeyleri ülkenin başka yerlerinde bulunan şirketler için söylemek mümkün değildir." cevabını aldım. Yukarıda yaptığımız tartışmalığında bu değerlendirmenin ne denli doğru olabileceği sanırım ortada.

Hedefimiz tüm şirketlerin doğru finansal raporlara dayalı bilgi üretikleri; böylece tasarrufların doğru yatırım kararları ile isabetli projelerin finansmanına yönelik bir ortamı yaratmak olmalıdır.

---

## KOBİ'LER VE SORUNLARI



**MEHMET ASLAN**

Gaziantep Ticaret Odası Yönetim Kurulu Başkanı

Sayın Başbakan Yardımcım, Değerli Konuklar;

Öyle bir hava doğdu ki, sanki KOBİ borsalarını biz yaratmışız. Yanlış bir iş tutmuşuz gibi bir imaj da edindim, acaba doğru mu? İlk önce Sayın Kurdoğlu'nun söylediğlerinden başlayayım. Gaziantep'te KOBİ borsaları neden istiyorsunuz dendiğinde, kendisine verilen cevaplardan belki birisi budur. Paramız dışarı gitmesin diye verilen cevap belki bir tanesi olabilir. Biz gerçekten KOBİ borsaları ile ilgili ne düşünüyoruz. Bir iddia içerisinde değiliz. Aynı zamanda Sayın Birsen'e gerçekten çok teşekkür ediyorum. Bu konuyu bizimle Gaziantep'te çok uzun süre tartışı, bilmediğimiz birçok şeyi öğretti. Ben bir Ticaret Odası Başkanı olarak böyle bir toplantıya katıldığım zaman hep düşünürüm, toplantıya katılanların isimlerini okurum. Katılanlar uzmanlar ve hocalar. Ne söyleyeceğim diye korkarım. Sonra da düşündüm, belki bilmediklerimi öğrenirim. Yanlışımız olursa öbür konuşmacılar düzeltir diye mutlu olurum. Onun için bir eksiyim ve yanlışım olursa bağışlayın. KOBİ borsalarına neden önem verdik, onu anlatıyorum. Kesinlikle biz paramızın dışarı gitmemesi yönünde değiliz. Bu ülkenin her karış toprağı, işletmesi bizim. Sayın Birsen bir rakam verdi ben hayretler içerisinde kaldım. 288 işletmenin 188'i KOBİ dedi, aslında bizim borsamız KOBİ borsası dedi. Sayın Toprak da işletmelerimizin % 99'unun KOBİ tanımında olduğunu söyledi. Türkiye'de zannedersem 150 binin üzerinde işletme var. Bunun 188 tanesi KOBİ borsasında. Öbürleri neden giremiyor, bu işin önünü neden açmıyoruz diye bir soruyu sormak da bizim hakkımız. Biz KOBİ tanımından da rahatsızız. Aslında küçük ve orta boy işletmeleri ayrı ayrı tanımlamak lazım. Birbirine girmiş durumda, tabiri asılnda biz de bilmiyoruz. Buradan da

---

çok büyük aksaklıklar doğuyor diye düşünüyorum. Bir rakam var, Sayın Toprak da söyledi. Türkiye'de kullanılan kredinin % 5'ini KOBİ'ler kullanıyor. KOBİ'ler üretim ve istihdamın % 60'ını karşılıyor. İşletmelerimizin % 99'u KOBİ. Fakat kredilerin % 5'ini kullanıyor. Bize neden bu kadar az kredi veriyorsunuz. Bir kere bunu sorgulamak lazımdır. Biz İMKB ile bu işi çözemedik. KOBİ borsalarına yaklaşımımız konusu bir iddia değil, kesinlikle doğruların yanındayız. Biz bir paf takım oluşturabilir miyiz? Bir malzeme hazırlayabilir miyiz? Çünkü biz Gaziantep'te ihracatın % 10'unu gerçekleştiriyoruz. Fakat İMKB'de iki tane firmamız var. Şartları mı çok zor, beğenmediğlerini mi almıyorlar? Bizim çok iyi firmalarımız var. Bu firmalarla ilgili bizim üyelerimiz "Bu firmalara nasıl ortak olabilirim, hisse senetlerini nasıl alabilirim." diye bize soruyorlar. Yastık altındaki parayı çıkaracaksak, finansman konusunda küçük ve orta işletmeler toplam kredinin % 5'ini alıysa, ana sıkıntısı buysa, aile şirketlerinden kurumsallaşmaya geçme doğrultusunda gerçekten ihtiyaç varsa biz bunun bir yolunu bulabilir miyiz, diye KOBİ borsaları ile ilgili bir talep içerisindeyiz. Örneğin birkaç firma ismi söyleyeyim, Türkiye'nin 500 büyük firmasının içersindedir. Akteks, Gülsan Şölen Çikolata, Merinos gibi firmalar borsada yok. Gaziantep'te yerel bir menkul kıymetler borsası olsa, yastık altındaki paralar bu firmaların hisse senetlerine gidebilir.

Biz KOBİ borsaları mutlaka olsun veya bir şehrin menkul kıymet borsası olsun diye KOBİ borsalarını istemiyoruz. Ekonomiye gerçekten kaynakaratılabilir mi? KOBİ'lerimize kurumsallaşmaya yönelik bir adım attırılabilir mi? Böyle bir düzenlemeye gidilebilir mi? Bu anlamda yerel borsaların güven hulusu açısından ekonomiye büyük bir faydası olur mu? Yaklaşımımız bu. Kurulacak borsalar spekülasyona açık bir borsa olacaksa, birkaç trilyon parası olan küçük hacimli borsalarda istediği gibi spekülatörlük yapabilecekse, gereği de yok. Düzgün muhasebe ile kurumsallaşmaya yönelik ciddi tedbirler almakla bu borsalarda kendi bölgesindeki insanların güvenini sağlayacak şekilde ekonomiye kaynak yaratabilecekse biz bu borsalara talibiz. Aşağıçası bu, yoksa burada bir şovenistlik, paranız dışarı gitmesin düşüncesi değil. Biz kazandığımız parayı kendi toprağımızda istihdam yaratmak uğruna hep harcamaya çalıştık. Biz faizciye para vermedik. Hala Gaziantep'de kolay kolay faizciye kiz vermeyiz. Bizim 100 liramız varsa, 200 liralık yatırım yaparız. Öyle bir gözü karalığız var. Bir kriz olduğunda işletme sermayemiz biter. O zaman KOBİ'lere destek verilir mi programlarına gideriz. Bir tek Halk Bankası var. O da der ki % 300 ipotek vereceksin. Para alacağsan önce % 300 ipotek vereceksin. Tefeci bile % 200 alır, % 300 ister. Daha da ötesi var. Uğruna 30 bin şehit verdigimiz toprakları çok zaman maalefesipotek için kabul bile etmediler. Halen Güneydoğu'nun büyük bir bölümünde gayrimenkulde topraklar ipotek olarak birçok banka tarafından kabul edilmez. Bu da bizim ülkemizin acı bir gerçeği. KOBİ borsalarıyla ilgili biz, hükümetimiz ve İMKB ile KOBİ'lerin menfaatleri doğrultusunda çalışmaya, Türkiye'nin menfaatleri doğrultusunda çalışmaya hazırız. Önemli olan KOBİ'lere

---

kaynak yaratmak ve onları ekonomide dış piyasalara açabilir, rekabet güçlerini artturabilir hale getirmek için, her türlü görüşün oluşturulup, her türlü tedbirin alınması noktasında birlikte çalışmaya hazırız. Mutlaka olsun ama benim olsun düşüncesinde değiliz. Şu anda KOBİ'lerin sorunları Türkiye'de en çok konuşulan konu. 1993 yılında DYP - SHP hükümetinin, hükümet programına iki kelimedeki KOBİ'ler geçsin, onlar da desteklenecek yazısı yazılsın diye 1 hafta Ankara'da yattığımı bilirim. O günden bu güne KOBİ'lerle ilgili çok mesafe aldık. Bu konuda gayretli olan herkese çok teşekkür ediyorum. Gerçekten KOBİ'lerin ana sorunu finansman soronudur. Finansman sorununu çözmediğimiz takdirde hiçbir şey olmaz.

KOBİ sorunları ile ilgili olarak dış pazara açılma konusunda sıkıntımız var. Bizim KOBİ'lerimizin ne büyük sermaye birikimleri, ne kalifiye eleman konusunda yeterlilikleri ne de dış Pazar konusunda bir araya gelme gibi bir organizasyonları yok. Hammaddemizin çوغunu batıdan alırız, bir nakliye veririz. Geriye batıya satacaksanız bir nakliye daha verirsiniz. Çünkü İran, Irak, Suriye kapalı. Paris'teki bir firma demez ki, işte bu mal Gaziantep'te veya Diyarbakır'da üretildi. Bu adam çift nakliye veriyor, bunların durumu da pek iyi değil, geri kalmış bir bölgeler, bunların malına daha yüksek fiyat verelim. Böyle bir şey diyen yok. Biz diğer komşularımızla ticaret konusunda hükümete yillardır uğraşımızı boş vermemeyin bu mayınları temizleyin, burada 15 milyar dolarlık Pazar var, teknolojik üstünlüğümüz var, din kardeşliğimiz var, diye söyleyip duruyoruz. Irak'a ambargo uygulanır, elin adamı Ürdün'ün üzerinden 200 milyon dolarlık ticaret yapar. En fazla zarara girmiş olan biziz, size kapalı ambargo var derler. 50. madde var, Ürdün'e var size yok. Bize neden yok? Çünkü biz her şeyi üretiriz. Ürdün'de, Suriye'de üretim yok, aslan gibi de politikalarını uyguluyorlar. En azından yeni yapılanmada bunları görelim de, hiç olmazsa bu defa yaya kalmayalım. Çünkü yaya kaldığımız zaman terör, göç ve işsizlik bütün ülkeyi rahatsız ediyor. Onun için KOBİ borsası kuralım; özel bankaları devreye sokalım. Biz de özel bankalar devlete borç para veren kurum niteliğinden başka bir işe yaramıyor. Dünyanın neresine bakarsanız bakın, gelişmiş çağdaş ülkelerde özel bankalar şu veya bu şekilde yasal düzenlemelerle veya daha başka uygulamalarla KOBİ'leri finanse eder. Biz bunları söylüyoruz, hiç üzerinde duran yok. Acaba yanlış mı söylüyoruz diye düşünüyorum. Artık edebiyattan uygulamaya geçmek gereklidir. Şimdi devletin sanayi envanteri yok diye, her oda kendi şehrinde bir sanayi envanteri çıkarmaya başladı. Avrupa Birliği'nden gittik, fon aldık. İş geliştirme merkezleri kurduk. Bunları yaparken de bürokrasiye takılıyoruz. Devletin artık katılımcı, millete hizmet eden, onu dinleyen, eli taşın altındakilere, sadece lafta değil uygulamada da katılımcılık sağlayan, saygı duyan bir noktaya gelmesi gereklidir diye düşünüyorum.

Beni dinlediğiniz için teşekkür ediyorum.



---

## **ÖZELLEŞTİRMEDE TEMEL YAKLAŞIMLAR VE BORSA ÖZELİNDE UYGULANABİLECEK STRATEJİLER**



**UĞUR BAYAR**

Özelleştirme İdaresi Eski Başkanı

Sayın Başbakan Yardımcıım, Değerli Başkanlar, Değerli Konuklar;

Hepinize içten sevgi ve saygıları sunuyorum. Buradaki üstatlarımız hem borsaların, hem de KOBİ borsalarının işleyişine dair, bunların özelleştirilmesine dair fikirlerini ifade buyurdular. Ben müsaade ederseniz özelleştirmenin felsefi boyutuna temas edip, onu borsa özelleştirilmesine bağlamaya gayret edeceğim.

Ben, 1980'li yıllarda özelleştirmenin algılanmasının da dünyada değişmiş olduğunu düşünüyorum. Zaman içinde İngiltere'de bir transformasyon olarak, tamamen kapalı bir ekonomiyi rekabetçi hale getirmek ile başlayan özelleştirme başka ülkelerde özellikle Doğu Avrupa ülkelerinde bir gelir arayışı veya tamamen kapitalist sisteme geçmenin bir mekanizması olarak görüldü. Ama ben bugün özelleştirmenin doğru yönetişim, doğru yönetim ilkelerinin yerleştirilmesi açısından yapılması gerektiğini düşünüyorum. Ne parasal ne de yapısal olarak bakıyorum. Zaten doğru yönetim ilkelerini yerleştirdiğiniz zaman ve bu kurumlar fevkalade güzel bir şekilde idare edildiği zaman zaten bu piyasaların içinde otomatikman yerlerini rasyonel bir şekilde alıyorlar. Buradan hareketle doğru yönetim ilkelerinin de kamunun hakimiyetindeki yerlere oturtulmasının fevkalade zor olduğunu düşünüyorum. Neden zor olduğunu düşünüyorum? Birincisi; 10 yıl Özelleştirme İdaresinde Başkanlığı ve Başkan Yardımcılığı yaptığım için bir fil buraların işletmesinde yaşanan güçlükleri gördüğüm için bunu söylüyorum. İkincisi; yine felsefi boyutundan

---

bahisle: Bugün şirketlerin müdebbir bir şekilde idare edilmesine ancak ve ancak hissedarı, sermayedarı karar verir. Yani eli taşın altında olan karar verir. Onun menfaati şirketin iyi yönetilmesinde yatar. Borsa da neticede finansal araçların, finansal enstrümanların pazarlandığı bir şirkettir. Netice itibariyle ancak eli taşın altında olan, oranın doğru yönetilmesine, mukadderatina hakim hissedar bunu temin edebiliyor. Kamudaki yöneticiler fevkalaş saygın arkadaşımız, insan üstü gayretle KİT'leri yönetmeye çalışıyorlar veya kamu işletmelerini yönetmeye çalışıyorlar. Fakat netice itibariyle, bir ekonomik rasyonelitenin gerektirdiği süre kamuda çok ani kesintilere uğrayabildiği için, yani yöneticiler seçimlerle gelip, seçimlerle gittiği için ve bu süreler de çok kısalabildiği için, bugün mevcut bir kamu yöneticisi kendisini bir sonraki seçime kadar orada görüyor ve belki o işletmenin gerektirdiği uzun vadeli kararları almakta çekimser davranışır. Ayrıca başarıyı mükafatlandırmayan bir sistemde, mesela bugün Tüpraş Genel Müdürü bir kamu yöneticisi olduğu için bordroda 1600'üncü sıradadır. Toplu sözleşmeler dolayısıyla işçi arkadaşlarımız çok daha yukarıda maaş alındıkları için. Bugün Tüpraş'ın çok iyi idare edilmesi Sayın Genel Müdüre bir mükafat getirmediği gibi, Tüpraş'ın zarar etmesi de onun görevden alınması için bir vesile değildir. Başarıyı mükafatlandıramayan, başarısızlığı cezalandıramayan bir personel rejimi ile bu yöneticilerin de buraların daha iyi işletilmesi için bir teşvik içinde olması beklenemez. Bunu bir tenkit manasında söylemiyorum. Maalesef sistem böyle olduğu için söylüyorum.

Bu noktada başka bir konuya temas etmek istiyorum, kamu yararı: Haberleşmeyi temin etmek bir kamu hizmetidir, kamu yararıdır. Devletin görevidir. Ben kamu yararının konseptinin yeniden tanzim edilmesi gerektiğini düşünüyorum. Yani kamu yararını, kamu hizmetini devletin kendisi vatandaşına götürmek olarak mı görmek lazım. Yoksa kamu yararı konseptini o hizmetin vatandaşğa götürülmesi için gerekli alt yapıyı oluşturması olarak mı görülmeli lazım. Devlet o kamu hizmetinin kamuya ulaşmasını temin edebilecek, rekabetçi, verimli şekilde ulaşmasını temin edecek alt yapıyı oluşturması ve tercihen de kendisinin yapmaması gerektiği düşüncesindeyim. Bu anlamda her şey özelleştirilebilir mi? Hayır. Eğer bugün özel sektör demiryolu yapamıyorsa, onu yapacak finansal kabiliyeti yoksa devlet tabii ki onu yapacaktır. Fakat bugün tekstil gibi, turizm gibi dünyada birçok başarırlara imza atmış Türk müteşebbislerinin olduğu bir ülkede de devletin bunları yapmakta gayret ediyor olmasının hiçbir manası yok. Bugün Tekel de öyledir, yakın zaman kadar Türk Telekom da öyleydi. Hem hizmet üretiyor hem de ürettiği hizmetlerin el değiştirdiği piyasada düzenleyici ve denetleyici konumdaydı. Tekel sigara üretiyordu, özel sektör de sigara üretiyordu. Ama Tekel aynı zamanda kendi ürettiği sigaraların el değiştirdiği pazarda denetleyici ve düzenleyici durumdaydı. Türk Telekom'da da öyleydi, Allah'a şükür

---

ki onlar değişti. Bugün Türk Telekom'dan da, Tekel'den de bu hususiyetleri alınıp bir üst kurula verildi. Bunlar piyasadaki sadece birer oyuncu.

Netice itibariyle İMKB de akçeli bir yerdir. Finansal enstrümanların el değiştirdiği bir yerdir. Dolayısıyla kâr amaçlı, verimli bir şekilde yönetilmesi lazımdır. Dolayısıyla devletin bu iktisadi faaliyeti kendisinin göstermemesi ama bu iktisadi faaliyetin doğru gösterilmesi için gereken şartları da oluşturmazı gerekir. Nasıl oluşturacak? İşte SPK veya muadil kuruluşlarıyla ama çok ciddi şekilde, hatta kolunu büker şekilde, tüketicinin aleyhine bir şey yaparsa veya konulan bu esasların dışına çıkacak kurumlar olursa bunların çok ciddi şekilde bileğini bükerek şartlar ve kuvvetlerle yapması gerekir. Devlet ne yapıyor, borsanın 840 milyon dolarını depremde çıkardığı bir kanunla elinden alıyor. Kamu otoritesinin elinin uzandığı noktada olmasının belki de zararı budur. Eğer burası tercihen borsa oyuncularının piyasaya iştirak eden oyuncuların, bankaların hakimiyetinde olsa hissedarları sermayedarları kendi kaderlerine sahip çıkacak insanlar olsa, buradaki insanlar tarafından yönetilse kâr eder, bu kârını da borsanın gelişimi için kullanır. Maalesef devlet haklı olarak da kâr gördüğü yere veya nakit akımı gördüğü yere elini uzatıp, o nakiti oradan çekiyor. Burada piyasa oyuncularının, borsanın bugüne gelmesine katkıda bulunmuş aracı kurumlar, birlikler, bankalar veya temayüz etmiş olan şirketlerin yöneticilerinden oluşan bir halka açıklık yapısı kurulabilir. Ancak şunu da söylemek isterim. Bu aralar çok konuşuluyor ama. Esas yönetim yapısının kamu elinde olduğu bir yerde sadece % 5 - 10 hisse satmak halka arzda başarılı olamıyor. Çünkü birinci halka arz başarılı oluyor. Ama ikincil piyasada eğer yönetim hala kamusal mekanizmalarla yapılmaya devam ediyorsa o hisselerin gidişatı da zaman içinde çok iyi olmuyor.

Beni dinlediğiniz için saygılar sunuyorum.



---

## **MEVCUT VE POTANSİYEL HALKA AÇIK ŞİRKETLER YÖNÜNDEN BORSALARARA BAKIŞ VE BEKLENTİLER**



**HALİL EROĞLU**

KOTEDER Başkanı

T. Sınai Kalkınma Bankası Genel Müdürü

21. Yüzyılın, sosyo ekonomik dengeleri yeniden şekillendirdiği günümüzde, teknolojinin gelişimi, sermayenin global hareketini ivmeleştirmektedir. Buna paralel olarak borsaların da iktisadi hayat içerisindeki önemi giderek artmaktadır. Hem sosyo ekonomik çevre koşullarının değişmesi hem önemlerinin eskiye göre artması menkul kıymet borsalarının yeniden yapılandırılmalarını kaçınılmaz bir hale getirmiştir. İşte bu noktada ön plana esas olarak iki ana düşünce akımı çıkmaktadır. Bunlar sırasıyla;

- Menkul kıymet borsalarının özelleştirilmesi ve
- Menkul kıymet borsalarının konsolidasyonu düşünceleridir.

Bu toplantıların gündemini oluşturan özelleştirme, global düzeyde yeni bir kavram değildir. Devlet eliyle kurulmuş ve gelişmelere ayak uydurma süresi düşük bürokratik kimlikli borsaların, özel sermayenin dinamizmi ile kote firmalar için daha verimli çözümler üretebileceği uzun bir dönemdir tartışılmaktadır. Temel olarak 1993 yılında Stockholm Borsası ile başlayıp Deutsche Börse ve Londra Borsası gibi lider kimlikli kurumlarla devam eden "özelleştirilme" sürecinde aşağıdaki hususların ön plana çıktıği görülmektedir.

- Borsa ne amaçla özelleştirilmektedir ?
- Borsa'nın hisseleri kime ve nasıl satılacaktır ?
- Borsa'nın bağımsızlığı ve kamusal sorumluluğu nasıl kontrol edilecektir?

- 
- Aracı ve kote firmaların menfaatleri hangi eksende oluşacak ve nasıl korunacaktır? Görüşlerimizi temel olarak kote şirketlerin bakiş açısı ile şekillendirecek olmakla beraber, İMKB'nin mevcut durumu ve özelleştirilmesinin anlamı hakkında da kısa bir değerlendirme yapmanın uygun olduğunu düşünmektedir.

Borsa niğin özelleştirilmektedir sorusunun yanıtının mevcut uygulamalara baktığımızda, dinamizmi artırarak, o ana kadar etkin olmayan türev ürünler gibi yatırım araçlarını aktif kılmak olduğu görülmektedir. Bu nedenle İMKB'nin özelleştirme sürecinin de katma değerli bir kamu aktifinin hazineye gelir getirme amacıyla özel sermayeye satılmasından farklı ele alınması gerekmektedir. Şüphesiz kamu maliyesi açısından 2001 yılı itibarıyle 134 trilyon TL net kâr eden bir kurumun yatırımcıya satılmak istenmesi mantıklıdır. Bununla birlikte borsanın üç temel çıkar grubu olan yatırımcı - aracı kurum ve kote firmaların yönetime katılma başta olmak üzere, haklarının korunması ancak verimliliğe odaklanacak bir özelleştirme ile gerçekleştirilecektir.

Kote firmalar İMKB'nin özelleştirilmesi sürecini global düzeyde rekabete açık bir borsaya sahip olmak için desteklemektedirler. Bu bağlamda, iki hassas konunun mutlak göz önünde bulundurulması gereği düşünülmektedir.

Borsa özelleştirmeleri bugüne kadar istisnalar hariç, genelde ya gelişmiş ya da ekonomisinde pozitif trendin yakalandığı gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşmiştir. Bu nedenle uygulamada, yüksek ve dalgalı bir seyir izleyen enflasyonun sermaye piyasalarının büyümесini engelleyici etkisi ile büyük ölçüde karşılaşılmamıştır. Konunun özelleştirme sürecinde, yatırımcıların zarar görmemesi amacıyla mutlak göz önünde bulundurulması gereği düşünülmektedir.

İkinci konu İMKB'nin gelir kaynakları arasındaki dengesizlik ile ilgilidir. İMKB'nin gelir yapısı incelendiğinde hisse senedi bazlı gelirin, tahvil bazlı gelirden son derece düşük olduğu görülmektedir. 2001 yılında İMKB'nin toplam 64 trilyon TL operasyonel gelirinin %17'si hisse, %83'ü ise tahvil bazlıdır (tablo-1). Özelleştirilmiş olan borsalardan Londra Borsası hariç diğer tüm borsalarda devlet tahvili işlem hacmi toplam işlem hacmi içerisinde kayda değer bir seviyeye ulaşamamaktadır (tablo-2). Borsamızın anılan yapısının en önemli mahzuru, devlet ağırlıklı bir piyasadan elde edilen gelirlerin devamlılığı üzerindeki belirsizliktir. Kanımızca, eğer İMKB özelleştirilicekse tartışılmaya açılması gereken hususlar;

1. Devlet kağıtlarının olası bir özelleştirmeden sonra da İMKB'de işlem görüp görmeyeceği konusundaki belirsizlik,

- 
2. Gelirleri büyük ölçüde devlet tahvillerinden kaynaklanan bir kurumun özel sermaye kimliğine uyumlu olması için gereken yapısal önlemlerin neler olduğu,

Ve

3. Borsanın halka arz değeri hesaplanırken devlet tahvilii kaynaklı gelirlerin projeksiyonlara dahil edilip edilmeyeceğidir..

Belirtilen bu belirsizlikler çözüme kavuşturulmadan sağlıklı bir değerlendirme çalışması ve özelleştirme yapılamayacağını düşünmektedir.

İrdelenen sorunun kalıcı çözümüne destek olması amacıyla İMKB için tam rekabet koşullarının oluşturulması fikri de ayrıca tartışılmalıdır. Kanımızca İMKB'nin özelleştirilmesi ile birlikte, özel borsaların da oluşturulmasına izin verilmesi ve liberal bir sermaye piyasası altyapısının kurulması önem arz etmektedir. Tabiki buna karşı argümanlar oluşturulabilir, örneğin

1. İşlem hacmi yetersiz bir ulusal borsa (**İMKB**) varken yeni açılacak borsa ne ölçüde etkin olabilir ?

Veya

2. Global platformda borsaların konsolidasyonu tartışılırken, birden çok borsaya gerek var mıdır? gibi.

Bununla birlikte konuya liberal ekonominin özü açısından baktığımızda, rekabetçi borsa yapısının sermaye piyasalarının vizyonunu geliştirecek yeni açıllılar sağlayabileceğini düşünmektedir. Rekabet ortamı kote firmalar için maliyetleri düşürürken, aday firmalar için de halka arzı cazip kılacak fırsatlar doğurabilir. Borsaların birbirine üstünlük sağlamaya çalışması, yeni piyasaların açılarak warrant, convertible ya da option gibi ürünlerin günlük hayatı uyarmasına vesile olabileceğiktir.

İMKB'nin özelleştirilmesi süreci ve üzerinde durulması gereken bu iki hassas konuyu kısaca irdeledikten sonra konuya kote firmalar açısından yaklaşmak istiyoruz. Menkul kıymet borsalarının kote edilen kurumlar açısından taşıdığı anlam bir kaç başlık altında değerlendirilebilir :

Bunlar sırasıyla,

- 1) maliyet tasarrufu
- 2) dinamik ve esnek faaliyet ortamı
- 3) yeni finansal ve teknolojik hizmet olanaklarıdır.

---

## 1. Maliyet tasarrufu

Maliyet tasarrufu kote firmalar açısından esas olarak kotasyon ücretlerinin mali bünyeye fazlaca yük getirmeyenek sinirler içerisinde oluşması şeklinde özetlenebilir. İMKB'nin uyguladığı gerek kota alma ücreti, (*nominal sermayenin bindebir'i*) gerek yıllık kotta kalma ücretinin (*nominal sermayenin dörtbindebir'i*) uluslararası emsallerine göre yüksek olduğu görülmektedir. Kısaca hatırlatmak gerekirse kota alma ücreti halka arz ve sermaye artırımlarında ödenen bir defalik borsa payıdır. Kotta kalma ücreti ise firma işlem gördüğü sürece ödenen yıllık bazda bir ücrettir.

Örneğin İMKB'de kote bir büyük şirket ele alalım. Bu şirketin sermayesi 800 trilyon TL ve değeri 2,5 milyar ABD doları olsun. Şirket 500 trilyon TL'lik ilave ile ödenmiş sermayesini 1.300 trilyon TL'ye artırmayı planlamaktadır. Artırılan 500 trilyon TL için ödenecek kota alma ücreti İMKB'de 300.000 ABD dolarını bulurken, Deustche Börse'de 18.000, Londra Borsasında ise 58.000<sup>1</sup> ABD doları düzeyindedir.

Öte yandan firmanın 800 trilyonluk ödenmiş sermayesi üzerinden ödeyeceği yıllık kotta kalma ücreti ise İMKB'de 120.000, Londra'da 24.000<sup>2</sup>, Deutsche Börse'de ise 7.000 ABD dolarıdır. Bu takdirde firmanın İMKB'ye 2003 yılı için ödeyeceği tutar yaklaşık 420.000 ABD dolarını bulmaktadır (tablo 3).

Bu bölümde ifade ettiğim tüm maliyetler çiplak değerlerdir. Yani vergi, fonlar ve SPK'nın aldığı paylar hesaba dahil edilmemiştir. Söz konusu unsurları da göz önünde bulundurduğumuzda toplam maliyetler ifade edilen rakamların 5 katı kadar yukarısında olabilecektir. Yukarıdaki örneğe devam edecek olursak firmanın vergi, fon, TCMB ve SPK paylarından sonra ödemekle yükümlü olduğu tutar 1,8 milyon ABD dolarına yükselmektedir (tablo 4). Anılan rakam örnek firmanın 2,5 milyar ABD dolarlık firma değerinin yaklaşık (onbinde yedi) %0,07' sine tekabül etmektedir. Özelleştirmeden sonra borsanın katlanılan yüksek maliyetleri uluslararası standartlara indirebilecek yapıda olması için neler gerektiği irdelemelidir.

İncelediğimiz firmanın halka arz adayı olduğunu düşündüğümüz takdirde daha da çarpıcı

<sup>1</sup> Söz konusu değer Londra Borsası'nın uluslararası firmalara uyguladığı tarife üzerinden hesaplanmıştır. Londra Borsası halka arzları, sermaye artırımı ve kote şirketlerin özsermayesinin güçlendirilmesi amacıyla sermaye artırımında yedekler hesabının kullanımını teşvik etmekte olup bu kapsamda yapılan kotasyon işlemlerinden ücret almamaktadır. Örnek olaydaki Türk şirketi sermaye artırımının 2/3'ü oranda kar yedeği kullandığı takdirde ödeyeceği ücret 58 bin ABD doları, hiç kullanmadığı takdirde ödeyeceği ücret ise 102 bin ABD dolardır. Aynı örnekte bir İngiliz firması ise yaklaşık 136 bin ABD doları ödeyecektir. Sonuçta hangi seçenek ele alınsa alınsın ödemekle yükümlü olunacak tutar İMKB'nin hayatı altında kalmaktadır.

<sup>2</sup> Yukarıdaki örnekte olduğu gibi Londra Borsası'nın uluslararası firmalara uyguladığı tarife üzerinden hesaplanmıştır. Bir İngiliz firmasının ödeyeceği meblağ ise yaklaşık 46 bin ABD dolarıdır.

---

sonuçlar ortaya çıkmaktadır. 1300 trilyon TL ve 2,5 milyar ABD doları firma değerine sahip firmmanın İMKB'de halka açılma payı 770 bin ABD dolarlık kısmı borsa payı olmak üzere toplam yaklaşık 5,8 milyon ABD dolarını bulmaktadır. (*Bu meblağ içerisindeki yaklaşık 2,9 milyon ABD doları tutarındaki SPK Kurul Kayıt Ücreti, daha önce halka açık olmadığı varsayılan firmanın "800 trilyon TL mevcut ve artırılan 500 trilyon TL olmak üzere toplamda 1300 trilyon TL" tutarındaki ödenmiş sermayesinin tamamını ilk defa kurul kaydına aldırdığı öngörlüerek hesaplanmıştır.*) Söz konusu maliyet Londra borsasında 183 bin ABD doları<sup>3</sup>, Deutsche Börse'de ise yaklaşık 35 bin ABD dolarıdır (tablo 5). Bu maliyetler altında özellikle büyük çaplı firmalarınümüzdeki dönemlerde halka arza gidip gitmeyecekleri belirsizlik taşımaktadır. Sermaye piyasalarının ve milli ekonominin ancak halka açılmalara cazip ve kolay olduğunda etkin olabileceğini düşünmektedir.

Örnek kapsamında anılan gelişmiş borsaların yer aldığı ülkelerin sosyo ekonomik konjonktürü ile İMKB'de kote olan firmaların yaşadığı ağır makroekonomik sorunlar karşılaşıldığında aradaki farkın daha da anlamlı olduğunu görmekteyiz.

Buradan da görüldüğü üzere özelleştirmeden amaç halka arz ve kotta kalma başta olmak üzere tüm maliyetlerin indirgeneceği bir ortamın yaratılmasıdır.

Nitekim; söz konusu özelleştirilmiş borsalar halka açılmayı teşvik ederek sermayenin tabana yayılmasında etkin rol oynamayı hedeflemekte ve gelirlerini, yeni piyasalar yaratarak artan faaliyet hacminden ve bilgi transferi gibi alternatif hizmetlerden elde etmekteyler. Bir başka deyişle, borsalar artık sadece menkul kıymet pazarı işlevi ile değil, bilgi ve finansal teknolojinin geliştiricisi olarak da iktisadi hayat içerisindeki önemlerini artırmaktadırlar. Bu transformasyonun sonucunda, Deutsche Börse'nin 2002 yılı gelir dağılımında kotasyon geliri toplam içerisinde yüzde 1 paya sahipken, bilgi bazlı ürün ve sistem satış gelirleri %22 düzeyine ulaşmıştır. Aynı denge Londra Borsası ise %14 kotasyon geliri, %42 bilgi dağıtımları gibi çarpıcı bir noktada olmaktadır (tablo-6). Kendilerine alternatif gelir kaynakları yaratan borsalar halka arzlarının maliyetini düşürüp, sermaye artırımlarının kote firmaya maliyetini azaltmaktadır. Örneğin Londra Borsası, kote firmanın artıldığı sermayenin kaynağı ihtiyatlar hesabı olduğu takdirde ilave kota alma ücreti talep etmemektedir. Tüm bu teşvikler söz konusu borsalara artan işlem hacmi ve yeni servis alanları olarak geri dönmektedir.

---

<sup>3</sup> Aynı ölçekte bir ingiliz firmasının halka arz borsa payı maliyeti yaklaşık 243 bin ABD dolarıdır.

---

## **2. Dinamik ve esnek faaliyet ortamı**

Özelleştirilmenin biz kote firmalar açısından taşıdığı diğer bir husus kotasyon ve benzeri uygulamaların günün koşullarına göre sürekli güncellenmesi ve hareket esnekliğimizin artırılmasıdır. Şüphesiz ki 1986 yılından bu yana İMKB sürekli kendini geliştirmiştir ve yenilemiştir. Bununla birlikte özelleştirildikten sonra kendine uluslararası rekabeti hedeflemiş bir borsanın yaratıcı uygulamalar ile piyasaların etkinliğinin artıracağını düşünmekteyiz. Söz konusu mevzuat revizyonunun biz kote şirketler için olduğu kadar aday firmalar için de özel anlam taşıdığını düşünmekteyiz.

## **3. Yeni finansal ve teknolojik hizmet olanakları**

Özelleştirilmenin üçüncü boyutu kote firmaların volatil ekonomi koşullarında alternatif fon yaratma olanakları bulabilmeleridir. Daha önce de belirttiğimiz üzere mevcut durumda İMKB tahvil piyasasında makroekonomik koşullar nedeniyle sadece devlet tahvil ve bonoları işlem görmektedir. Bu noktada İMKB'yi gelişmiş ülkelerin borsalarıyla kıyaslamak yerine, benzer ekonomik olanaklara sahip ülkelerle ele aldığımızda karşımıza, çarpıcı bir örnek olarak Brezilya çıkmaktadır.

Son derece kırılgan bir mali yapıya sahip olan Brezilya'da, etkin bir özel sektör tahvil piyasası, türev ürünlerden de faydalananak gelişmiştir.

Söz konusu sistemde özet olarak,

1. Firma tahvillerinin getirileri enflasyona endekslenmiştir. Bunun üzerine reel faiz ve risk primi ilave edilmektedir.
2. Değişken piyasa faizlerine karşı esnek bir yapı oluşturabilmek amacıyla İhraççı kuruluşu call - yatırımcıya ise put opsiyonları tanınmıştır.
3. Ayrıca yine yatırımcı gerekiğinde performansından memnun kaldığı firma'nın tahvilini hisse senedine çevirme olanağı verilmiştir (convertible debt).

Bu işlem ve olanaklar yatırımcı ile İhraççının periyodik görüşmeler yaptığı şeffaf bir ortamda tesis edildiğinden yatırımcı güveni olusabilmiştir. Bu sayede firmalar halka arzların mümkün olmadığı dönemlerde bile borçlanma yoluyla fon temin edebilmişlerdir. Dinamik ve gelişime açık bir borsanın, benzeri uygulamaları ülkemiz dahilinde de gerçekleştirerek kote ve aday firmaların vizyonunu zenginleştirebileceğini düşünmekteyiz. Warrant ve convertible'lar başta olmak üzere benzeri yenilikler İMKB'nin mevcut gelir yapısındaki dengesizlikleri düzelterek, borsa a.ş.'yi küçük yatırımcılar açısından da cazip bir yatırım haline dönüştürebilecektir.

---

İMKB'nin özelleştirilmesi sonucunda oluşturulacak yapı kote firmalar için hayatı önem taşımaktadır. Başta da belirttiğimiz üzere borsalar "yatırımcı--aracı kuruluş--kote firma" üçlüsünün daha etkin faaliyet gösterebileceği dinamik sermaye platformları yaratmak amacıyla özelleştirilmektedir. Anılan amacın gerçekleştirilmesi için yönetim erkinin tarafların çıkarlarını gözetecik şekilde paylaşımçı olması gerekmektedir. Bu nedenle özelleştirilme esnasında taraflara verilecek yönetim haklarının kalıcılığını temin edecek hukuki uygulamaların tesisi mutlak koşuldur. İMKB özelleştirilirken altın borsası gibi benzeri kurumlarla bir çatı altında da ele alınabilir, bağımsız olarak da düşünülebilir. Bu noktada söz konusu organizasyon türlerinin tartışmasına girmiyoruz.

Borsanın gerçek anlamda özel bir kurum olabilmesi için kamu sermaye payının sıfırlanması gerekmektedir. Bu bağlamda iki çıkar grubu olan aracı kurum ve kote firmaların yönetimdeki söz haklarının diğer ortaklar ile eş düzeyde olması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Aksi takdirde ileride sermayeyi ele geçirebilecek güçlü bir kurum kendisi için rekabet tehlikesinin bulunmadığı bir ortamda, mali ve idari konularda kote firmaları zorlayıcı ve yıpratıcı uygulamala gidebilir.

İfade edilen bu tehlikeyi bertaraf edebilme maksadıyla hisse senetlerinin iki gruba ayrılması ve 1. Grupta yer alan hisselerin kurum yönetiminde altın güne sahip olması, 2. Grup hisselerin ise sadece kar ortağı olmalarının faydalı olacağı düşünülmektedir. Aracı kurum ve kote firmalar birinci grup hisselerinin yanısıra, gerekirse, kar amaçlı olarak 2. Grup hisse senetlerinden de temin edebilirler. Bununla birlikte esas üzerinde durduğumuz faaliyetlerin bütünlüğü açısından 1. Grup hisseler içerisindeki payımızın gerekliliğidir. Böyle bir yapı, ileride borsa ile Sermaye Piyasası Kurumu arasındaki olası uyuşmazlıkların giderilmesinde de dengeleyici bir rol oynayabilecektir.

İMKB'nin özelleştirilmesi konusunda biz kote firmalar için önemli bir diğer husus ise Takasbank'ın konumudur. Bilindiği üzere mevcut durumda Takasbank sermayesinde İMKB'nin yaklaşık %23 düzeyinde payı bulunmaktadır. Borsaların özelleştirilmesi sonrasında aracı kurum ve kote firmalara avantajlı maliyet tasarruflarının sağlanması takas hizmetleri de rol oynamaktadır. Kar eden bir kurum olan Takasbank'ın olası bir özelleştirilmesinde, daha önce belirttiğim "aracı kurum ve kote firmaların borsa yönetim erkinde kalıcı olarak bulunması" zorunluğuna paralel bir yapılandırılmaya gidilmesi gerekliliği görülmektedir. Aksi takdirde takas ve saklama hizmetlerinin niteliği ve maliyeti ilgili tüm kurumları zorlayıcı şekilde değişme tehlikesi yaşayabilecektir.

Sorunun çözümü için mevcut Takasbank'ın yönetimi ile özelleştirme sonrası İMKB'nin

---

yönetimi arasında paralellik kurmanın yanısıra takas ve saklama piyasasının gerçek bir liberalizasyona kavuşturulmasının da gerektiği düşüncesini savunmaktayız. Takasbank'ın ancak rakip takas ve saklama kurumlarının rekabeti ile globalleşip kote firmalar için avantajlı bir ortamı sağlayabileceğini düşünmektediriz.

Özelleştirilme kapsamına alınan borsalarda görülen en önemli yapısal değişiklik teknolojinin temel kimlik haline gelmesidir. Daha önce belirttiğimiz üzere borsalar kullanıcı profiline uygun bilgi sistemleri ve geliştirilen yazılımlardan yüksek düzeyde gelir elde ederek menkul pazarı kimliğinin ötesinde bir bilgi üretim ve teknoloji geliştirme merkezine dönüştürilmektedirler.

Kote firmalar açısından borsa tarafından derlenmiş bilginin kullanımı maliyet avantajı, sürat ve şeffaflık gibi farklı anlamlar içermektedir. Bilgi ve diğer hizmetlerin gelir kompozisyonundaki artan önemine paralel olarak İMKB benzeri yapılandırılmış borsalarda kotasyon ücretinin toplam gelir içindeki payı %46 iken, söz konusu oran özelleştirilmiş borsalarda %10'a kadar gerileyebilmektedir. Özelleştirilmiş bir İMKB'nin, bilgi üretim kimliği kote firmaların sermaye piyasası faaliyetlerinin daha sağlıklı baza oturması için yeni fırsatlar taşırken, maliyetler üzerinde de olumlu etki yapacaktır.

Sonuç olarak İMKB'nin özelleştirilmesi fikrini destekleyip, gerçek bir serbest piyasa ekonomisi oluşması amacıyla benzeri borsaların kurulmasına izin verilmesi gerektiğini vurguluyoruz.

Borsanın iktisadi hayat içerisindeki önemine istinaden, hisselerinin satış sürecinin bilimsel bir çerçevede düzenlenmesi gerektiği tartışılmaz bir gerçekdir. Kote firma - yatırımcı - aracı kurum ekseninin bilgi birikimi ve potansiyelini özel sermayenin gücü ile birleştirdiğimizde makro ekonomik dengelere olumlu açılımlar sağlayabilecek bir yapının tesis edilebileceği şüphesizdir. Bununla birlikte ilgili çevrelerin arasındaki hak ve hukuki dengelerin korunması ile kamu payının ayrılmamasını takip eden süreçte şeffaflığın ve katılımcılığın hakim kılınması için her aşamanın ortak düşünce platformlarında şekillendirilmesi gerektiğini vurguluyoruz.

İMKB'nin özelleştirilip rekabetçi yapısı tesis edildikten sonra kote firmaları ilgilendiren tüm maliyetlerde ciddi tasarruflar yaşanacağı ve borsamızın bölgesel bir sermaye platformu haline geleceği konusundaki inancımızın tam olduğunu özellikle belirtmek istiyoruz.



*Küreselleşme Sürecinde Sermaye  
Piyasalarının Yeniden Yapılandırılması  
ve  
Kote Firmalarının İMKB'nin  
Özelleştirilmesi Sürecindeki Yeri*

*Halil Eroğlu*

*KOTEDER Başkanı ve  
TSKB Genel Müdürü*

*10 Nisan 2003*

## **İMKB Operasyonel Gelir Dağılımı**

(Tablo-1)

Toplam (2001 Yılı - Trilyon TL)	64,0	Kaynak
Üyelik ve Kotasyon	5,6	Hisse
Tescil	38,0	Tahvil
İşlem payı	20,4	Hisse + Tahvil
<b>Hisse bazlı gelir payı %17</b>		
<b>Tahvil bazlı gelir payı %83</b>		



## **Borsalarda Karşılaştırmalı İşlem Hacmi Dağılımı**

(Tablo-2)

### **Dağılım**

	Hisse	Devlet Tahvili
New York	%100	%0
Londra	%76	%24
Frankfurt	%93	%1
Atina	%92	%8
Avustralya	%99	%0
Stockholm	%99	%0
<b>İstanbul</b>	<b>%7</b>	<b>%93</b>

Not:1 İstanbul Tahvil piyasası repo işlemlerini de kapsamaktadır.

Not:2 Dağılım türev yatırımları araçlarını içermemektedir.

Not:3 Atina 1999, diğer borsalar ise 2001 yılı verisidir.



## Borsalar Arası Kotasyon ve Maliyet Farkları

(Tablo-3)

(000 \$)	Londra	Deutsche Börse	İMKB
500 Trl. TL kota alma ücreti (Borsa payı)	58 <sup>1</sup>	18	300
800 Trl. TL yıllık kota kalma ücreti	24 <sup>2</sup>	7	120
<b>Toplam 2003 yılı maliyeti</b>	<b>82</b>	<b>25</b>	<b>420</b>

1. Londra Borsası'nın yabancı firmalarla uyguladığı fiyat tarifesi üzerinden hesaplanmıştır. Ayrıca bir miktar yedekler hesabı kullanım indirimini de göz önünde bulundurulmuş olup söz konusu indirim uygulanmaması durumunda ödenecek tutar 102 bin ABD dolarına karşılık gelmektedir. Aynı ölçüklü bir İngiliz kuruluğu hun ödeyeceği tutar ise yaklaşık 136 bin ABD dolardır.

2. Londra Borsası'nın yabancı firmalarla uyguladığı fiyat tarifesinden hesaplanmıştır. Aynı ölçüklü bir İngiliz kuruluşunun ödeyeceği tutar yaklaşık 46 bin ABD doları karşılığındır.



## İMKB Toplam Kotasyon Maliyeti

(Tablo-4 – bin \$)

Ödenmiş Sermayesi	800 Trilyon TL
Planlanan Sermaye Artırımı	500 Trilyon TL
Firma Değeri	2,5 Milyar ABD\$

Kota alma ücreti (Borsa payı) <sup>1</sup>	300
SPK Payı <sup>2</sup>	590
TCMB Payı <sup>3</sup>	295
Eğitime katkı ve vergi (SPK & İMKB) <sup>4</sup>	445
<b>Toplam sermaye artırımı maliyeti</b>	<b>1.630</b>
800 Trl.TL yıllık kota kalma ücreti	120
Eğitime katkı ve vergi	60
<b>Toplam kota kalma maliyeti<sup>5</sup></b>	<b>180</b>
<b>Toplam 2003 yılı maliyeti</b>	<b>1.810</b>

1. Borsa payı atırılıp kota alınan sermayenin nominal değeri üzerinden binden bir orandında alınmaktadır.
2. SPK payı atırılıp kota kaydına alınan sermayenin nominal değeri üzerinden binden iki orandında alınmaktadır. Örnek firmannın 800 Trl. TL'lik toplam mevcut sermayesinin dâha önce kurul kâğıda alınmış olduğu varşayımlı ile artırmak konusunda tutar tizerinden hesaplanmıştır.
3. TCMB payı atırılıp kota kaydına alınan sermayenin nominal değeri üzerinden binden üç orandında alınmaktadır.
4. İMKB payı Tüketiciler Koruma Fonu adına, artırlan sermayenin nominal değeri üzerinden binden iki orandında alınmaktadır.
5. TCMB payı Tüketiciler Koruma Fonu adına, artırlan sermayenin nominal değeri üzerinden binden üç orandında alınmaktadır.
6. TCMB payı Tüketiciler Koruma Fonu adına, artırlan sermayenin nominal değeri üzerinden binden üç orandında alınmaktadır. "Eğitim Karta Payı" ödemeleri hariç. Her aktifdeki tek satırda toplam olarak olası her bir kota kalma ücreti yer almaktadır. Meskul kymetleri Borsa konutu bulunan ortaklıklar, ilgili meskul kymetleri Borsa konutu kâğıtları şerece her yıl kota kalma ücreti öderler. Yüllük kota kalma ücreti kota alınmış sermayenin nominal değerinin dört binden biri tutarındadır. Kota kalma ücreti kota alıma kâğıtları ödendiğinde yâd alınır. Bu nedenle örnek olay'da kota kalma ücreti mevcut 800 Trl. TL üzerinden hesaplanmıştır.



## Borsalar Arası Halka Arz Maliyet Farkları

(Tablo-5)

X ŞİRKETİ

Mevcut Ödenmiş Sermayesi	800 Trilyon TL
Planlanan Sermaye Artırımı	500 Trilyon TL
Firma Değeri	2,5 Milyar ABD\$
Halka Açılma Oranı	%38

(000 ABD\$)	Londra <sup>1</sup>	D. Börse	İMKB
Borsa IPO payı	183	35	770
SPK Payı <sup>2</sup>			2.870
TCMB Payı			295
Eğitime katkı & vergi (SPK&İMKB)			1.820
<b>Toplam IPO Maliyeti</b>			<b>5.755</b>

1. Londra Borsası'nnn yabancı firmalarla uyguladığı fiyat tarifesinden hesaplanmıştır. Aynı ölçüklü bir İngiliz kurulusunun ödeyeceği tutar yaklaşık 242 bin ABD doları karşılığıdır.  
2. İdeyevekting sermayesi 800 trilyon TL olan X şirketinin, 500 trilyon TL sermaye artırımı gitmesi ve mevcut ortaklarının rıfhan haklarını kısıtlayarak toplamda 1.300 milyon TL türündeki "%38 oranda halka açılışçı" iştirakıyla hesaplanmıştır. Eğer şirket daha önce kural kıydına alınmış hisselerini satmak isteseydi bu durumda, satış fiyatından (daha önce türünden kayda alınma tescili olmamış olsa) nominal değerin üç katına erişmeye bulunacaktır. Üstemicik tutarın beside ikisi kadar kayda alma ücreti alınacaktır.



## Bazı Borsalarda Gelirin Ana Kaynakları

(Tablo-6)

%	Frankfurt	Londra	Stockholm	Australya	Hong Kong
İşlem Payı Gelirleri	14	38	11	33	19
Kotasyon Gelirleri	1	14	7	19	19
Türev Ürünler	20	0	13	15	24
Bilgi & sistem satışları	22	42	65	16	18
Takas ve Saklama	43	0	0	13	10
Diğer Hizmetler	0	6	4	4	10
<b>Toplam</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>



---

## **HALİL EROĞLU / KAYNAKÇA**

Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges

Reena Aggarwal,

Journal of Applied Corporate Finance, Spring 2002, Volume 15 No 1,

Optimal Listing Policy for IPO's in the German Financial Market

Manfred Eckert

Department of Economics, University of Southampton

Technology, Demutualisation and Stock Exchanges:

The Case for Co-Regulation

Caroline Bradley

University of Miami School of Law

Customer Controlled Firms: The Case of Stock Exchanges

Carmine Di Noia

Department of Economics, University of Pennsylvania

Stock Exchange Fee Analysis - Final Report / Achievement of Market Friendly Initiatives

and Results (AMIR) Programme

U.S. Agency for International Development

Demutualization of Stock Exchanges: A Regulatory Perspective

Jennifer Elliot

IMF - Working Paper - September 2002

Self Regulation: What Does To Take To Make It Works

Rober D. Strahota

APEC Regional Seminar - Shanghai / July 30, 2002

The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the Separation of Ownership and

Control -

John C. Coffee JR

---

Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences -

Benn Steil

The Wharton School - University

Turning Seats Into Shares: Implications of Demutualization for the Regulation of Stock and Futures Exchanges

Roberta S. Karmel, 2000

Business Law Department - Brooklyn Law School

Stock Exchange Governance & Market Quality

Chandrasekhar Krishnamurti / Fu Fangjian / John Sequirea

Division of Banking and Finance, Nanyang Business School, Singapore, July, 2002

E-Birlik - TSPAkB Aylık Bülteni - Şubat 2003

Annual Report for year of 2000 - FIBV - International Federation of Stock Exchanges,

Cost and Revenue Survey Report - 1999 - FIBV - International Federation of Stock Exchanges,

Guide to Listing on ASX - Australian Stock Exchange , 2002

Cost and Revenue Survey Report - 2001 - FIBV - International Federation of Stock Exchanges,

Focus - January 2002 - FIBV - International Federation of Stock Exchanges

London Stock Exchange - Annual and Listing Fee Schedules

Deutsche Börse Fee Regulations

Istanbul Stock Exchange - Annual Report 2001

London Stock Exchange - Annual Report 2002

---

## DÜNYADA BORSALARIN ŞİRKETLEŞMESİ VE HALKA AÇILMALARI ÜZERİNE DENEYİMLER



**MUZAFFER EGELİ**

Boston Consulting Group-Türkiye Genel Müdürü

Sayın Başbakan Yardımcım, Değerli Katılımcılar, Değerli Konuklar;

İlk önce hepinize saygılarımı sunuyorum.

Ülkemizin ekonomisinin gelişmesi için ve her birimizin daha iyi yaşaması için en önemli eksliğimiz sermaye birikimi. Maalesef ülkemizin sermayesi az ve sermayeyi artırmadan en esas yolu da tabii ki kazanarak kâr elde etmek ve o kârı yatırıma kullanıp kâri daha da artıtmaktır. Fakat sermaye yaratımının en hızlı yolu yabancı sermayeyi ülkemize çekmek. Yabancı sermayeyi ülkemize çekebilmek için de öncelikle sermaye piyasalarının ve de bu konu ile ilgili tüm kanun ve yönetmeliklerin en optimal şekilde getirilmesi mecburiyeti bulunmaktadır. İMKB'nin ve diğer borsaların da kâr amacı güden şirket haline dönüşümünü de bu sürecin bir parçası olarak görüyoruz.

Bugünkü konuşmacılarımız konuları ile ilgili çok detaylı konuşmalar yaptılar. Herkesin kendince çok doğru ve değerli fikirleri var, ancak fikirler hep aynı yönde bulunmamaktadırlar. Ancak, doğru ortak noktayı bulmak hep aynı sürecin sonucunda oluyor. Ben, bugün bu süreçce odaklanacağım.

İMKB'nin bulunduğu durum, diğer borsalara nazaran farklılıklar gösteriyor. Sermaye piyasaları üzerinde dört tane ana unsur etki etmektedir. Bunlardan birincisi küreselleşme. Küreselleşme dediğimiz zaman, hem şirketlerin küreselleşmesi, hem yatırımcıların küreselleşmesi hem de aracı kurumların, sermaye piyasası kuruluşlarının küreselleşmesini

---

görüyoruz. Bunun da sonucu olarak konsantrasyon dediğimiz olay ortaya çıkıyor. Konsantrasyon büyük paraların az kişiler tarafından yönlendirilmesi anlamına geliyor. Bu da hem fiyatlar üzerinde baskı yaratıyor, hem de likidite sorunları doğuruyor. Yani para çok rahat Türkiye'ye girebildiği gibi, çok rahat da çıkabiliyor. Dolayısıyla sermaye piyasasındaki hisse değerlerinin en optimal şekilde olması için sermaye piyasalarının boyutunun büyümesi, kritik büyülüğe ulaşması lazım. Kritik büyülüğe ulaşma için hem global şirketler, hem de Türkiye'deki globalleşen şirketler, konsantre olmuş büyük şirketler deregüle edilmiş sermaye piyasaları bekliyorlar. Çünkü deregüle edilmiş ortamda kanunların en iyi şekilde uygulayabileceğine olan inançları daha yüksek. Bütün bu değişimin içinde Türkiye borsaları dönüşmek mecburiyetinde.

Teknolojide önlenemeyen ve her geçen gün artan gelişimi de bu çarkın çok daha hızlı dönmesine sebep oluyor. 56 tane üyesi olan Dünya Borsalar Birliği'nde bugün hemen hemen tüm üyeleri (% 10'u hariç) ya halen kar amacı güden şirket durumuna dönüşmüş durumdalar, ya daümüzdeki 2 yıl içerisinde dönüşmeyi planlıyorlar. İMKB'nin de kanımcı bu sürecin dışında kalmasının imkanı kalmamıştır. Bu süreç tek bir doğrusu olan bir süreç değil. Yani bu özelleştirme süreci bir şekilde yapılır, ya da doğrusu budur demek çok kolay değil. Her ülkenin kendi özelliğine göre, sermaye piyasalarının kendi özelliklerine göre ve içindeki katılımcıların -hem şirketler, hem yatırımcılar- kendi özelliklerine göre en doğru yönetimi bulmaları lazım. Burada ilk adım, Türk sermaye piyasaları için ve özellikle de kar amacı güden bir şirket haline getirilecek İMKB için bir 5 yıllık vizyonun çizilmesi. Bu vizyonda siz lokal mi kalmak istiyorsunuz, global mi olmak istiyorsunuz, diğer borsalarla ortaklık mı kurmak istiyorsunuz belirlemek mecburiyetiniz var. Bu vizyon çizildiyse ancak diğer adımlara ilerleyebilirsiniz. Avustralya borsası üzerine bir örnek göstermek istiyorum. Hisselerin dağıtım konusunda tek bir doğru yok. Ancak çok planlı ve programlı bir şekilde tercihin belirlenip, programlanıp, takip edilmesinde yarar var. Avustralya örneğine bakarsak kâr amacı güden şirket haline dönüşme süreci 1995 yılında başlayıp, 1998 yılında bitmiş durumdadır. Bu işin senelerce sürmesine gerek yoktur. Anladığımız kadariyla 1995 yılında bir "task force" kurulmuştur. Daha sonra bu "task force" 1 senelik bir program dahilinde bu vizyonu geliştirmiş ve belli tavsiyeleri detaylandırmış, bu tavsiyeleri oya sunmuştur. 1996 yılında bu tavsiyeler karara bağlanmıştır. 1997 yılında üyelere hisse satışı gerçekleşmiştir.

Tek doğru yöntem olmamakla beraber şu esastır. Bu borsa belli insanların katkısıyla bu güne gelmiştir. Bu katkıyı yapan insanların da bugüne kadar yaptıkları katkılardan dolayı belli bir çıkar elde etmelerini sağlamak lazımdır. Her borsanın amaçlarından bir tanesi de ülke ekonomisine yarar sağlamaktır. Borsaların ortaklık yapıları itibarıyle ve o konudaki

---

kurallar itibariyle bu yaranın nasıl sağlanabileceği yönlendirilebilir. Devletin de görevi, borsa bu adımı atarken gerekli düzenleyici alt yapıyı kurmaktr. Bir de borsanın yabancılara eline geçme konusu tartışıldı. Benim kanımcı bir şirkete kimin sahip olduğu önemli değildir. Türk insanını çalıştırıyorsa, Türk devletine vergi veriyorsa, sahibi kim olursa olsun farketmez diye düşünüyorum. Ancak dünyada her şeyin de optimal gittiğini varsaymak mümkün değil. Dolayısıyla çıkarlarımızı korumak için transformasyonu adım adım yapmakta, bir süreç dahilinde detaylı yönetmekte yarar vardır. Tekrar, Avustralya borsası örneğine dönersek, burada ilk başta % 5'ten fazla hisse sahibi olmamak şartı konulmuş. Bu daha sonra % 15'e çıkartılmış. Bugün ise bu limit kaldırılmış durumdadır. Deregülasyon çok önemli dedik. Deregülasyon olmadan global oyuncuların bir ülkeye güveni tam olamaz dedik. Ancak deregülasyon da A'dan Z'ye kuralsızlık anlamına gelmemelidir. Örneğin Avustralya'da bu proses açıldıktan sonra özelleştirilmiş borsanın, kote edilmiş şirketlerin ya da aracı kurumların dikkatli davranışın konusunda yeterince uyarılmadığı belirlenmiştir. Ayrıca, bir takım kanun dışı sayılabilcek istenmeyen hareketlerin yapılmasına göz yumulduğu ortaya çıkmıştır. Bu gibi problemlerden sonra gelen baskıyla ayrı ve bağımsız bir düzenleyici kurum kurulmuştur. Bu etkin kurumun faaliyetleri, Avustralya borsasında fiyatlar üzerindeki baskıyı azaltmıştır. Oyuncuların sayısını arttırmıştır. Borsaya kote olan şirketlerin averaj ciro büyülükleri düşmüştür, yani KOBİ gibi şirketlerde kote olabilmislerdir. Bugün Avustralya borsası organik büyümeyenin de dışında global ve uluslararası varyanslarla nasıl büyüyeceğinin araştırmasını yapmaktadır.

Hepinize beni dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

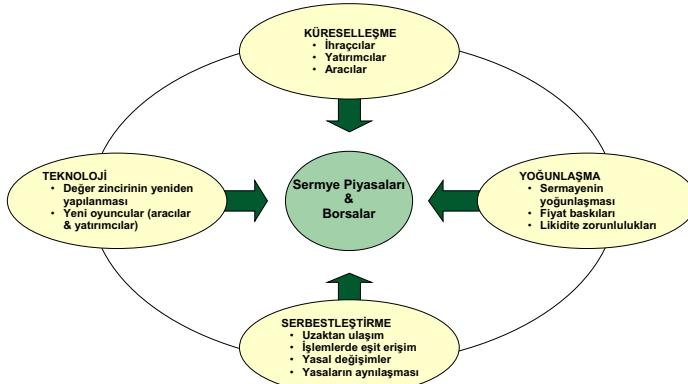
---

**BORSALARIN KAR ODAKLI ŞİRKETLERE DÖNÜŞÜMÜ İLE İLGİLİ  
ANA MESAJLAR**

İstanbul, Nisan 10, 2003

**THE BOSTON CONSULTING GROUP**

## BİRÇOK KÜRESEL GÜC BORSALARIN YAPISINI YENİDEN ŞEKİLLENDİRMEKTEDİR



THE BOSTON CONSULTING GROUP

- 1 -

## ULUSAL BORSALAR DEĞİŞİMİ ALTYAPILARINI ZENGİNLEŞTİREREK VE BüYÜME İÇİN YENİDEN YAPILANARAK CEVAP VERMEKTEDİR

### HEDEF:

- Pazarın çekiciliğini yerli ihraççılar ve yabancı yatırımcılar için artırmak
- Ulusal varlıklarını geliştirmek
- Finans sektörünün büyümesi hızlandırmak
- "Engellenemez" borsa birleşmeleri için daha iyi pozisyon almak

### SÜREÇLER:

#### Kar Odaklı Şirkete Dönüşüm

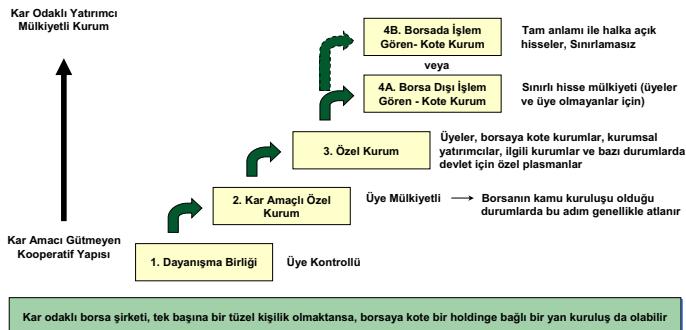
- Mülkiyet dışında işlem hakları
- Stratejik pozisyon gelişimi için kullanılacak fonların oluşturulması
- Rekabetçi baskulara cevap verebilecek esnekliğin oluşturulması
- Diger borsa ve finans kurumları ile güç birliklerinin sağlanması



## KAR ODAKLı ŞİRKETLERE DÖNÜŞÜM AŞAMALARı İÇERİSİNDE GERÇEKLEŞİR

Aşamalar Ülke Yapılarına Göre Değişik Şekiller Alabilirler

Borsaların Kar Odaklı Şirketlere Dönüşüm Süreci

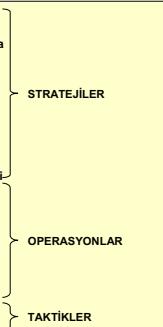


THE BOSTON CONSULTING GROUP

- 3 -

## BAŞARILI BİR KAR ODAKLı ŞİRKETE DÖNÜŞÜM SÜRECİ İÇİN ON ANA KONU SİSTEMLİK OLARAK ELE ALINMALIDIR

1. 5-Yıllık Vizyon
2. Kurumsal Yapı
  - örnek, sadece özel kurum, kendi borsasına kote halka açık kurum, borsada işlem görün holding yan kuruluşu
  - kotasyon methodu
3. Hisse dağılımı/mülkiyet yapısı
  - hangi tüzel kişiler ve hisse dağılımı
  - hissedarlık limitleri
4. Yönetim yapısı
  - yönetim kurulunda temsil, oy hakları
  - yönetici seçim süreci, görev ve hakları
5. Denetim organlarının faaliyet alanlarının yapılarının ve rollerinin belirlenmesi
6. İşlem hakları politikası
  - işlem hak sahipliği, transferlerdeki kısıtlamalar
7. Oy hakları politikası
8. Rezerv dağıtım stratejisi
  - saklanacak ve dağıtılacek reserver
  - optimal sermaye yapısının hedeflenmesi
  - potansiyel büyümeye imkanları ve yatırım sorunlulukları
9. Kar odaklı şirkete dönüşüm süreci ve süresi
10. Zamanlama



Başarı için önceden yapılacak stratejik planlama hayatı önem taşımakta ancak takip edilecek tek bir doğru yol bulunmamaktadır

- karar verilmeden önce özel durumlar hesaba katılmalıdır

THE BOSTON CONSULTING GROUP

- 4 -

## GENELDE KABUL GÖREN UYGULAMALAR ETKİN OLSADA DETAYDA BELİRGİN FARKLAR GÖRÜLMEKTEDİR

Borsa	Kurumsal Yapı	Kar Odaklı Şirkette Hisse Dağılımı	Hissedarlık Limitleri	Yönetim İllerleri	Denetim Fonksiyonları
Australya Borsası (ASX)	• Borsaya kote kurum	• Hisseler eşit olarak kurumsal ve bireysel üyeler arasında dağılmıştır	• %5 ile sene içerisinde %15'e kadarımsın - bu oranın üzerindeki orantılı özel izin gerekliliktedir	• Direktör sayısı azınlık, kapsamlı temsil sağlanmıştır (azınlık araci kurum temsil)	• Denetim ASX'in bir yan kuruluşu tarafından yapılmaktır, bağımsız bir denetçi olan ASC <sup>(1)</sup> tarafından da gözden geçirilmektedir
Singapur Borsası (SGX)	• Singapur Borsası (SES) ve Singapore Uzaklık Para Borsası (SMEX) in birleşmeleri sonucu oluşan borsaya kote kurum - borsa şirket bir yan kuruluş	• Hisseler birleşen kurumlarla (SES vs SMEX) üyelerine yahut eran doğruluklu dağılmıştır • Mülkiyet daha sonra özel plasman ve halka arz ile genetilmiştir	• %5'lik tekneci limit %10'a kadarımsın anlaşılmış MAS'ın ayrıca MAS'ın hizmeti - Diğer bir limit de aracı kurumunun sahip olduğu hisselerin %75 ile sınırlandırılmıştır	• Direktörler azınlık/mamakla beraber temsil genetilmiştir	• Denetim fonksiyonu holding şirketlerin tabularının şahit ve takas aktiviteleri aynı tallı kurumlar tarafından yürütülmektedir - Singapur Para Piyasası Kurumu borsayı denetleme hakkına sahiptir
Atina Borsası (ATHEX)	• Hellenic Exchanges Holding'in %100'üne sahip olduğu ATHEX'de kotebir yan kuruluş - kamu kuruluşlarından geçiş - Hellenic Exchanges Holding'in 5,33'ü halen devlet kontrolündedir	• Devletin sahip olduğu hisseler finans kurumlarına özel plasmanlar ile teşkil edilmiştir - hisselerin %52'si son ik yıldır prisinde teşkil edilmişdir	• Günlümize kadar bir sınırlama konutlamamıştır	• Halen devlet kontrolünde fakat temsil genetilmiştir	• Denetim fonksiyonu borsanın içersindeki fakat devlet denetim organları ile bağları bulunmakdadır
Stockholm Borsası (SSE)	• OM Gruppen'in %100'üne sahip olduğu SSE'de kotebir yan kuruluş	• Semayave payları üyeler arasında eşit olarak bölündükten sonra son beş yıl içinde borsaya ödemeli olan harçlara bakılarak dağılıyor	• Denetici (SFI) hisselerin %10'undan fazlasını alan kişileri gözden geçiriyor	• Çok daha kısıtulmuş olan yönetim kurulu, yahirci temsilcilerinden içinde bulundurmaktadır	• SFI tarafından yapılan denetim bireyseden sonra daha da kuwertlendirmiştir

(1) Australya Sermaye Piyasası Kurumu

Source: Şirket raporları, basın araştırması

THE BOSTON CONSULTING GROUP

- 5 -



---

## **ÜLKEMİZ BORSALARI İÇİN YENİDEN YAPILANDIRMA ÖNERİLERİ**



**Doç. Dr. ALİ İHSAN KARACAN**  
SPK Eski Başkanı

TSPAkB  
TÜRKİYE SERMAYE PIYASASI ARACI KURULUŞLAR BİRLİĞİ

BORSALARIN EKONOMİDEKİ YERİ VE GLOBALLEŞME SÜRECİNDE YENİDEN  
YAPILANDIRIMLARI

"Türkiye İçin Model Arayışı"

**ÜLKEMİZ BORSALARI İÇİN YENİDEN YAPILANDIRMA ÖNERİLERİ**

---

Doç. Dr. ALİ İHSAN KARACAN

İSTANBUL 10 NİSAN 2003

# İÇERİK

- KARAMSAR İKİ BAŞLANGIÇ NOKTASI
- DÜNYADA NELER OLUYOR ?
- MENKUL KİMET BORSALARINDA NE OLDU ?
- BORSALAR NEREYE KOŞUYOR ?
- BORSALARIN ÖZELLEŞMESİ SONRASINA İLİŞKİN BAZI SORUNLAR
- TÜRKİYE NEREYE ?
- İMKB'NIN ŞİRKETLEŞMESİ – BİR MODEL ÖNERİSİ
- TAKASBANK
- KOBİ BORSALARI
- İSTANBUL ALTIN BORSASI
- BLUE-RIBBON KOMİTE

10 Nisan 2003

2

## Karamsar İki Başlangıç Noktası

- 1) ABD'de Kongre 1994 yılında aldığı bir kararla menkul kıymet piyasalarını korunması ve güçlendirilmesi gereken önemli bir ulusal varlık ilan etti ( Macey-O'Hara 1999 ve Karmel 2002 ) .  
İMKB ve sermaye piyasaları korunması , özen gösterilmesi gereken bir kurum . Biz ise nasıl bir düzlenme yaparız da İMKB'yi ve sermaye piyasalarını zayıflatırız diye cabalyoruz . Sermaye piyasaları düzenlemeleri , vergi yasaları , yerel yönetim yasaları , eğitim yasaları , tasarruf genelgeleri , Bakanlık talimatları bu konuda birbirlerileyi yarışıyor . Bunlara bir de bazı uygulamalar ekleyin . Resim tamamlanıyor .
- 2) Haziran 2000'de New York State Assembly , NYSE'in New York'da kalmasını sağlamak için önemli bir finansal paket sağlamaya karar verdi . Bu paketin toplamı 1,7 milyar USD idi . Eyalet 360 ile 400 milyon USD arsa alımı , 240 milyon USD inşaat için ve ek olarak 215 milyon USD vermemi kararlaştırdı . Karanın açıklanması sırasında Senato coğuluk liderine göre NYSE New York Şehri ve New York Eyaletinin ekonomisi ile öylesine bağlantılı idi ve ABD'nin ekonomik tarihi ve büyümESİ ile öylesine iç içe idi ki onu New York'da muhafaza etmek gerekiyordu ( Lee 2002 )

Ya biz ne yapıyoruz : İMKB'nin parasal kaynakları sadece merkezi idarenin , düzenleyici denetleyici oturitelerin yakın ligisine mazhar olmakla kalmadı bir de yerel yönetimler menkul kıymet borsalarını gelir kaynağı olarak keşfettiler .

Böyle bir anlayış menkul kıymet borsalarının yaşamasına gelişmesine uygun ortam yaratabilir mi ? Borsaları özelleştirmek bu sorunu ortadan kaldırırabilir mi ve yaklaşımı değiştirebilir mi ?

Bence bugünkü toplantıların hem ana teması hem de özü bu iki konuda düğümleniyor . Yeniden yapılanma bu iki konuyu değiştirebildiği ölçüde başarılı olacak .

10 Nisan 2003

3

## DÜNYADA NELER OLUYOR ?

BELİRLEYİCİ İKİ TEMEL GELİŞME VAR

- HABERLEŞME , İLETİŞİM VE BİLGİ - İŞLEM TEKNOLOJİSİNDEKİ GELİŞMELER
- KÜRESELLEŞME VE YARATTIĞI SONUÇLAR

PIYASALAR ENTEĞRE OLUYOR

- HUKUK SİSTEMLERİNİN HİYERARŞİK YAPISI DEĞİŞİYOR
- HUKUK SİSTEMLERİ GİDEREK BİRBIİRİNE YAKLAŞIYOR
- FİNANSAL DÜZENLEME VE FİNANSAL İSTİKRAR HEM ULUSAL HEM DE ULUSLARARASI DÜZEYDE “ KAMUSAL MAL ” HALİNE GELİYOR
- FİNANSAL SİSTEM MODELİ DEĞİŞİYOR VE EĞİLİM PAZAR-ESASLI ( MARKET-BASED ) MODELE DOĞRU

10 Nisan 2003

4

## FİNANSAL SİSTEM VE MODELİ

DÜNYA, BANKA-ESASLI (BANK-BASED) MALİ SİSTEMDEN PAZAR-ESASLI SİSTEDEME DOĞRU GİDİYOR .

ENRON VE BENZERİ SKANDALLAR BU GENEL EĞİLİMİ DEĞİŞİTMİYOR . TAM TERSİNE SİSTEMİN SORGULANMA VE YENİLENMESİNİ HEM GEREKLİ KILIYOR HEM DE BU SÜRECİ HİZLANDIRIYOR .

PAZAR-ESASLI SİSTEM SERMAYE PIYASALARINA DAYANIR

10 Nisan 2003

5

## FİNANSAL SİSTEM VE MODELİ

### PAZAR-ESASLI YADA PAZAR-TEMELLİ BİR MODELİN DAYANDIĞI SERMAYE PIYASALARI İÇİN

- ETKİN İŞLEYEN BİR HUKUK SİSTEMİ
- REKABETE , GELİŞMELERE , DEĞİŞİME VE YENİLİKLERE AÇIK BİR KÜLTÜR VE KURUMSAL YAPI
- İYİ DİZAYN EDİLMİŞ STANDARTLARI YÜKSEK BİR DÜZENLEME VE DENETİM
- KURUMSAL AÇıDAN İYİ DİZAYN EDİLMİŞ , OYUNUN DÜRÜST OYNANDIĞI ETKİN İŞLEYEN İKİNCİL PIYASALAR
- İKİNCİL PIYASALARI İŞLETCEK YETERLİ TÜRDE FİNANSAL ARAÇLAR VE ARACILAR
- ÇAĞDAŞ İYİ YÖNETİM ( CORPORATE GOVERNANCE ) STANDARTLARININ ETKEN VE EGEMEN OLDUĞU BİR ŞİRKETLER KESİMI
- MUHASEBE, RAPORLAMA VE DIŞ DENETİM STANDARTLARI İLE UYGULAMALARININ ULUSLARASI STANDARTLARA UYGUNLUĞU

GEREKLİ.

KONUMUZ BU UNSURLARDAN BİRİSİ ;

İKİNCİL PIYASALARIN KURUMSAL AÇıDAN DİZAYNI İLE İLGİLİ

10 Nisan 2003

6

## MENKUL KIYMET BORSALARINDA NE OLDU ?

- HART-MOORE (1996)'U İZLEYEREK MENKUL KIYMET BORSALARI (MKB)'NA İLİŞKİN GELİŞMELERİ ŞU ŞEKİLDE SIRALAYABILİRİZ :
  - MKB'LARI ARTAN ÖLÇÜDE BİRBİRİYLE REKABET ETMEKTEDİRLER BU BİR OLÇÜDE İLETİŞİM MÄLİYETLERİNİN DÜSMESİNNİN BİR SONUCUDUR VE BU GELİŞME MKB'LARININ COGRAFI OLARAK DAGILIMŞIR MÜSTERİLER SETİNE ULAŞABILMESİNE OLANAK VERMEKTEDİR.
  - DEĞİŞEN TEKNOLOJİNİN ETKİSİYLE BÖLGESEL BORSALAR YEREL AVANTAJLARINI YİTRİMLER VE BİR KİSMİ BU NEDENLE İŞ YAŞAMININ DİŞİNE İTİLMEŞLERİRDİR .
  - ULUSAL BORSALAR BÜYÜK ÖLÇÜDE ULUSLARARASI REKABETLE KARŞI KARŞIYA KALMIŞLARDIR
  - MKB'LARININ ÜRÜN BİLEŞİMİ DE DEĞİŞMEKTEDİR
  - MKB'LARI GEÇMİŞTE GELENEKSEL OLARAK BİR ALIM-SATIM MEKANİZMASI SAĞLAMAK , BİLGİYİ YAYMAK , TAKAS ODASI İŞLEVİ , ÖDEMELERİ İFA ETMEK GİBİ DEĞİŞİK İŞLEVLERİ YERİNE GETİRİMİŞLERİRDİR .
  - ARTIK MKB'LARININ DİKEY OLARAK ENTEĞRE OLMALARINA GEREK KALMAMIS OLUP BU İŞLEVLERİN BİRÇOGU ÖZEL SERVIS SAĞLAYICILAR TARAFINDAN SUNULMaktadır . BU NEDENLE REKABET HEM YATAY OLARAK MKB'LARI ARASINDA HEM DE DİKEY OLARAK BORSALAR VE SERVİS SAĞLAYICILAR ARASINDA OLmaktadır

10 Nisan 2003

7

## MENKUL KIYMET BORSALARINDA NE OLDU ?

- TEKNOLOJİK GELİŞMENİN SONUCUNDA MKB'LARI DAHA SERMAYE YOĞUN KURULUŞLAR HALİNE GELMİŞLERDİR . PERİYODİK OLARAK MKB'LARININ ÖNEMLİ YATIRIM PROGRAMLARINI FİNANSE ETME GEREKSİNİMLERİ VARDIR . YATIRIMLARIN GERİ ÖDEMESİ YILLAR ALDIĞINDAN BAŞLANGIÇ SERMAYESİNİ YATIRIMIN GERİ-ÖDEMESİNDEN ALMAYI SAĞLAYACAK BİR YAPI GEREKLİ .
- MKB'LARININ ÜYELİĞİ DAHA AÇIK OLMAKTA VE BUNUN SONUCU OLARAK DA DAHA ÇEŞİTLİ OLMAKTADIR . ÜYELER SADECE BOSA İÇİNDE FARKLI ROLLER İFA ETMEMEKTE AYNI ZAMANDA BOSA DİŞINDA ONLARI BOSANIN RAKİBİ YAPAN DIĞER FAALİYETLERDE DE BULUNMAKTADILAR .
- MKB'LARININ EKONOMİK YAPISINDA ORTAYA ÇIKAN HIZLI VE TEMEL DEĞİŞİKLER GEÇİMİSTE ORTAYA ÇIKAN YONETİM YAPILARININ GELECEKTE DE UYGUN OLUP OLmadığı KONUSUNU DA ÖNEMLİ HALE GETİRMİŞTİR .
- DEĞİŞMELERE CEVAP VERMEDE MKB'LARININ BAŞARISI BÜYÜK ÖLÇÜDE ONLARIN ORGANİZASYON YAPISINA DAYANMIKTADIR .

10 Nisan 2003

8

## MENKUL KIYMET BORSALARINDA NE OLDU ?

- DI NOIA ( 2002 ) MKB'NIN SAHİPLİK YAPILARINI 5 GURUP ALTINDA TOPLAMAKTADIR :
  - KAMU KURULUŞLARI
  - ARACILAR KOOPERATİFLERİ
  - ARACILAR TARAFINDAN KONTROL EDİLEN ŞİRKETLER
  - ARACILAR , KURUMSAL YATIRIMCILAR VE İHRAÇCILAR TARAFINDAN KONTROL EDİLEN ŞİRKETLER
  - DIŞ ( OUTSIDE ) SAHİPLER TARAFINDAN KONTROL EDİLEN ŞİRKETLER
- KAMU KURULUŞU BİÇİMİNDEKİ SAHİPLİK YAPISI YENİDİR VE DAHA ZİYADE YÜKSELEN EKONOMİLERİN YENİ BOSALAR İLE GEÇİŞ EKONOMİLERINE HAS BİRLİKLİYİ ALMIŞTIR
- TARİHSEL OLARAK BAKILDIĞINDA GELİŞMİŞ ÜLKELERİN ÖNEMLİ BOSALAR ÜYELERİN SAHİPLİĞİNE DAYALI KAR-AMAÇLI OLMIYAN KOOPERATİF ESASLI YADA MUTUAL OLARAK KURULMUŞLAR VE UZUN YILLAR BOYUNCA DA BU MODELE GORE YONETİLMİŞLERDİR
- DAHA SONRAKİ AŞMADA BAZI BOSALARDA BU MODELİN YERİNİ BOSA ÜYELERİ VE /VEYA BOSA KOTUNDAKİ ŞİRKETLERİN SAHİP OLDUĞU ŞİRKET STATÜSÜNE DÖNÜŞÜM ALMIŞTIR
- SON YILLARDA ÖNEMLİ BIR GELİŞME BİR COŞ BOSANIN ORGANİZASYONEL YAPISINI DEĞİŞTİREK KAR-AMAÇLI ÖZEL ŞİRKETE DÖNÜŞMESİ VE YADA " DEMUTUALIZATION " EGİLİMLERİDİR . BU SURECDE SAHİPLİK ARACILAR / KOTE ŞİRKETLER DİŞINDAKİ YATIRIMCILARA AÇILMAKTA VE HATTA HISSELERİNİN BIR KİSMI HALKA ARZEDİLEREK BOSA KOTE EDİLMEKTEDİR
- KAR-AMAÇLI ÖZEL ŞİRKETE DÖNÜŞME SURECİ GORELİ OLARAK YENİDİR VE İLK ÖRNEĞİ 1993 YILINDA STOCKHOLM BOSASI'DIR . DÜNYANIN EN ÖNEMLİ MKB'I OLAN " NEW YORK STOCK EXCHANGE " BU SURECİN DİŞINDA KALMIŞTIR

10 Nisan 2003

9

## KAR-AMAÇLI ÖZEL ŞİRKETE DÖNÜŞMÜŞ BORSALAR

Borsa	Yıl
Stockholm Borsası	1993
Helsinki Borsası	1995
Kopenhag Borsası	1996
Amsterdam Borsası	1997
Borsa İtalya	1997
Australian Stock Exchange	1998
Izlanda Borsası	1999
Simex	1999
LIFFE	1999
Atina Borsası	1999
NYMEX	2000
Singapur Borsası	2000
Hong Kong Stock Exchange	2000
Toronto Stock Exchange	2000
Sydney Futures Exchange	2000
The Nasdaq Stock Market	2000
Oslo Borsası	2001
Deutsche Börse	2001
Euronext	2001
London Stock Exchange	2001
Chicago Mercantile Exchange	2002

Kaynak : Aggarwal (2002 ) ve Steil (2002 )

10 Nisan 2003

10

## BORSALAR NEREYE KOŞUYOR ?

- MKB'LARININ GELECEĞİNE İLİŞKİN TEMEL TRENDLERİ BELİRLEMEMEK GELECEĞİ PLANLAMA AÇISINDAN ÇOK ÖNEMLİ
- LEE ( 2002 ) MEVCUT TRENDLERDEN ÇIKARSAMA YAPARAK MKB'LARI İLE İLGİLİ OLARAK GELECEĞE İLİŞKİN BAZI OLASI TRENDLER BELİRLEMİŞTİR . YAZAR 4 ANA GURUPTA 10 ÖNGÖRÜDE BULUNUYOR .
  - A- BİLGİ ( INFORMATION )
  - 1) MKB ' ları Medya Şirketi Olacaklardır
  - 2) Borsaların Kendi Kotasyon ve Alım-Satım Verilerinin Sahibi Olup Olmadıkları Konusunda Yasal ve Düzenleyici Mücadele Yıllarca Sürecek
  - 3) Sadece Piyasının Tümünde Görüş Birliğine Ulaşıldığında Büylesi Mücadeleler Duracaktır
  - 4) Bilgi Sunumunda Marjinal Maliyete Dayanan Fiyatlama Ne Optimaldir Ne de Sürdürülebilirdir.

10 Nisan 2003

11

## BORSALAR NEREYE KOŞUYOR ?

### B – ENDÜSTRİNİN YAPISI

- 5) Az Sayıda MKB Alım-Satımda Hakim Konuma Gelecektir
- 6) Birleşme ve Devralmaya Götürmede ve Hatta Bunları Başarılı Bir Şekilde Uygulamak Güç Olsacaksız da Borsalar Arasında Kurulan İlişkiler Başarisızlıkla Sonuçlanacaktır
- 7) Takas ile MKB'ların Dikey Entegrasyonu Anti-Rekabetçi Davranışa Neden Olacaktır

### C – YÖNETİŞİM ( GOVERNANCE )

- 8) Kar-Amaçlı Özel Şirkete Dönüşme MKB'ların Yaşayabilirlikleri İçin Ne Gerekli Ne de Yeterli Olacaktır
- 9) Sadece Öz-Düzenlemenin Güçlüğü nedeniyle Değil Daha Ziyade Olaşı Anti-Rekabetçi Davranış Nedeniyle Kar-amaçlı Özel Şirket Oluşmuş Borsalar Mutual Borsalardan Önemli Ölçüde Daha Fazla Düzenleme Gerektirecekler

### D - POLİTİKA

- 1) MKB'ların Faaliyetlerine Politik Karışım Artacaktır

10 Nisan 2003

12

## BORSALARIN ÖZELLEŞMESİ SONRASINA İLİŞKİN BAZI SORUNLAR

- KAR-AMAÇLI ŞİRKETE DÖNÜŞME ÖZ-DÜZENLEME İLE UYUMLU OLABİLİRMI ?
- KAR-AMAÇLI OLmayAN BORSADA KAMU ÇIKARI ÖNCELİKLİ AMAÇTIR . KAR-AMAÇLI ÖZEL BORSANIN KAR AMACI İLE KAMU ÇIKARI ÇATIŞABİLİR MI ?
- KAR-AMAÇI VE TİCARİ KAYGILAR BORSANIN DÜZENLEYİCİ SORUMLULUKLARI ÜZERİNDE BOZUCU ETKİ YARATIR MI ?
- KAR-AMAÇI YÜKSEK DÜZENLEYİCİ STANDARTLARIN KORUNMASI İLE ÇATIŞIR MI ?
- ÖZEL BOSA ÇIKAR ÇATIŞMALARINI NASIL MINİMİZE VE ELİMİNE EDEBİLİR ?
- ANTI-REKABETÇİ UYGULAMALAR VE GELİŞMELERE NEDEN OLABİLİR MI ?
- KAR-AMAÇLARI FİYATLARI YÜKSELTİCİ VE ÜRETİMİ DÜŞÜRÜCÜ ETKİYE NEDEN OLABİLİR MI ?
- KAR-AMAÇLI ÖZEL BORSALAR KAMUSAL POLİTİKALARIN İZLENMESİNDE ENGELLEYİCİ BİR KONUMA GEÇEBİLİRLER MI ?
- KAR-AMAÇLI ÖZEL BORSALAR DAHA ÇOK AŞIRI FİNANSAL RİSK Mİ ALırlAR ?
- DARALAN VE SIKIŞAN GELİR OLANAKLARI NEDENİYLE YARATILABILEN GELİRLER ÖZEL-AMAÇLI BORSANIN YAŞAMASINI SAĞLAYABİLİR MI ?
- GELİR YETERSİZLİĞİ YETERSİZ YATIRIMA NEDEN OLABİLİR MI ?
- YABANCILAR TARAFINDAN ELE GEÇİRİLME POLİTİK SONUÇLAR YARATABİLİR MI ?

10 Nisan 2003

13

## BORSALARIN ÖZELLEŞMESİ SONRASINA İLİŞKİN BAZI SORUNLAR

### ÇARE NEREDE ?

- KARAR SÜRECİNDE DAHA FAZLA ŞEFFAFLIK , DAHA FAZLA KAMU OYU İLE DANIŞMA
- KARAR SÜRECİNİN ÖNCEDEN BELİRLENMİŞ KURALLARA VE PROSEDÜRLERE UYGUNLUĞU
- KARAR SÜRECİ VE YÖNETİM KURULUNDAYA DAHA FAZLA ÇIKAR TARAFLARININ VE PAZARIN ÖNEMLİ OYUNCULARININ TEMSİLİ
- BORSALAR AİT BAZI DÜZENLEYİCİ YETKİLERİN KAMU OTORİTESİNE DEVİRİ
- YATIRIM AMAÇLI TEŞVİKLER

10 Nisan 2003

14

## TÜRKİYE NEREYE ?

- GENEL BAKIŞ
- HANGİ KURUMLAR OLACAK ?
- BORSALAR STRATEJİSİ NE OLACAK ?
- BAZI ÖN KOŞULLAR
- KURUMLARIN SAHİPLİĞİ NE OLACAK ?
- İMKB'Yİ NEDEN ÖZELLEŞTİRMEK İSTİYORUZ ?
- İMKB'Yİ ÖZELLEŞTİRİRKEN NEYİ ÖZELLEŞTİRİYORUZ ?
- İMKB'NİN KAMU TÜZEL KİŞİSİ OLARAK SÜRMESİ
- İMKB'NİN KAR-AMAÇLI BİR ŞİRKETE DÖNÜŞÜMÜ
- İMKB'NİN YÖNETİMİ

10 Nisan 2003

15

## **GENEL BAKIŞ**

- SORUN İMKB'NİN ÖZELLEŞTİRİLMESİ Mİ ?  
HAYIR
- SORUN: SERMAYE PIYASALARINDAKİ İKİNCİL PIYASALARIN KURUMSAL YAPISININ VE YAKLAŞIMIN YENİDEN YAPILANDIRILMASI
- HANGİ KURUMLAR OLACAK ?
- KURUMLARIN SAHİPLİĞİ NE OLACAK ?
- KURUMLARIN YÖNETİMİ NE OLACAK ?
- KURUMLARIN BİRBİRLERİ KARŞISINDAKİ DURUMLARI VE İLİŞKİLERİ NE OLACAK ?
- DÜZENLEME VE ÖZ-DÜZENLEMENİN YAPISI VE SINIRLARI NE OLACAK ?
- ÖZELLİKLE İMKB'YE BAKIŞ AÇISI DEĞİŞECEK Mİ ?
- GELECEĞİ PLANLAMANIN YÖNÜ NEREYE DÖNÜK OLACAK ?
  - GELİŞMİŞ PIYASALARIN UYDUSU MU ?
  - BÖLGELSEL BİR YAPININ ÖNCÜSÜ MÜ ?

10 Nisan 2003

16

## **HANGİ KURUMLAR OLACAK ?**

KURUMLARIN TÜR , NİTELİK VE YAPISINI ŞU ÜÇ TEMEL SORU BELİRLEYECEK :

- BORSALAR STRATEJİSİ NE OLACAK ?
- PIYASADAKİ DİKEY VE YATAY ENTEGRASYON SORUNUNA NASIL YAKLAŞILACAK ?
- PIYASA NE ÖLÇÜDE REKABETE AÇIK OLACAK ?

İKİNCİL PIYASALARIN KURUMSAL YAPISINI

- ORGANİZE BORSALAR
- BOSA DIŞI TEŞKİLATLANMIŞ PIYASALAR
- TAKAS , SAKLAMA VE DİĞER DESTEK KURUMLAR OLUŞTURMAKTADIR

10 Nisan 2003

17

## BORSALAR STRATEJİSİ NE OLACAK ?

ÖNCELİKLE DÜNYADAKİ GELİŞMELERİ VE TRENDLERİ GÖZETEREK MENKUL KİYMETLER BORSASI STRATEJİSİ OLUSTURMAK GEREKLİ

OLUŞTURULMAZ ise ne olur ?

- BOSA OLUSTURMA İŞI TEKNİK İŞ OLMAKTAN ÇIKAR GÜNLÜK POLİTİK KARIŞIMA AÇIK HALE GELİR
- GÜCÜ YETEN HERKES GENEL STRATEJİNİN PARÇASI OLmadan BOSA KURDURMAYA YADA KURMAYA KALKAR
- GÜNLÜK YASAMDA SİYASET DISI ( SİYASET ÜSTÜ DEĞİL ) KALMASI GEREKEN SERMAYE PİYASALARINI SİYASETİN ORTASINA İTER
- BU STRATEJİ TEK BAŞINA SPK TARAFINDAN OLUŞTURULABİLİR Mİ / OLUŞTURULMALI MI ? HAYIR
- BU STRATEJİYİ OLUŞTURURKEN CEVAPLANMASI GEREKEN OLASI SORULAR ?
  - Türkiye'nin kaç borsaya gereksinimi vardır ?
  - Hangi borsa hangi araçlarda ihtisaslaşmalıdır ?
  - Artık öncesi kalmamış olsa bile bu borsaların merkezleri nerede olmalı ?
  - Bu borsaların hukuki örgütlenme tarzı ne olmalıdır ?
  - Bu borsaların gelişmesi hangi strateji içinde olacak ?
  - Türkiye'de piyasaların boyutu dünyadaki gelişmeler ile birlikte ele alındığında birden çok borsa anlamlı mı ?
  - Piyasadaki dikey ve yatay entegrasyon konusundaki tercih ne olmalı ?
- İKİNCİL PİYASALAR STRATEJİSİ SONUNDA TÜM TARAFLARIN KATILIMIYLA OLUŞTURULUR VE POLİTİK KARAR SÜRECİ İLE YAŞAMA KAVUŞUR

10 Nisan 2003

18

## BAZI ÖN KOŞULLAR

- İMKB VE TAKASBANK BAŞTA OLMAK ÜZERE PİYASALAR VE KURUMLARA ÖZEN GÖSTERMEK GEREKLİDİR
- GENELDE SERMAYE PİYASALARI , ÖZELDE İMKB SPK , İMKB YÖNETİMİ , ARACI KURUMLAR , BANKALAR , HALKA AÇIK ŞİRKETLER , YERLİ VE YABANCI YATIRIMCILAR VE HATTA TÜRK TOPLUMUNUN ORTAK BİR ESERİDİR
- BOSALARIN DÜZENLEYİCİ BİR ÖRGÜT OLMAKTAN ÇOK BİR ALIM-SATIM MEKANI OLDUĞU KABUL EDİLMELİDIR
- SERMAYE PİYASALARI VE İMKB'NİN DEVLETE PARA TRANSFER EDEN , ADINA KAYNAK TOPLAYAN BIR KURUM OLmadığı ANLAŞILMALIDIR
- SERMAYE PİYASALARININ HIZLA GELİŞTİĞİ VE DEĞİŞTİĞİ VE BU NEDENLE YASAL ALT YAPININ BU GELİŞMELERE KOŞUT OLARAK SÜREKLİ YENİLENMESİ GEREKTİĞİ KABUL EDİLMELİDIR
- BOSALARIN ÖZELLESMESİNİN DÜZENLEME YAPI VE YETKİLERİNİN YENİDEN DÜZENLENMESİ VE DAĞITIMINI GEREKTİRDİĞİ BİLİNİMLİDIR

10 Nisan 2003

19

## KURUMLARIN SAHİPLİĞİ NE OLACAK ?

- PIYASADA TEK TİP BİR SAHİPLİK YAPISI MI OLMALI ?
  - HAYIR
  - SPKn. İKİLİ VE KATI BİR YAPI ÖNGÖRÜYOR . KANUNUN DEĞİŞMESİ VE ESNEK BİR MODEL GETİRİLMESİ GEREKLİ
  - SAHİPLİK YAPISININ NE OLACAĞI POLİTİK BİR TERCİH
  - İMKB İÇİN ÖZEL ŞİRKETE DÖNÜŞME TEK VE ZORUNLU BİR SEÇENEK Mİ ?
- HAYIR . NE ZORUNLU NE DE TEK SEÇENEK
- İMKB SAHİPLİĞİNDE SEÇENEKLER
  - KAMU TÜZEL KİŞİLİĞİ
  - ÜYE- SAHİPLİ ( MUTUAL ) BİR ŞİRKET
  - ÜYE VE MÜŞTERİ-SAHİPLİ BİR ŞİRKET
  - KAR-AMAÇLI YATIRIMCI-SAHİPLİ ÖZEL BİR ŞİRKETE DÖNÜŞME (DEMUTUALIZATION )
- TAKASBANK'IN SAHİPLİĞİ SORunu
  - MEVCUT SAHİPLİK YAPISI
  - İMKB'DEN AYRILARAK ÖZELLEŞME

10 Nisan 2003

20

## İMKB'Yİ NEDEN ÖZELLEŞTİRMEK İSTİYORUZ ?

- ÖZELLEŞTİRME GELİRİ Mİ ?
- İMKB'Yİ FİRMA OLARAK ETKİNLETİRMEK Mİ ?
- YENİ BİR KİT YARATMAK / YADA ZATEN OLAN BU STATÜSÜNÜ ŞİRKETE DÖNÜŞTÜREREK KAMUSAL KİSITLARI DOLANMAK Mİ ?
- DÜNYADAKİ GELİŞMELERE İMKB'NİN DAHA KOLAY VE ÇABUK ADAPTE OLABİLMESİ Mİ ?
- YENİLİK YAPABİLME GÜCÜNÜ ARTıRMak VE İYİLEŞTİRMEK Mİ ?
- YABANCI BORSALAR VE YABANCI PIYASALARLA İŞBİRLİĞİ VE BÜTÜNLEŞMEYİ KOLAYLAŞTıRMak Mİ ?
- MODAYA UYMAK Mİ ?
- YOKSA BUNLARDAN BİRKAÇI BİRDEN Mİ ?

10 Nisan 2003

21

## İMKB'Yİ ÖZELLEŞTİRİRKEN NEYİ ÖZELLEŞTİRİYORUZ ?

### ■ MENKUL KIYMET BORSASI NEDİR ?

MULHERIN-NETTER-OVERDAHL ( 1991 ) MKB'NI FİNANSAL ARAÇLARDA PAZAR YARATAN BİR FİRMA OLARAK TANIMLIYORLAR

MACEY – HANDA ( 1990 ) MKB'LARINI ÇOK SAYIDA ÜRÜN SUNAN FİRMALAR OLARAK GÖRÜYORLAR

### ■ BORSALAR NE ÜRETİRLER ?

■ BORSALAR FİNANSAL BİLGİ ÜRETİRLER

■ BORSALAR FİYAT ÜRETİRLER

■ BU FİYAT SADECE BORSALAR İÇİN DEĞİL EKONOMİNİN TÜMÜ VE DİĞER SEKTÖRLER İÇİN DE ÖNEMLİ . BİR PUSULA İŞLEVİ GÖRÜYOR .

10 Nisan 2003

22

## İMKB'Yİ ÖZELLEŞTİRİRKEN NEYİ ÖZELLEŞTİRİYORUZ ?

### ■ MKB'LARININ İŞLEVLERİ NELERDİR ?

Kitch (1996) borsaların işlevlerini 8 başlık altında toplamaktadır :

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

10 Nisan 2003

23

## O HALDE İMKB'Yİ ÖZELLEŞTİRİRKEN NE ÖZELLEŞİYOR ?

- MENKUL KIYMET BORSASI OLARAK İŞLEVLERİ
- BİNA YATIRIMI
- MAKİNE-TEÇHİZAT YATIRIMI
- YARATTIĞI PAZAR
- GELECEKTEKİ GELİRLERİ
- BİLGİ ÜRETME GÜCÜ
- TEKELÇİ KONUMU
- DÜZENLEME YAPMA VE KURAL KOYMA GÜCÜ
- DENETİM YAPMA GÜCÜ
- REKABETİ ETKİLEYEBİLME GÜCÜ
- PİYASALARDA YENİLİK YAPMA YETİSİ

10 Nisan 2003

24

## İMKB'NİN KAMU TÜZEL KİŞİSİ OLARAK SÜRMESİ

BU OLASI BİR SEÇENEK Mİ ? EVET

KÖTÜ BİR SEÇENEK Mİ ? HAYIR

BUNU SEÇERSEK DEĞİŞİM DE GEREKLİ

BU SEÇENEK NELERİ GEREKTİRİYOR ?

- İMKB'NİN YÖNETİM KURULUNUN YAPISININ , SAYISININ VE SEÇİM ŞEKLİNİN DEĞİŞMESİ
- SAYICA DAHA BÜYÜK .
- DAHA FAZLA TARAFI ÇERMELİ
  - DEĞİŞİK TİPTE VE BÜYÜKLÜKTÉ ÜYELERİN DENGELİ BİR TEMSİLİ
  - KOTE ŞİRKETLERİN TEMSİLİ
  - BLUE-RIBBON GURUPÇA ÖNERİLECEK ADAYLAR ARASINDAN BAĞIMSIZ ÜYE SEÇİMİ
- YK İÇİNDEN İCRA KOMİTESİ SEÇİMİ
- İMKB'NİN BAŞKANININ SEÇİM TARZININ DEĞİŞİRTİLMESİ
  - BEŞ YILLIK GÖREV SÜRESİNİN KORUNMASI
  - BLUE-RIBBON GURUBUN ÖNERECEĞİ ÜÇ YADA DÖRT ADAY ARASINDAN İMKB YK'CA SEÇİMİ
  - YK'NUN KENDİ İÇİNDEN BİR ÜYEYİ AĞIRLIKLI OY İLE SEÇMESİ VE BU SEÇİME BAKANCA ONAY VERİLMESİ
  - YK'NUN AĞIRLIKLI OYLAMA İLE BELİRLEYECEĞİ ÜÇ ADAY ARASINDAN BAKAN YADA ÜÇLU KARARNAME İLE ATANMASI

10 Nisan 2003

25

## **İMKB'NİN KAMU TÜZEL KİŞİSİ OLARAK SÜRMESİ**

- İMKB'NİN HESAP VERMESİNİN YENİLENME VE İYİLEŞTİRİLMESİ
- İMKB'YE KAMU YÖNETİMİNIN YAKLAŞIMININ DEĞİŞMESİ
  - İMKB VERGİ DAİRESİ Mİ ?
  - İMKB MAL MÜDÜRLÜĞÜ MÜ ?
- İMKB'NİN MAL VARLIĞININ KORUNMASI
  - İMKB BAÇIŞ VE HAYIR KURUMU MU ?
  - İMKB'NİN PARASI KAMU ÖZELLİKLE DE BU MAL VARLIĞINI KORUMAKLA GÖREVLİ DÜZENLEYİCİ / DENETLEYİCİ OTORİTE TARAFNDAN KULLANILMALI MI ?

10 Nisan 2003

26

## **İMKB'NİN KAR-AMAÇLI BİR ŞİRKETE DÖNÜŞÜMÜ**

ASAMA 1 SPKn.'UNDA GEREKLİ DEĞİŞİKLİKLERİN YAPILMASI ÖN KOŞUL.91 SAYILI KHK YÜRÜRLÜKTEN KALDIRILMALI

ASAMA 2 İMKB'NİN ANONİM ŞİRKET OLMASI

SEÇENEK 1 HİSSELERİN TÜMÜ KAMUYA

SEÇENEK 2 HİSSE GURUPLARI YARATMA VE BUNLARIN DAĞITIMI

ASAMA 3 KAMU HİSSELERİNİN ÖZELLEŞTİRİLMESİ

■ ÖZELLEŞTİRMEYİ KİM YAPACAK ?

■ ÖİB ?

■ SPK ?

■ İMKB'NİN KENDİSİ ?

■ ÖZEL BİR KOMİTE ?

■ ÖZELLEŞTİRME NASIL YAPILACAK ?

■ ÖZELLEŞTİRME MEVZUATI MI ?

■ KAMU İHALE SİSTEMİ Mİ ?

■ ÖZEL BİR PROSEDÜR MÜ ?

10 Nisan 2003

27

## İMKB'NİN KAR-AMAÇLI BİR ŞİRKETE DÖNÜŞÜMÜ

- İMKB TEK BİR GURUBUN KONTROLÜNE GİRMELİ Mİ ?
- SERMAYE PIYASASI İLKE VE KURALLARI İLE SÜREKLİ ÇATIŞAN , CORPORATE GOVERNANCE İLKELERİNE UYМАYAN GURUPLAR BORSADA HİSSEDAR OLMALI MI ? BU TİP BİRKAÇ GURUBUN BİRLEŞEREK BORSADA HAKİM ORTAK OLMALARINA İZİN VERİLMELİ Mİ ?
- İMKB YABANCILAŞABİLİR Mİ ? YABANCILAŞMALI Mİ ?
- VE ÖNEMLİ BİR KONU : BANKALAR VE ARACI KURUMLarda OLDUĞU GİBİ İMKB A.Ş'DE HİSSE DEVİRLERİ KAMU OTORİTESİNİN ÖN İZNİNE BAĞLI OLMALI Mİ ?

AŞAMA 4      İMKB A.Ş.'NİN HİSSELERİNİN BİR KİSMİNİN HALKA ARZI VE BORSAYA KOTASYON

10 Nisan 2003

28

## İMKB'NİN YÖNETİMİ

- JEFFREY GARTEN ( 2001 )'IN DEYİMİNİ KULLANIRSAK "İMKB SIRADAN HERHANGİ BİR ŞİRKET OLMAMALIDIR"
- YÖNETİM KURULU İMKB'NİN HUKUKSAL ÖRGÜTLENME TARZI VE ÖZELLEŞTİRME BİÇİMİ İLE YAKINDAN İLGİLİ
- İMKB'NİN KAR-AMAÇLI ÖZEL ŞİRKETE DÖNÜŞMESİNDEKİ MODELİ DE YÖNETİM TARZI VE YÖNETİM KURULU BİÇİMİ ÜZERİNDE BELİRLEYİCİ BİR ETKEN
- SERMAYESİ GURUPLARA AYRILITIRMIŞ MODELDE GURUPLARIN YÖNETİM KURULUNDА TEMSİLİ GEREKLİ
- KAR-AMAÇLI ŞİRKETE DÖNÜŞTÜRÜLEREK ÖZELLEŞTİRİLMİŞ OLSA BİLE İMKB BAŞKANI BLUE-RIBBON GURUBUN ÖNERECEĞİ ÜÇ YADA DÖRT ADAY ARASINDAN İMKB YK'CA SEÇİLMELİDİR

10 Nisan 2003

29

---

## İMKB'NİN ŞİRKETLEŞMESİ – BİR MODEL ÖNERİSİ

- GİRİŞ
- SERMAYE YAPISI
- İMKB'NİN YÖNETİMİ

10 Nisan 2003

30

### GİRİŞ

- ÜYE- SAHİPLİ ( MUTUAL ) BİR ŞİRKETE DÖNÜŞME ŞİRKETLEŞMEDEN BEKLENEN YARARLARI SAGLAMAZ
- İMKB KAR- AMAÇLI YATIRIMCI-SAHIPLİ ÖZEL BİR ŞİRKETE DÖNÜŞMELİDİR
- FRANKFURT MODELİ BAŞARILIDIR VE BU MODEL BİR FİKİR VEREBİLİR . ŞİRKET HALİNE DÖNÜŞMENİN İLK AŞAMASINDA FRANKFURT BORSASININ
  - % 12 İNE DEUTSCHE BANK
  - % 8 İNE DRESDNER BANK
  - % 5 İNE COMMERZBANK
  - %10 UNA HER FEDERAL BÖLGEDE BİRER TANE OLAN MENKUL KİYMET BORSALARI
  - % 9 UNA ARACI KURUMLAR BİRLİĞİ
  - %56 SINA DA BÜYÜK KİSMI BANKALAR OLMAK ÜZERE DİĞER KÜCÜK YATIRIMCILAR SAHİP İDİLER
- MODEL İMKB'NİN KAMU – SPK –İMK YÖNETİMİ-ARACI KURUMLAR – KOTE ŞİRKETLER- YATIRIMCILARIN ORTAK ESERİ OLDUĞUNA DAYANIYOR

10 Nisan 2003

31

## SERMAYE YAPISI

- 1) İMKB'NİN NET VARLIK BİRİKİMİ DEĞERLEME YAPILARAK SERMAYEYE DÖNÜŞTÜRÜLÜR
- 2) BELİRLENEN SERMAYE
  - % 15'i A Grubu
  - % 5 'i B Grubu
  - % 10'u C Grubu
  - % 15 'i D Grubu
  - % 55 'i E Grubu OLARAK GURUPLARA AYRILIR
- 3) SERMAYENİN ;
  - A GURUBU GEÇMİŞ 5 YILLIK DÖNEMDE HİSSE SENEDİ PİYASASINDA YAPTIKLARI İŞLEM HACMİNE GÖRE İMKB ÜYELERİNE BEDELSİZ OLARAK
  - B GURUBU İLERİDE ELİNDEN ÇIKARMAMAK / SATMAMAK KAYDIYLA TSPAKB'NE BEDELSİZ OLARAK
  - C GURUBU BORSADAKİ GEÇMİŞ 5 YILLIK DÖNEMDEKİ İŞLEM HACİMLERİNE GÖRE İMKB'YE KOTE HALKA AÇIK ŞİRKETLERE BEDELSİZ OLARAK

10 Nisan 2003

32

## SERMAYE YAPISI

- D GURUBU HALKA VE KÜCÜK YATIRIMCIYA SATILARAK ÖZELLEŞTİRMEK AMACIYLA KAMUYA
- E GURUBU TÜRKİYE'DE KURULU BANKA , ARACI KURUM , SIGORTA ŞİRKETİ , ÖZEL FINANS KURUMLARI , YATIRIM ORTAKLIKLARI gibi MALİ KURUMLARA SATILARAK ÖZELLEŞTİRİLMEK AMACIYLA KAMUYA VERİLMELİDİR .
- İKİNCİL PİYASADA A GURUBU HİSSELER YALNIZCA İMKB ÜYELERİ ARASINDA ; C GURUBU HİSSELER SADECE İMKB'YE KOTE ŞİRKETLER ARASINDA ALINIP SATILABİLMELİDİR .
- D VE E GURUBU HİSSELER İMKB'NİN ŞİRKET HALİNE DÖNÜŞTÜRÜLMESİNDEN İTİBAREN 6 AY İÇİNDE EN YÜKSEK FİYATI VERENE AÇIK ARTIRMA İLE ÖZELLEŞTİRME MEVZUATI ÇERÇEVESİNDE SATİMLALIDIR .
- 6 AYLIK SÜRE MUTLAK OLMALI VE UZATILMAMALIDIR . BU SÜRE İÇİNDE ÖZELLEŞTİRME YAPILAMAZ İSE D VE E GRUBU OLARAK AYRILMIŞ HİSSELER , A VE C GURUBUNDAKİ KURUMLARA YUKARIDAKİ ESASLARA GÖRE BEDELSİZ OLARAK VERİLMELİDİR .
- İLK SATIŞ AŞAMASINDA BİR GERÇEK YADA TÜZEL KİŞİNİN İMKB'DE DOĞRUDAN YADA DOLAYLI OLARAK % 15 DEN FAZLA PAY SAHİBİ OLMASINA İZİN VERMEMEK GEREKİR .
- TAKASBANK İMKB KENDİSİNDE HİSSEDAR OLDUĞU SÜRECE İMKB'DE HİSSEDAR OLMAMALI

10 Nisan 2003

33

## İMKB'NİN YÖNETİMİ

- YÖNETİM KURULU KAÇ KİŞİDEN OLUŞMALI ?  
BU SAYI İMKB'NİN YÖNETİM MODELİNE DAYANIYOR
- HANGİ MODEL OLURSA OLSUN İMKB BAŞKANI YÖNETİM KURULUNDAYA DOĞAL ÜYE OLARAK GÖREV YAPMALI .
- YÖNETİM KURULU BAŞKANLIĞI İLE İMKB BAŞKANLIĞI BİR BİRİNDEN AYRILMALI .
- İMKB BAŞKANI BLUE-RIBBON GURUBUN ÖNERECEĞİ ÜÇ YADA DÖRT ADAY ARASINDAN İMKB YK'CA SEÇİLMELİDİR
- İZMİR VADELİ İŞLEM BORSASINDA OLDUĞU GİBİ SPK YK'NA ÜYE GÖNDERMEMELİ . BU SPK'NIN DÜZENLEYİCİ DENETLEYİCİ İŞLEVİ İLE ÇATIŞIYOR .
- MODEL 1 - DAR MODEL :
  - YÖNETİM KURULU SAYICA KÜÇÜK
  - 7 KİŞİLİK BİR YK
  - A VE C GURUBU HİSSELER TEMSİLEN BİRER ÜYE .
  - A VE C GURUBU ÜYELERİ ; A VE C GURUBU HİSSELER GENEL KURULU TARAFNDAN AĞIRLIKLI ( 2/3 ) OYLA ADAY GÖSTERİLEN ÜÇER ADAY ARASINDAN GENEL KURULCA SEÇİLİR . YK'NA SEÇİLEN A VE C GURUBU ADAYLARI AYNI SERMAYE GURUBUNA AİT OLAMAZLAR .
  - 4 ÜYE GENEL KURULCA HİSSEDARLAR YADA HİSSEDAR TEMSİLCİLERİ ARASINDAN SEÇİLİR .
  - İMKB BAŞKANI DOĞAL ÜYEDİR VE YK BAŞKANI OLMAMALIDIR .

10 Nisan 2003

34

## İMKB'NİN YÖNETİMİ

- MODEL 2 - GENİŞ MODEL
  - YÖNETİM KURULU SAYICA BÜYÜK VE YK İÇİNDEN İCRA KOMİTESİ SEÇİLMESİNE DAYANIYOR .
  - GÜNLÜK BAZI İŞLER İCRA KOMİTESİNE DEVREDİLİYOR .
  - YK SEYREK ; İCRA KOMİTESİ SIK TOPLANIR .
  - YK BAŞKAN DAHİL 15 KİŞİ .
- YK'NA  
  - A VE C GURUBU ÜYELERİ TEMSİLEN 3 ER ÜYE
  - BLUE-RIBBON KOMİTENİN ÖNERECEĞİ ADAYLARDAN 2 BAĞIMSIZ ÜYE
  - HİSSEDARLAR YADA HİSSEDAR TEMSİLCİLERİ 6 ÜYE  
GENEL KURULCA DAR MODELDEKİ İLKELELER GÖZETİLEREK SEÇİLİR .
  - İCRA KOMİTESİ İMKB BAŞKANI , A VE C GURUBUNU TEMSİLEN BİRER ÜYE İLE GENEL KURULCA SEÇİLEN ÜYELERDEN BİRİNDEN OLUŞUR . SEÇİMİ YK YAPAR VE SEÇİMDE AĞIRLIKLI OY ( 11 OLUMLU OY ) ARANIR .
  - YK BASKANI VE BLUE-RIBBON GURUPÇA ÖNERİLEN BAĞIMSIZ ÜYELER İCRA KOMİTESİNE GIREMEZLER .

10 Nisan 2003

35

# TAKASBANK

- TAKASBANK VE İŞLEVLERİ
- TAKASBANK'IN ÖZELLEŞTİRİLMΕ STRATEJİSİ
- TAKASBANK'IN ÖZELLEŞTİRİLMΕ MODELİ
  - YAKLAŞIM
  - SERMAYE YAPISI
  - YÖNETİM

10 Nisan 2003

36

## TAKASBANK VE İŞLEVLERİ

- ENTEĞRASYON İŞLEVİ
  - PİYASADA YATAY ENTEGRASYON SAĞLIYOR
  - PİYASADA DİKEY ENTEĞRASYONU ÖNLÜYOR
  - BU YAPI DOĞRU VE ÇAĞDAŞ GELİŞME UYGUN
- TAKAS İŞLEVİ
  - SÜRMESİ GEREKEN BİR İŞLEV
- SAKLAMA İŞLEVİ
  - KAYIT MERKEZİ İLE SONA ERECEK
- PİYASA OLUŞTURMA İŞLEVİ
  - GELECEKTE BU İŞLEV DAHA ÖNEMLİ OLACAK
  - MEVCUT İŞLEV – PARA PİYASASI
  - POTANSİYEL İŞLEVLER
    - KOTE ŞİRKETLERARASI PARA PİYASASI
    - MERKEZ BANKASI PARA PİYASALARININ DEVİRİ

10 Nisan 2003

37

## TAKASBANK'IN ÖZELLEŞTİRİLMESİ STRATEJİSİ

- İMKB'NİN ALT KURULUŞU OLARAK İMKB İLE BİRLİKTE
- İMKB'DEN AYRILARAK AYRICA
  - BU MODEL DAHA UYGUN- YATAY ENTEĞRASYON NEDENİYLE
- ZAMANLAMA
  - İMKB'DEN ÖNCE
  - İMKB'DEN SONRA
- TERCİHİM İMKB'DEN ÖNCE ÖZELLEŞME

10 Nisan 2003

38

## TAKASBANK'IN ÖZELLEŞTİRİLMESİ MODELİ

### YAKLAŞIM

- TAKASBANK MÜŞTERİ-SAHİPLİ BİR MODEL İLE ÖZELLEŞTİRİLMELİ
- TAKASBANK'IN BELİRLİ BİR KISMI ( % 15 ) ÖZELLEŞTİRİME SONRASI HALKA ARZEDİLEBİLİR
- TAKASBANK HALKA ARZ SONRASI BORSAYA KOTE EDİLEBİLİR

10 Nisan 2003

39

# TAKASBANK'IN ÖZELLEŞTİRİLME MODELİ

## SERMAYE YAPISI

- HISSE GURUPLARI
  - A GURUBU HİSSELER TSPAKB'NE
  - B GURUBU HİSSELER TBB ( TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ )'NE
  - C GURUBU HİSSELER BOSA ÜYESİ ARACI KURUMLARA
  - D GURUBU HİSSELER BOSA ÜYESİ BANKALARA
  - E GURUBU HİSSELER BORSAYA KOTE HALKA AÇIK ŞİRKETLERE
  - F GURUBU HİSSELER HALKA ARZ YOLUYLA BİREYSEL VE KURUMSAMAL YATIRIMCILARA
- GURUPLARIN PAYLARI
  - A VE B GURUBU DEVREDİLEMEZ HİSSELER OLUP % 0.5 GİBİ SEMBOLİK OLMALIDIR
  - C VE D GURUBU HİSSELER % 30 ' AR ORANDA
  - E GURUBU % 25 ORANINDA
- KISITLAR
  - C,D,E GURUBU HİSSELER SADECE O GURUPTAKİ KURUMLAR ARASINDA EL DEĞİŞTİREBİLMELİDİR
  - BİR SERMAYE GURUBU DOĞRUDAN YADA DOLAYLI BANKADA % 5'İN ÜZERİNDE PAY SAHİBİ OLAMAMALIDIR
  - İMKB PAY SAHİBİ OLAMAMALIDİR. İMKB PAYLARINI A VE B GURUBUNA DOĞRUDAN ; C,D,E GURUPLARINA DA SON ÜÇ YILDAKİ İŞLEM HACİMLERİNE GÖRE BEDELSİZ OLARAK DEVRETMELİDİR

10 Nisan 2003

40

# TAKASBANK'IN ÖZELLEŞTİRİLME MODELİ

## YÖNETİM

- YÖNETİM KURULU 9 KİŞİ OLMALI
- YÖNETİM KURULUNDU A,B,C,D,E GURUPLARI BİRER ÜYE İLE TEMSİL EDİLMELİ
- GURUP TEMSİLCİLERİ GURUP GENEL KURULLARINDA AĞIRLIKLI OY ( 2/3 ) İLE SEÇİLEN 2 ADAY ARASINDAN GENEL KURULCA AĞIRLIKLI OY ( EN AZ % 51 ) İLE SEÇİLMELİ
- 2 TANE BAĞIMSIZ ÜYE SEÇİLMELİ . BAĞIMSIZ ÜYELER BLUE-RIBBON GURUBUN ÖNERECEĞİ 4 ADAY ARASINDAN GENEL KURULCA SEÇİLMELİ
- GENEL MÜDÜR DOĞAL ÜYE
- SPK İSE TTK M.275'E GÖRE ÜYE GÖNDERMEMELİ
- İMKB BİR ÜYE GÖNDERMEMLİ ANCAK BU NORMAL ÜYE OLMALI
- AYNI ANDA BIR SERMAYE GURUBU BİRDEN FAZLA ÜYEEYE SAHİP OLMAMALI
- YÖNETİM KURULU ÜYELİĞİ 2 YIL SÜRELİ OLMALI VE BIR SERMAYE GURUBU EN FAZLA İKİ DÖNEM ÜST ÜSTE YÖNETİM KURULUNA ÜYE GÖNDEREBİLMELİDİR
- EN FAZLA İKİ DÖNEM GÖREV YAPMA BAĞIMSIZ ÜYELER İÇİN DE GEÇERLİ OLMALI

10 Nisan 2003

41

## KOBİ BORSALARI

- DÜNYADAKİ BORSALARIN KONSOLİDE OLMA EĞİLİMİNE TERS DÜŞÜYOR
- MKB'NIN KOBİLER İÇİN SÜREKLİ , UCUZ VE UYGUN KAYNAK YARATMA ORTAMI SAĞLAYACAĞI İNANCI GEREKÇİ DEĞİLDİR
- MKB'LARI ŞİRKETLER KESİMDENDEKİ STANDARTLARI YÜKSELTEM KURUMLARDIR . KOBİ BORSALARI PİYASALARDA STANDARTLARI AŞAĞIYA ÇEKECEK
- SERMAYE PİYASALARININ VE BORSALARIN MINİMUM STANDARTLARI BORSALARı KOBİLER İÇİN MALİYETLİ BİR FON KAYNAĞI HALİNE GETİRİR
- SERMAYE PİYASALARINA YEREL VE ULUSAL DÜZEYDE POLİTİK KARIŞIMI ARTIRACAK
- KOBİ'LERİN FİNANSMAN GEREKSİNİMİNİ UCUZ VE ETKİN KARŞILAMANIN YOLU ÖZEL AMAÇLI BANKALAR VE FİNANSMAN MODELLERİDİR

10 Nisan 2003

42

## İSTANBUL ALTIN BORSASI

- İAB'NİN İŞLEVLERİ GENİŞLETİLEBİLİR
  - MERKEZ BANKASI DÖVİZ PİYASALARININ İAB'YE DEVİRİ
  - İAB'DE DÖVİZ VADELİ PİYASALARI AÇILMASI
  - BU İŞLEVLERLE BİRLİKTE ADI “ İSTANBUL KİYMETLİ MADEN VE DÖVİZ BORSASI ” OLARAK DEĞİŞTİRİLEBİLİR
- İAB , İMKB'DEKİNE BENZER BİR MODEL İLE ÖZELLEŞTİREBİLİR

10 Nisan 2003

43

## BLUE-RIBBON KOMİTE

- GARTEN (2001)'DEN ALDIĞIM İLHAM İLE SERMAYE PİYASALARINDA BİR BLUE-RIBBON KOMİTE KURULMASININ YARARLI OLDUĞUNU DÜŞÜNÜYORUM.
- BU KOMİTE HEM PAZARDAKİ ÇIKARLARI UZLAŞTIRILACAK DEĞİŞİK TARAFLARI HEM DE PİYASADAKİ AKİL İNSANLARI , PİYASALarda GEÇMİŞTE EMEK VERMİŞ KİŞİLERİ BİRARA YA GETİRECEKTİR .
- KOMİTE ÇATIŞAN ÇIKARLARI ORTAK BİR PLATFORMA GETİRECEKTİR .
- KOMİTE PİYASALARIN GELECEĞİNE İLİŞKİN POLİTİKALARIN OLUŞTURULMASINDA DENGELİ VE KURUMSAL BİR DANIŞMA İŞLEVİ GÖRECEKTİR .
- KOMİTE BOSA YÖNETİMİNE BAĞIMSIZ ÜYE ADAYLARI VE BOSA BAŞKAN ADAYLARI ÖNERME GİBİ İŞLEV İLE PİYASALARIN KURUMSALLAŞMASINA KATKIDA BULUNACAKTIR .
- KOMİTE AĞIRLIKLI OYLA ( 2/3 YADA 3/4 GİBİ ) KARAR ALMALIDIR

10 Nisan 2003

44

## BLUE-RIBBON KOMİTE

- KOMİTE KİMLERDEN OLUŞABİLİR ?
  - HERKESİN BİR LİSTESİ OLABİLİR . ANCAK SİRF TARTIŞMAYA ACMAK İÇİN BENİM ÖNERİM KOMİTENİN ŞU KİŞİLERDEN OLUŞABILECEĞİDİR ;
    - HAZİNE ESKİ MÜSTEŞARLARI
    - İMKB ESKİ BAŞKANLARI
    - SPK ESKİ BAŞKANLARI
    - MERKEZ BANKASI ESKİ BAŞKANLARI
    - TSPAkB ESKİ VE MEVCUT BAŞKANLARI
    - TBB ESKİ VE MEVCUT BAŞKANLARI
    - TOBB BAŞKANI
    - İTO BAŞKANI
    - İSO BAŞKANI
    - TİSK BAŞKANI
    - TURMOB BAŞKANI

10 Nisan 2003

45

## BLUE-RIBBON KOMİTE

- BORSAYA KOTE ŞİRKETLERDEN EN FAZLA İŞLEM HACMİNE SAHİP 5 ŞİRKETİN YÖNETİM KURULU BAŞKANLARI
- BORSADA HİSSE SENETLERİ PAZARINDA EN FAZLA İŞLEM HACMİNE SAHİP 5 ARACI KURUMUN YÖNETİM KURULU BAŞKANLARI
- BUNLARA İŞÇİ SENDİKALARI VE MEDYADAN DA TEMSİLCİ EKLENEBİLİR

10 Nisan 2003

46

## Kaynaklar

- Reena Aggarwal ( 2002 ) ; Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges , Journal of Applied Corporate Finance , Vol.15 , Spring
- Bernard Black ( 2000 ) ; The Legal and Institutional Preconditions for Stock Markets : The Nontriviality of Securities Laws , Stanford Law School Working Paper No 179 , January
- Caroline Bradley (2002) ; Technology , Demutualisation and Stock Exchanges : The Case for Co-Regulation , University of Miami School of Law Woorking Paper , [www.ssmr.com](http://www.ssmr.com)
- John C. Coffee , JR. ( 2002 a ) ; Competition Among Securities Markets : A Path Dependent Perspective , Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 192 , April
- John C. Coffee , JR. ( 2002 b ) ; Racing Towards the Top ? : The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance , Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 205 , May
- Guido Ferrarini ( 1998 ) Exchange Governance and Regulation : An Overview " G. Ferrarini – Editor ; European Securities Markets : The Investment Services Directive and Beyond , Kluwe Law International" içinde
- G.Ferrarini-K.J.Hopt-E.Wymeersch ( 2002 ) – Editors ; Capital Markets in the Age of Euro : Cross-Border Transactions , Listed Companies and Regulation , Kluwer Law International
- Jeffrey Garten (2001) ; Big Board Shouldn't Become Just Another Company , Business Week November 12
- Oliver Hart- John Moore (1996) ; The Governance of Exchanges : Members' Cooperatives Versus Outside Ownership , Oxford Review of Economic Policy , Vol.12 No.4
- Susanne Kall ( 2002 ) ; Different Stock Exchange Interest Groups , "Ferrarini-Hopt-Wymeersh " İçinde Böl.10

10 Nisan 2003

47

## Kaynaklar

- Ali İhsan Karacan ( 1 ) Menkul Kymet Borsalarındaki Gelişmeler , Dünya 9 Mayıs 2001
- Ali İhsan Karacan ( 2 ) Takasbank Üzerine Bazı Düşünceler , Dünya 29 Mart 2002
- Ali İhsan Karacan ( 3 ) IMKB'yi Ne Yapmalı ? , Dünya 7 ve 14 Haziran 2002
- Roberta S. Karmel ( 2002 ) ; Turning Seats into Shares : Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges , Hastings Law Review ([www.ssrn.com](http://www.ssrn.com))
- Edmund W. Kitch ( 1996 ) ; Competition Between Securities Markets : Good or Bad ? , " Fidelis Oditah - Editor ; The Future for The Global Securities Market – Legal and Regulatory Aspects Clarendon Press " içinde
- Ruben Lee ( 2000 ) ; What is an Exchange ? , Oxford University Press
- Ruben Lee ( 2002 ) ; The Future of Securities Exchanges , Brookings-Wharton Papers on Financial Services
- J.R.Macey – H.Kanda ( 1990 ) ; The Stock Exchange as a Firm : The Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges , Cornell Law Review , Vol.75
- J.R.Macey-M. O'Hara (1999) ; Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems , Journal of Legal Studies , January
- J.H. Mulherin – J.M.Netter – J.A. Overdahl (1991) ; Prices are Property : The Organization of Financial Exchanges from a Transaction Cost Perspective , Journal of Law and Economics , Vol.XXXIV , October

10 Nisan 2003

48

## Kaynaklar

- Carmine di Noia ( 2002 ) ; Customer-controlled Firms : The Case of Financial Exchanges , "Ferrarini-Hopt-Wymeersh " İçinde Böl.9
- M. Obstfeld – A.M.Taylor ( 2002 ) ; Globalization and Capital Markets , NBER Working Paper 8846 , March
- R.Rajan – L.Zingales ( 2003 ) ; Banks and Markets : The Changing Character of European Finance , NBER Working Paper 9595 , March
- Heiko Schmidel ( 2001 ) ; Technological Development and Concentration of Stock Exchanges in Europe , Bank of Finland Discussion Papers , 21-2001
- Benn Steil (2002) ; Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges : Causes and Consequences , , Brookings-Wharton Papers on Financial Services
- Nora Szeles – Gabor Marosi (2001) ; Isolation or Association ? : A Difficult Choice for a Regional Exchange – The Example of the Budapest Stock Exchange , Joseph de la Vega Prize , FESE and ECMI , March

10 Nisan 2003

49





**Dr. M. ERCAN KUMCU**

Tekfenbak A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı  
Panel Yöneticisi

İzin verirseniz KOBİ'lerin finansmanı konusunda ben de birkaç şey söylemek istiyorum. KOBİ'lerin finansman sorunu özel bir sorun değil. Bütün makro ekonomik dengesizliklerden gelen sorunlar var. Diğer şirketler nelerden şikayetçiye, KOBİ'lerde ondan şikayetçi. Bu sorunların üstesinden gelmek için birtakım ihtisas, sermaye piyasası organları kurmanın ben yanlış olduğunu düşünüyorum. KOBİ'lere yönelik banka kurmanın da yanlış olduğunu düşünüyorum. KOBİ'lere mahsus bir borsa kurmanın da yanlış olduğunu düşünüyorum. İMKB'ye gelemeyen bir KOBİ nasıl gelecek diğer tarafa. Bazı standartlardan taviz verdirerek gelecek. Eskiden hatırlarsınız 1960 - 1970'lerde bütün sektörler, kendi sektörlerine kredi verecek banka kurulmasını isterdi ve Türkiye de onların hepsini kurdu. Denizcilere kredileri Denizcilik Bankası verdi, konutçulara Emlak Bankası kredi verdi, turizmcilere Turizm Bankası kredi verdi. Şimdi yıl 2003, hiçbir tanesi yaşamıyor. Çünkü o bankaların kurulmasının sebebi tasarrufçunun parasını tokatlamaktı. Sonunda devlet araya girdi, paranın kaybolması engellendi. Fakat müthiş zararlar edildi. Dolayısıyla küçük şirketlere şöyle banka, küçük şirketlere şöyle borsa gibi yaklaşımların ben yanlış olduğunu düşünüyorum. KOBİ'lerin sorununa nasıl çözüm bulacağız. Sorun ortada, bunu kabul etmemiz lazım. KOBİ'lerin en büyük sorunu sermaye. Paraları yok ya da varsa da şirketlerine sermaye olarak koymak istemiyor. Bir standart KOBİ bilançosunda - istisnalar olabilir kimse üzerine alınmasın - 1 milyar lira sermaye 10 trilyon lira ciro, 20 trilyon lira gayiresmi ciro ve 5 trilyon lira ortaklara borçlar. Kusura bakmayın böyle bir şirket hiçbir bankadan kredi alamaz. Dolayısıyla burada hem yönetim sorunu var hem de bir yapı sorunu var. KOBİ

---

dediğimiz kuruluşları biz yeniden yapılandırmak zorundayız. Bunu yapacak olanlar sahipleridir. Ne devlet bu şirketleri yeniden yapılandırabilir ne de onlar için kuracağımız banka ve borsalar. Bunları kendileri yapacaklardır. Eğer enflasyon inmeden bunu yapmazlar derseniz, o zaman enflasyon inmeden de parasını şirketine sermaye olarak koymayan insanların şirketine kredi vermezler. Yoksa bugün doğru dürüst bilançosu olan bir KOBİ bankaya gitti de kredi mi almadı. Böyle bir örnek gösterebilir miyiz?

---

## **SORU -CEVAP**



---

**MUSTAFA YILMAZ** - 1996 yılında 5 milyon lira giriş aidatı olarak ilk borsaya giren benim. Şu anda borsanın en eskisi benim. Sorum Sayın Kumcu'ya. Bugünkü yönetim ne hata yapmış da yeni bir model arıyor? İkincisi, özelleştirmeden bahsediliyor. İMKB özeldir, arsası Hazine'den alınmıştır. Binalar Hazine adına kayıtlı değildir, İMKB adına kayıtlıdır. Önce kamulaştırma yapılmalı, ondan sonra özelleştirme yapılmalıdır.

**ÜĞUR BAYAR** - Ben özelleştirmelerde bir yerin iyi veya kötü yönetildiği için yapıldığını zannetmiyorum. Devlet başka işler yapmayıcağı gibi borsacılık da yapmaması gereklidir diye düşünüyorum. Yani akçeli iş yapmaması gerektiği kanaatindeyim. Yoksa İMKB son derece iyi yönetiliyor. Borsa bu özerk kurumlar içinde gerçekten gerçekten özerliğini koruyabilmiş nadir kurumlardandır. Son yıllarda gelirlerine de el konmaya başlandı, parasını koruyamıyor. Bugün iyi yönetiliyor, fakat kamu altındayken yarın iyi yönetilip yönetilemeyeceğini garanti edemezsınız.

**BEDİİ ENSARI** - Marbaş Menkul Değerler Yönetim Kurulu Başkanıym. 91 sayılı kanun hükmündeki kararnameyi tetkik etmeden özelleştirmeye ilgili söylenecek şeyler eksik kalır. İMKB bir kamu tüzel kişiliği. Ama asla bir KİT değil, asla bir BİT değil, olsa olsa belki bir SİT. Neden SİT? Çünkü belli kısmı kamu yetkisiyle donanmış, bu kamu yetkisiyle donanmış olan kısmı tekel niteliğinde ve siz bu tekel niteliğindeki şeyi devredemezsiniz. Anayasanın 167. maddesine açıkça aykırıdır. Gider Anayasa Mahkemesinden döner. Siz deregülasyonu sağlayarak, yetkiyi alırsanız o zaman beş para etmez kimse almaz. Çünkü paraların büyük bir kısmı ona verilen yetki ile bu tescilden geldi. Nitelik o paralar da gitti. Benim sorum; bu iş para amaçlı, devlete kazanç için mi yapılmıyor? Eğer kazanç için yapılyorsa borsanın gayrimenkulleri var, iştirakları var satılabilir. Eğer bunun dışında biz borsanın tümünü özelleştireceğiz, ilk önce devletteştireceğiz, ondan sonra özelleştirip satacağız deniyorsa buna yasal imkan yok. Amaç bir özerkleştirme mi? Borsanın paralarına el konmasını önlemek için onu daha özer bir kurum haline mi getirmek? Yoksa satalım da paralar gelsin ise onun da izahını yapalım bu uygun mudur? Hukuki bakımdan uygun mudur?

---

**Prof. Dr. ÇELİK KURDOĞLU** - Ben burada bir mülkiyet tartışması yapmayı önermiyorum, olay mülkiyet değildir. Olay kurumsal yönetim ilkelerini koymaktır, bütün toplumun çıkarlarını korumasını sağlamaktır. Anlayış bunu yerleştirmektedir, yapılması gereken budur. Bu devlet için de gereklidir. Şirketin hissesini satın aldığım zaman o şirket benim için para kazanmak zorundaysa, devlete vergi öderken de devletten aynı hizmeti bekliyorum.

**Doç. Dr. ALİ İHSAN KARACAN** - Burada anladığımız kadarıyla İMKB'nin kâr amaçlı şirket haline dönüşmesi tek seçenek değil. Bunu bir kamu tüzel kişisi olarak sürdürmek mümkün. Burada kamu tüzel kişisi dediğimiz zaman, kamunun tasarrufunda olan İMKB'nin kendi adına kayıtlı olsa dahi kamuya ait bir mal varlığından, yetkiler topluluğundan bahsediyoruz. Bunun yönetimini kısmen üyeleri kendisi seçer, başkanı devlet atar. Bütün bunlar kamu tüzel kişisi olması vasfını değiştirmiyor. Hatırlarsanız 1995 yılında 558 sayılı kanun çıktıgı zaman borsaların kamu tüzel kişiliğinden kamu kelimesi çıkartılmıştır. Tüzel kişiliği olan kurumlardır diye değiştirilmiştir. Sadece borsanın, İMKB'nin üzerinden kamunun eline geçebilmek amacıyla çıkarılmıştı o kararname. Ondan sonra iptal edildi. İMKB bir şirket haline dönüştürülebilir ve satılabilir. Hissedarlar konusundaki düşüncemi biliyorsunuz. Yetkileri devretmeden, Sermaye piyasası kanunu değişmeden, 91 sayılı KHK yürürlükten kaldırılmadan İMKB'nin ne şirkichtetesi ne de bu hisselerin bir başkasına satılması mümkün değil. Yetkilerle bunu özel bir şirkete veremezsiniz. Türk Telekom Komünikasyon Kurumunu'na sahip olduğu yetkileri GSM şirketlerinden birine verebilir misiniz? Veremezsiniz. Demek ki oradan düzenleme yetkilerini alacaksınız. Piyasadaki oyuncunun kurallarını koyma, piyasa açma yani kamu otoritesi olmayan rekabet sorunu yaratılmayan yetkiler kalacak. İMKB ortak eser, bunu unutmamak lazım. SPK, devlet, aracı kurumlar, halka açık şirketler, yatırımcılar hepsinin ortak eseri. Eğer sadece aracı kurumların eseri diye görürsek, resmi eksik görmüş oluruz ve geçmişte tekrarlanan bir sürü yanlışları tekrarlamış oluruz. İMKB özelleşmeli mi? Özelleşmek zorunda değil. Kamu kişi olarak da, tüzel kişi olarak da yönetimi, denetimi, hesap vermesi yeniden tanzim edilebilir. Özelleşmesi gelir amacıyla mı? Hayır. İMKB gelecekte gelir yaratacak bir kurum değil. Fiyatlar ve piyasa şartları açısından baktığımız zaman gelir yaratacak unsurları sınırlı olacak. Özelleştirme açısından geliri ön plana koyarsak bir yere varamayız diye düşünüyorum.

---

**Prof. Dr. ÇELİK KURDOĞLU** - Yasanın kendisine verdiği yetkiler elinden alınırsa geriye bir şey kalmaz dediniz. Kesinlikle katılıyoruz. Bugün kendini ispatlamış bir kurumdur. Yatırım fonu denen bir hadise var. Özelin kurduğu yatırım fonudur. Onların işlem gördüğü yer borsadır. Borsa da böyle bir yapıdan doğmaktadır.

**MEHMET ASLAN** - Acaba tahtası kapatılmış olan hisse senetlerinden elliinden olanlara da İMKB özelleştığı zaman bedelsiz hisse verilebilir mi?

**YASEMİN CANKURTARAN** - (Değer Menkul Değerler Genel Müdürü)

Bugün burada İMKB'nin özelleştirilmesinden bahsedilirken, bir konudan hiç bahsedilmedi. İMKB kimindir? Ben bir profesyonel olarak bugün buraya gelirken, patronum özellikle şunu sormamı söyledi. Neyi özelleştirecekler? Bizim bugüne kadar İMKB'ye verdığımızın karşısında bize ne verecek? Sonuçta İMKB'nin teknolojisinden, , binasına kadar bütün aracı kurumlarındır. Biz olmasak İMKB yoktur. Halil Eroğlu'na bu konuda bir şeyi hatırlatmak istiyorum. Kesinlikle özelleştirme şarttır dediniz. Burada çelişen bir nokta var. Bizim yaptığımız bir araştırma sonucu dünyadan bütün özelleşen borsaların gelirleri özelleştirmeden sonra artmıştır. Bizim giderlerimiz artacaktır. Bunun garantörü kim olacaktır? İMKB'nin gelirlerinin % 83'ü bankalardan, % 17'si 119 adet aracı kurumdan alınan işlem komisyonundan oluşmaktadır. Özelleştikten sonra bir lisans hakkı mı satılacaktır, fescilin yapılması hakkı da satılacak mıdır?

**HALİL EROĞLU** - İMKB'nin gelirinin % 83'lük kısmı yüksek enflasyon ve tek alıcı sermaye piyasalarında devlet olduğu için devlet kağıdı. Bütün gelir buradan olduğuna göre, bu geliri çıkardığınız zaman İMKB'nin ciddi bir gelir yok. Bu olmayan gelirle nasıl bir özelleştirme yapılacak. Enflasyonist bir ortamda özelleşen borsa yok. Halka açık şirketlerin derneğinin başkanı olarak belirtmem gereken burada toplam maliyetin bizler açısından yüksek olduğunu, bunun özelleşen borsalarda düşmekte olduğunu ama bunun bugün için hemen Türkiye'de İMKB'de yapılmış yapılmayacağının tartışılması gerektiğini söylediğimi söyledim. Üç taraf vardır. Taraflardan bir tanesi kote firmalardır. İkincisi araçlardır, üçüncüsü de buraya para yatırırlardır. Bu üç kurumu dengeleyemezsiniz, bu borsanın uzun dönemde sağlıklı olması mümkün değildir. Esas oğlan olmadan, film olmaz. Kote olan firmalar olmadan neyi alıp satacaksınız.

---

### **ÇAĞATAY ERGENEKON - (İMKB)**

Ben sorumu Sayın Ali İhsan Karacan Bey'e aktarıyorum. Kendisi çok kapsamlı bir konuşma yaptılar. Ancak bu konuşmanın bir bölümünde eksiklik olduğunu düşünüyorum. Bu eksiklik diğer konuşmacılar tarafından da eksik bırakılan bir husustur. 17 yıldır İMKB müstahdeminden, tepe yönetimine kadar basrette, özenle, titizlikle, ihtimamla, dürüstlükle ve özveriyle borsanın bugüne gelmesinde ciddi bir katkıda bulunmuştur. Dünyadaki modellerde de borsa personeline tahsis edilen bedelsiz hisse senetleri vardır. Borsa başarı hikayesinden bahsediyorsak, borsa personeli bunun isimsiz, görünmeyen kahramanlarıdır diye düşünüyorum. Keşke şu anda borsada çalışmıyor olsaydım da söylediklerimi öyle ifade etseydim. Ali İhsan Karacan başta olmak üzere konuşmacıların fikirlerini almak istiyorum.

**Doç. Dr. ALİ İHSAN KARACAN** - Sermayenin ne olacağı politik bir tercih. Sermayenin ne olacağı hakkında biz ancak alternatifler söyleyebiliriz. Dünyada özelleştirme uygulamalarında özellikle 1990'lı yıllarda sonra çalışanlara ve halka, hatta çalışanların şirketlerine bedelsiz hisse verme ya da opsiyonlarla özelleştirme sırasında birtakım imkanlar sağlanmış. Bu açıdan baktığımız zaman İMKB'nin çalışanlarına da politik bir tercihle, belirli oranda bir kısmı bedelsiz, bir kısmı opsiyonlu seçenekler getirmek mümkündür. Çok da yanlış olmayabilir. Takasbank özelleştirilirken, Takasbank da, çalışanlar da böyle bir talepte bulunabilir. Bunlar son derece sınırlı ve sembolik olmak üzere olabilir. Önemli tutarlarda bir şey olamaz.

**Dr. M. ERCAN KUMCU** - Hepiniz bu kadar saattir bizi dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum. Oturumu kapatmadan önce Sayın Toprak birkaç şey söylemek istiyorum. Buyurun Sayın Toprak.

**Y. ZİYA TOPRAK** - Teşekkür ediyorum Sayın Başkan. Gerçekten doyurucu bir çalışma oldu. Katkılarınız için çok teşekkür ediyorum, şükranları sunuyorum. Birliğimizin bu tür faaliyetleri devam edecek. Hepinize tekrar teşekkür ediyorum.

---

## **PANELDEN GÖRÜNÜMLER**





